

LA NUOVA DISCIPLINA EUROUNITARIA SUL MARKET ABUSE: TRA OBBLIGHI DI CRIMINALIZZAZIONE E *NE BIS IN IDEM* (*)

di Francesco Mucciarelli

Abstract. Il Regolamento (UE) 596/2014 e la Direttiva 2014/57/UE intervengono incisivamente sul comparto degli abusi di mercato, attraverso scelte politico-criminali nette che risentono delle elaborazioni sovranazionali sulla “materia penale” e disegnano un sistema sanzionatorio unitario rispettoso del principio del *ne bis in idem*. Direttiva e Regolamento sono dunque destinati a conformare il diritto punitivo interno sia per quanto concerne la fattispecie di abuso di informazioni privilegiate, sia con riguardo all’ipotesi di manipolazione del mercato. Il legislatore nazionale sarà dunque chiamato a un non facile compito di adeguamento del vigente assetto del *market abuse* al fine di ottemperare alle prescrizioni eurounitarie.

SOMMARIO: 1. La “svolta” penalistica della UE nella repressione degli abusi di mercato. – 2. Paradigmi punitivi a confronto. – 2.1. L’ampia nozione di “materia penale”. – 3. Verso un sistema sanzionatorio unitario. – 3.1. Il ruolo del *ne bis in idem* nell’ammagliatura normativa sovranazionale. – 4. Le coordinate del *ne bis in idem* sostanziale. – 4.1. Fattispecie astratta e fatto concreto. – 4.1.1. I parametri indicati dalla disciplina eurounitaria. – 5. Effetti diretti e indiretti della normativa sovranazionale sul diritto penale domestico. – 5.1. Rapporti tra Regolamento e Direttiva in tema di *market abuse*. – 5.2. Abuso di informazioni privilegiate. – 5.2.1. La criminalizzazione del c.d. *insider* secondario. – 5.3. La comunicazione illecita di informazioni privilegiate. – 5.3.1. Le possibili modifiche normative interne. – 5.4. La manipolazione del mercato. – 5.4.1. Le necessarie modifiche normative interne. – 5.5. Verso la “pan-penalizzazione” nella repressione degli abusi di mercato? – 5.5.1. La differenziazione tra le fattispecie fondata sull’offensività del comportamento. – 5.5.2. Gli altri indici discretivi nella disciplina eurounitaria. – 6. Osservazioni conclusive.

1. La “svolta” penalistica della UE nella repressione degli abusi di mercato.

Fortemente innovativi si presentano, anche a una prima lettura, gli scenari configurati dal Regolamento (UE) 596/2014¹ (d’ora innanzi Reg. 596/2014) e dalla Direttiva 2014/57/UE² (d’ora innanzi Dir. 57/2014).

* Il presente contributo è il testo, ampliato e integrato, della relazione sul tema “Il doppio binario sanzionatorio nel settore del market abuse” al Convegno “Il *ne bis in idem* fra diritto penale e processo” – Università degli Studi di Milano – Dipartimento di Scienze Giuridiche “Cesare Beccaria”, Milano, 15 maggio 2015, in corso di pubblicazione negli atti del Convegno. Si ringraziano l’editore e i curatori dell’opera per avere consentito ad anticiparne la pubblicazione sulla nostra Rivista.

Spicca in primo luogo l'opzione netta a favore della sanzione criminale, reputata indispensabile a fronte della dimostrata inadeguatezza delle sanzioni amministrative, tanto sul versante preventivo quanto su quello repressivo³, rispetto all'esigenza di presidiare l'integrità del mercato, la sua efficienza e il suo carattere integrato, nella prospettiva di rafforzare la fiducia degli investitori, elementi, questi ultimi, colti come fattori essenziali di crescita e di benessere economico⁴.

Al cospetto di gravi e diffusi comportamenti riconducibili alla generale categoria degli abusi di mercato e dei danni che ne possono derivare⁵, «la irrogazione di sanzioni penali» viene individuata come strumento necessitato in quanto «avrà un effetto dissuasivo maggiore»⁶: ma anche sulla portata stigmatizzante e simbolica della comminatoria penale fa affidamento il legislatore eurounitario, affermando esplicitamente che la sanzione criminale trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che i comportamenti per tal modo sanzionati sono considerati particolarmente gravi dalle autorità competenti⁷, posto che tal genere di sanzione dimostra «una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative»⁸.

Ribadita l'essenzialità del ricorso alla pena criminale per il perseguimento della politica dell'Unione in materia di tutela del mercato⁹, un altro profilo merita d'essere posto in risalto: la reiteratamente segnalata esigenza di dare uniformità all'ammagliatura del sistema, tanto nelle fasi della identificazione e della tipizzazione delle condotte illecite, quanto nel momento della reazione punitiva.

Esigenza che impone di «stabilire un quadro più uniforme e più rigoroso per tutelare l'integrità del mercato ed evitare il rischio di potenziale arbitraggio normativo, garantire l'assunzione di responsabilità in caso di tentata manipolazione e offrire maggiore certezza del

¹ [Regolamento \(UE\) 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli 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 della Commissione](#). Obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile, il Regolamento «si applica dal 3 luglio 2016» (v. art. 39, § 2, Reg. 596/2014), con le eccezioni indicate dal medesimo art. 39, § 2, la cui applicazione principia dal 3 luglio 2014.

² [Direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato \(direttiva abusi di mercato\)](#), il termine di recepimento della quale è fissato al 3 luglio 2016 (v. art. 13, § 1, Dir. 57/2014).

³ Cfr *Considerando* (5) Dir. 57/2014, per il quale: «l'adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire gli abusi di mercato».

⁴ Cfr *Considerando* (1) Dir. 57/2014.

⁵ Cfr *Considerando* (7) Dir. 57/2014, per il quale: «alla luce della crisi finanziaria (...) la manipolazione del mercato può comportare danni significativi per la vita di milioni di persone (...) Lo scandalo del Libor, relativo a un grave caso di manipolazione di un indice di riferimento (benchmark), ha dimostrato che problemi e carenze importanti si ripercuotono seriamente sulla fiducia nei mercati e possono determinare perdite consistenti per gli investitori, nonché distorsioni sull'economia reale».

⁶ *Ibidem*.

⁷ Cfr *Considerando* (6) Dir. 57/2014.

⁸ Così *Considerando* (6) Dir. 57/2014.

⁹ Cfr *Considerando* (8) Dir. 57/2014. In senso analogo – e con riferimento anche alle sanzioni amministrative, si vedano anche il *Considerando* (72) e l'art. 30, § 2, lett. c) Reg. 596/2014.

diritto e ridurre la complessità normativa per i partecipanti al mercato»¹⁰, eliminando «le notevoli distorsioni della concorrenza derivanti dalle divergenze tra le normative nazionali»¹¹.

Detto in parole semplici: al cospetto di un'operatività che fisiologicamente travalica i confini nazionali, la necessità di una normativa uniforme diviene requisito imprescindibile per evitare che operatori spregiudicati si avvalgano opportunisticamente delle differenze di disciplina, approfittando di quelle meno severe e comunque facendo leva sulle incertezze applicative e sulle lacune legislative, destinate, le une non meno delle altre, a creare i presupposti per perniciose quanto «notevoli distorsioni della concorrenza»¹², riprendendo così, a distanza di quasi quarant'anni e in forma pressoché testuale, l'insegnamento antiveggente e il monito della più autorevole delle dottrine, secondo cui l'«*imposition de limites pénalement sanctionnées est compatible avec la liberté d'initiative, à la condition qu'elle soient clairement et précisément établies. L'incertitude sur la vigueur d'une loi pénale en raison d'un possible conflit avec le droit communautaire ne fait que favoriser les entrepreneurs les moins scrupuleux, prêts à prendre le risque d'une condamnation. La concurrence en est évidemment faussée*»¹³.

In questa prospettiva va inteso anche lo straordinario livello di dettaglio analitico che caratterizza la Dir. 57/2014, espressamente volta a «*garantire l'effettiva attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014*»¹⁴, nonché «*all'interno dell'Unione l'esistenza di sanzioni penali almeno per le condotte più gravi di abuso di mercato*»¹⁵.

Anche se è difficile fare a meno di sottolineare la nota in questa partitura dissonante di cui informa il *Considerando* (29) della Direttiva in discorso, segnalando che: «*non partecipa all'adozione della presente direttiva, né è da essa vincolato, né è soggetto alla sua applicazione*» il Regno Unito, vale a dire la più importante (e di gran lunga) piazza finanziaria europea (Londra).

2. Paradigmi punitivi a confronto.

Se la prevalenza del "penale" non appare dubitabile, rimane tuttavia aperto il problema dell'eventuale spazio da assegnare alla sanzione amministrativa, esplicitamente raccomandata, ma non imposta, dal combinato disposto dei *Considerando* (71) e (72) Reg. 596/2014.

La questione consiste all'evidenza nel regolare i rapporti fra i due sistemi sanzionatori, sebbene la lettura complessiva del Regolamento e della Direttiva sembri suggerire una prospettiva diversa: più che due universi punitivi in qualche misura

¹⁰ *Considerando* (4) Reg. 596/2014.

¹¹ *Considerando* (5) Reg. 596/2014.

¹² *Ibidem*. Nel medesimo senso il *Considerando* (4) Reg. 596/2014.

¹³ C. PEDRAZZI, *Droit Communautaire et droit pénal des Etats Membres*, in AA.VV., *Droit Communautaire et droit pénal. Colloque du 25 octobre 1979*, Milano, 1981, 49 ss., ora in ID., *Diritto penale*, I, *Scritti di parte generale*, Milano, 2003, 417 ss. (da qui la citazione, 441).

¹⁴ *Considerando* (23) Dir. 57/2014.

¹⁵ *Considerando* (25) Dir. 57/2014.

paralleli e necessariamente separati, potenzialmente concorrenti sullo stesso fatto (sulla stessa fattispecie?), il legislatore eurounitario pare aver riguardo a un modello unitario chiamato a disciplinare il settore dell'abuso di mercato, univocamente definito dal Considerando 7 Reg. 596/2014 («*Abuso di mercato è il concetto che comprende le condotte illecite nei mercati finanziari e ai fini del presente regolamento dovrebbe essere inteso come abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Tali condotte impediscono una piena ed effettiva trasparenza del mercato, che è un requisito fondamentale affinché tutti gli attori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati*»).

Appena il caso di notare come il riferimento alle «condotte illecite» non sia qualificato in modo ulteriore, sì da non potersene inferire la caratterizzazione nel senso dell'illecito penale, ovvero di quello amministrativo.

Le scenario di fondo sembra dunque prefigurare un paradigma sanzionatorio sostanzialmente unitario, che rimanda alla risalente e tuttavia ancor oggi valida e insuperata lettura¹⁶ che vide – orsono trent'anni – nel finalismo della sanzione irrogata il nucleo essenziale nel quale consiste la “materia penale” oltre ogni formalistica caratterizzazione.

Sicché, come di recente è stato correttamente notato, nel novero delle sanzioni punitive (appartenenti dunque alla “materia penale”) vanno ascritte «*tutte le sanzioni che manifestano ed esprimono una finalità intimidativa, deterrente, con funzioni di prevenzione generale o speciale. Restano di conseguenza escluse le sanzioni che hanno efficacia meramente riparatoria o ripristinatoria, che contengono, cioè, un obbligo di contenuto inverso a quello violato e a quello omogeneo: mentre nessuna corrispondenza vi è tra il contenuto della sanzione e la natura dell'obbligo violato nel caso di sanzioni punitive*»¹⁷.

Indice eloquente e rimarchevole di questa visione unitaria si ricava dall'impiego – nella traduzione in italiano degli atti normativi in esame – del termine «reato», che ben può dirsi utilizzato in modo atecnico, tanto se lo si misura sulla scorta dei principi dell'ordinamento penale domestico, quanto rispetto alla formulazione del Regolamento e della Direttiva in altre lingue ufficiali dell'UE¹⁸. Indipendentemente

¹⁶ C.E. PALIERO, “Materia penale” e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo: una questione classica e una svolta radicale, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1985, 894.

¹⁷ A. ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, 855, in particolare 869.

¹⁸ Si considerino le versioni inglese, francese e tedesca degli atti legislativi in esame, ove sono impiegate locuzioni non univocamente connotate in chiave penalistica, ma piuttosto allusive all'illecito in senso ampio, che soltanto se caratterizzato da gravità impone l'adozione di sanzioni penali: il testo del Considerando (8) in lingua inglese contiene l'espressione «*serious market abuse offences*», mentre in francese si parla di «*formes graves d'abus de marché*» e in tedesco di «*schweren Verstößen im Bereich des Marktmissbrauchs*». I termini “*offences*” e “*Verstößen*” rientrano per vero nel campo semantico di “violazioni” non ulteriormente qualificate, laddove il vocabolo francese “*formes*” ha portata ancor più generica, colorandosi di illiceità (non necessariamente penale) per effetto dell'attributo “*graves*” e del riferimento all’“*abus de marché*”. Come ognuno vede, nessuna delle varianti linguistiche considerate è riportabile a quella italiana, atteso che la parola “reato” ha univoca valenza penalistica e nel contesto in esame – per rendere in modo adeguato la *ratio* del provvedimento – si sarebbe dovuto impiegare il lemma “illecito” (analogamente ai modelli inglese e tedesco), ovvero un'espressione più generica come “*ipotesi*”

dalla correttezza lessicale della versione italiana, è interessante osservare che, a mente del *Considerando* (8) Dir. 57/2014, per i fatti qualificati come «reati gravi» l'introduzione di sanzioni *penali* è essenziale, sicché per implicazione necessaria si deduce che si devono ammettere fatti (o, attecnicamente, “reati”) meno gravi, che potrebbero trovare nella sanzione amministrativa la concreta risposta punitiva.

Anticipando qui l'esito di questa notazione (cfr *infra*, § 2.1.), si osservi che, stando al legislatore eurounitario, le sanzioni *penali* dovranno essere obbligatoriamente previste dagli Stati membri per «i casi gravi (...) se commessi con dolo»¹⁹ e dovranno consistere nella detenzione²⁰ (della quale viene addirittura indicata la misura minima del massimo edittale), mentre per i fatti meno gravi potranno essere contemplate sanzioni e misure amministrative (tipologie, queste ultime, peraltro dettagliatamente elencate dall'art. 30 Reg. 596/2014).

Ben oltre il dato linguistico, è il profilo sostanziale che riconduce a un dato di fondo primario e fondante: il territorio dell'abuso di mercato – così come concettualmente definito – merita nella prospettiva del legislatore eurounitario una reazione sanzionatoria punitiva, che dovrà articolarsi, sempre secondo la cogente indicazione del Regolamento e della Direttiva, secondo un paradigma all'apparenza semplice e lineare: ai fatti illeciti (i «reati» come vengono univocamente chiamati nella versione italiana degli atti ora ricordati) caratterizzati da una maggior gravità (e commessi con dolo²¹) dovrà applicarsi la sanzione penale intesa come pena detentiva, mentre alle altre violazioni potrà essere riservata la sanzione amministrativa (pur sempre di natura punitiva e, in quanto tale, rientrante nella comune “materia *penale*” secondo l'insegnamento delle Corti europee²², che sembra peraltro accolto anche dal Giudice delle leggi italiano²³).

(sulla scia della variante francese), ciò che avrebbe consentito di cogliere il *dictum* normativo in tutta la sua portata. La questione – che a ben vedere non determina problemi sistematici insormontabili – può essere risolta solo in via interpretativa, in quanto per l'ordinamento domestico fa fede il testo pubblicato in Gazzetta Ufficiale UE nella rispettiva lingua nazionale (ai sensi del combinato disposto degli artt. 297 TFUE e 5 Reg. 1/1958), attesa la pluralità di lingue ufficiali dell'UE (*id est* quelle di tutti gli Stati membri). Non resta che prendere atto della sciattezza e della superficialità dei redattori del testo italiano, ai quali è evidentemente ignoto il lessico giuridico-penale.

¹⁹ Esplicito in questo senso il dettato del *Considerando* (10) Dir. 57/2014, che impone agli Stati membri «di considerare come reati almeno i casi gravi di abuso di informazioni privilegiate, di manipolazione del mercato e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate», disposizione fra l'altro suggestiva anche della differenziazione secondo il canone della gravità delle condotte da sottoporre alle diverse tipologie di sanzione.

²⁰ Dal *Considerando* (16) Dir. 57/2014 si ricava agevolmente che la pena detentiva è obbligatoriamente richiesta dal legislatore eurounitario come sanzione per i «reati gravi» in materia di abusi di mercato.

²¹ Da segnalare, tuttavia, che, alla luce del *Considerando* (21) Dir. 57/2014, agli Stati membri è concessa facoltà di prevedere sanzioni *penali* (*id est*: la pena detentiva) anche nel caso di manipolazione del mercato «commessa con colpa grave o negligenza».

²² Sul concetto di “*matière pénale*” in ambito CEDU si veda, per tutte, [Corte EDU, II sez., sent. 4 marzo 2014, Grande Stevens c. Italia](#) (ric. n. 18640, 18647, 18663, 18668 e 18698/2010); per la medesima nozione nel contesto eurounitario cfr invece [Corte Giust. UE \(gr. sez.\), 26 febbraio 2013, Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson \(C-617/10\)](#).

Senza scadere in un nominalismo dal diverso oggetto, è ben chiaro che il dualismo è destinato a riemergere di fronte all'alternativa sanzione penale/sanzione amministrativa, coppia foriera di molteplici dubbi e incertezze²⁴ e che proprio una visione unitaria dell'apparato sanzionatorio (almeno nel settore dell'abuso di mercato) potrebbe permettere di sciogliere definitivamente, ammettendo – pianamente e semplicemente – che al cospetto di sanzioni di portata afflittiva e intimidativa si è sempre in presenza (quanto alle dovute garanzie) di “materia penale”.

2.1. L'ampia nozione di “materia penale”.

Prima di procedere nell'esame della ventura disciplina dell'abuso di mercato e del (forse inesistente) doppio binario sanzionatorio, conviene una breve divagazione di carattere generale.

In principio sta il rilievo che, vertendosi in un ambito convenzionale, ai termini vengono assegnati significati che dipendono dal (sono funzione del) contesto di riferimento. Sicché il loro valore denotativo (ovvero: il campo semantico al quale ciascuno d'essi rimanda) muta al variare del contesto di riferimento.

Così nell'ordinamento italiano (e, in genere, nei sistemi di *civil law*) il termine *reato* ha una denotazione rigida e la sua definizione concettuale ha carattere eminentemente formale, dipendendo da una precisa disposizione del codice penale,

Tali decisioni concernono l'osservanza del principio del *ne bis in idem* – sancito tanto dalla Convenzione europea dei diritti dell'uomo (art. 4 prot. 7), quanto dall'art. 50 CDFUE – in casi nei quali un dato ordinamento giuridico contempla per il medesimo fatto una duplice risposta sanzionatoria (penale *stricto sensu* e amministrativa): l'approccio comune alle due giurisdizioni sovranazionali consiste in una valutazione concreta delle misure afflittive, del tutto sganciata dalle “etichette” assegnate dal legislatore nazionale. Le implicazioni del “dialogo” tra le Corti e le ricadute in ambito domestico sono tuttavia controverse, non solo nella prospettiva *de iure condendo*, ma anche *de iure condito*: in argomento v. F. VIGANÒ, [Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?](#), in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 3-4/2014, 219 ss.; G.M. FLICK, *Il principio di legalità: variazioni sul dialogo fra Corte di Giustizia, Corte Europea dei Diritti dell'Uomo e Corte costituzionale italiana*, in *Riv. AIC*, 4/2014; nonché, da ultimo, A. MASSARO, [Europeizzazione del diritto penale e razionalizzazione del sistema sanzionatorio: il superamento dei “doppi binari” nazionali nel segno sostanzialistico-funzionale della “materia penale”](#), in questa *Rivista*, 15 luglio 2015.

²³ Si veda in questo senso Corte cost., sent. 14-18 aprile 2014, n. 104, pres. Silvestri, red. Napolitano, in *Giur. cost.*, 2014, 1847, che conferma il principio già espresso dalla stessa Corte costituzionale (sent. n. 196/2010) secondo il quale «tutte le misure di carattere punitivo-afflittivo devono essere soggette alla medesima disciplina della sanzione penale in senso stretto».

²⁴ Si pensi, soltanto per esemplificare, al dibattito conseguito alla decisione della Corte EDU *in re* Grande Stevens, cit.: cfr. oltre ai lavori richiamati in nota 22, G.M. FLICK, V. 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 *Riv. soc.*, 2014, 953 ss.; A. ALESSANDRI, *Prime riflessioni*, cit., 855 ss.; A.F. 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 questa *Rivista*, 9 marzo 2014; G. DE AMICIS, [Ne bis in idem e “doppio binario” sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza “Grande Stevens” nell'ordinamento italiano](#), in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 3-4/2014, 201 ss.

esclusivamente polarizzata sulla tipologia delle sanzioni previste (anch'esse formalmente definite secondo una precisa tassonomia). Da tale rigida classificazione dipende poi, in modo non equivoco, la connotazione di quanto – stando al vigente assetto ordinamentale – si definisce “materia penale”²⁵.

Ben diversamente si atteggia il legislatore eurounitario, nelle disposizioni del quale – almeno in materia di *market abuse* – riecheggiano i principi fondamentali²⁶ e l'interpretazione della Corte europea dei Diritti dell'Uomo (già a partire dalla risalente e fondativa decisione della Corte EDU *in re Öztürk*²⁷): la “materia penale” non è quella designata sulla base di un dato formale (ovviamente variabile da ordinamento a ordinamento, a seconda degli indici assunti per la caratterizzazione), ma, piuttosto, quella che si identifica per il carattere afflittivo/intimidativo della sanzione.

Soltanto per le più gravi fra le condotte illecite (comunque tutte appartenenti alla comune “materia penale”), il legislatore eurounitario stabilisce che i singoli legislatori nazionali debbano prevedere la pena detentiva, considerata suggello proprio delle violazioni connotate da un maggior disvalore (e commesse con dolo).

Stabilisce infatti in modo non equivoco il *Considerando* (16) Dir. 57/2014: «*affinché le sanzioni previste per i reati di cui alla presente direttiva [id est: per le condotte più gravi, stando alle indicazioni altrove esplicitamente espresse dal Reg. 596/2014 e dalla Direttiva medesima] siano effettive e dissuasive, è opportuno che la presente direttiva preveda un livello minimo per la pena detentiva massima*».

Ancora anticipando le conclusioni cui si perverrà in conclusione del corrente paragrafo, alla detenzione il legislatore eurounitario affida il ruolo di sanzione elettiva in relazione ai fatti «*gravi*», tipologia sanzionatoria bensì imposta, ma la cui specifica previsione all'interno dei singoli ordinamenti nazionali viene demandata – per così dire fisiologicamente – ai legislatori di ciascuno Stato membro, senza che ciò faccia smarrire l'unitarietà del sistema punitivo e la comune qualificazione di “materia penale” da riconoscersi anche alle sanzioni “amministrative” (ivi comprese quelle stabilite in modo analitico e dettagliato dal Regolamento 596/2014²⁸).

²⁵ Sugli incerti confini della materia penale in Italia v. le insuperate considerazioni di C. PEDRAZZI, (*voce*) *Diritto penale*, in *Dig. disc. pen.*, IV, Torino, 1990, pp. 64 ss., ora in ID., *Diritto penale*, I, cit., 147 ss. Nella manualistica è tuttora dominante il criterio “nominalistico”, in base al quale è reato il fatto cui la legge ricollega una “pena”, salvo dibattere sull'accezione di quest'ultimo lemma: nel senso di riconoscere funzione “identificativa” alle sole sanzioni principali v. G. MARINUCCI, E. DOLCINI, *Manuale di diritto penale*, 4^a ed., Milano, 2012, 159; *contra* G. FIANDACA, E. MUSCO, *Diritto penale*, P.G., 7^a ed., Bologna, 2014, 3, secondo cui anche le misure di sicurezza costituiscono sanzioni “penali”.

²⁶ Espressamente il *Considerando* (77) Reg. 596/2014 afferma il rispetto dei «*diritti fondamentali*» e l'osservanza dei «*principi riconosciuti nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea*»

²⁷ Corte EDU, sent. 21 febbraio 1985, *Öztürk c. Germania*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1985, 894, con nota di C.E. PALIERO, “*Materia penale*”, cit.

²⁸ Esemplari e illuminanti in proposito le previsioni dell'art. 30 Reg. 596/2014 (*Sanzioni amministrative e altre misure amministrative*), che recano un dettagliato e particolareggiato catalogo di sanzioni pecuniarie stabilite in relazione a specifiche e determinate violazioni a precetti del Regolamento stesso (cfr § 1), nonché un altrettanto dettagliato elenco di sanzioni per la più parte interdittive, egualmente riferite – seppur in modo meno preciso – a infrazioni al Regolamento (cfr § 2).

Il semplice raffronto degli insiemi, che vengono a costituirsi a partire dalle due differenti accezioni nelle quali la nozione di “materia *penale*” può essere intesa (assegnando all’aggettivo *penale*, rispettivamente, una portata denotativa in senso formale e rigido, ovvero in senso sostanziale e ampio), mostra all’evidenza come sia il contesto di riferimento a determinare non soltanto il significato del medesimo termine linguistico impiegato, ma anche a condizionare – conseguentemente e ineluttabilmente – l’ambito dimensionale di ciascun insieme sotteso al termine linguistico stesso (manifesto essendo che quello designato dall’aggettivo pregnante *penale* secondo il valore che gli è proprio per l’ordinamento italiano è minore e comunque integralmente compreso nel maggior insieme che si forma attribuendo al medesimo termine – *penale* – la valenza conferitagli dalla giurisprudenza delle Corti europee).

La tentazione – forte – è quella di dire che, al fondo, si è in presenza di un problema linguistico, oltre il quale stanno senz’altro componenti assiologiche e storiche bensì rilevanti, ma che probabilmente meriterebbero oggi d’essere riconsiderate: l’economia del presente intervento non autorizza altro che un’ulteriore rapida notazione.

La caratterizzazione formale e rigida della nozione di (materia) *penale* propria dell’ordinamento italiano reca con sé indubbiamente una maggiore precisione e determinatezza e assicura che tutte le garanzie proprie del *ius terribile* assistano il cittadino nel momento dell’applicazione di sanzioni fortemente afflittive e (anche solo potenzialmente) limitative della libertà personale. Ciò che ha una precisa spiegazione storica e che al contempo segna (e ha segnato) l’evoluzione delle discipline penalistiche.

Ma a una riflessione forse meno ortodossa e meno tradizionale, il vincolo formale nel quale consiste la designazione della “materia *penale*” secondo l’ordinamento italiano (e quelli consimili) rischia di diventare troppo angusta e, per qualche verso, persino contraddittoria con quell’esigenza di garanzia che ne costituì il fondamento e la scaturigine.

Si pensi dapprima alla coppia *sanzione pecuniaria amministrativa/multa o ammenda*: la difficoltà di spiegarne la differenza sostanziale ben può essere contenutisticamente fronteggiata facendo appello, da un lato, alle conseguenze derivanti dal mancato pagamento di queste ultime rispetto all’omologa sanzione amministrativa e, dall’altro, alla circostanza che la condanna alla multa o all’ammenda dà luogo a un precedente comunque rilevante.

Ma se si guarda al profilo dell’efficienza affittiva/intimidativa di un tal genere di sanzione (penale o amministrativa che sia), la questione sembra porsi in modo affatto diverso.

Si tralasci pure il rilievo, meramente teorico, che, a seguito della fondamentale legge di depenalizzazione n. 689 del 1981, il legislatore nazionale non avrebbe più dovuto – per ragioni di coerenza logico-sistematica – comminare in via esclusiva le pene della multa e dell’ammenda e si assegni peraltro peso marginale alla circostanza che, in forza dell’istituto dell’oblazione, l’ammenda si traduce in concreto in una sanzione amministrativa di egual specie (posto che l’effetto estintivo sul reato elimina le conseguenze cui s’è fatto appena sopra cenno): anche indipendentemente

dall'influenza che le notazioni ora sintetizzate potrebbero avere sul discorso che si vien facendo, è difficile negare che l'efficienza della sanzione pecuniaria (comunque denominata) dipende dal dato intrinseco costituito dalla sua misura, la cui entità non può non essere determinata (o dovrebbe esserlo) anche (e soprattutto) in funzione del reddito/condizioni economiche del reo.

Come ognuno vede, un dato dimensionale, quantitativo, del tutto indifferente rispetto al *nomen* della sanzione e alle ascendenze d'essa. Tanto più che uno dei problemi (forse: *il problema*) della sanzione pecuniaria e dell'efficienza (retributiva e preventiva) della stessa²⁹ sta proprio nella sua configurazione edittale e nella sua concreta commisurazione, in modo che possa risultare effettivamente afflittiva³⁰ in necessario rapporto alle condizioni economiche del condannato (ciò che contribuirebbe a togliere alla sanzione pecuniaria l'altrimenti inaccettabile marchio "classista").

Ma v'è di più, ben di più, se si trasferisce l'attenzione alle sanzioni interdittive (le «*misure amministrative*», come le chiama il Regolamento³¹). Che l'interdizione, temporanea o permanente³², ovvero qualsiasi altra forma di limitazione dell'esercizio di una attività o della possibilità di ricoprire determinate funzioni, incarichi o ruoli non si risolva in una compressione della libertà personale, appare affermazione a dir poco azzardata.

Comunque la si chiami (pena criminale in senso proprio, accessoria o principale, sanzione o misura amministrativa), essa si traduce in un vincolo potente di uno dei momenti (l'attività lavorativa) nei quali si estrinseca il più generale diritto di libertà della persona umana. A meno di non ritenere che il diritto di libertà si sostanzi (e si riduca) alla libertà "fisica", intesa come assenza di barriere agli spostamenti nello spazio, in una prospettiva coerente con una visione custodiale del diritto penale.

Che nessuno possa sensatamente dubitare del diverso grado di afflittività della reclusione carceraria, o anche soltanto domiciliare, rispetto a qualsivoglia forma di inibizione (temporanea o permanente) da attività *lato sensu* lavorative, non sembra tuttavia argomento bastevole a privare quest'ultima tipologia di sanzioni della caratteristica d'essere limitative della libertà personale, quand'anche in grado minore di quelle detentive.

²⁹ La dottrina italiana denuncia da tempo le inefficienze e l'incoerenza della vigente disciplina della pena pecuniaria, auspicandone un'incisiva riforma per effetto della quale eliminare in primo luogo la disparità di trattamento connessa a cornici edittali "a somma complessiva", indifferenziate per la totalità dei consociati, risultando invece preferibile l'adozione di modelli a "tassi giornalieri", secondo l'impostazione di altri ordinamenti (in particolare quello tedesco) e già applicata nel sotto-sistema punitivo degli enti ex d. lgs n. 231/2001. Cfr E. DOLCINI, *Riforma della parte generale del codice e rifondazione del sistema sanzionatorio penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2001, 823 ss.; G. MARINUCCI, *Problemi della riforma del diritto penale in Italia*, in *Diritto penale in trasformazione*, a cura di G. Marinucci, E. Dolcini, Milano, 1985, p. 358; C. DE MAGLIE, *Ha un futuro l'attuale modello di pena pecuniaria?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1988, 665.

³⁰ Adempiendo così anche alle altre funzioni che di una pena sono proprie.

³¹ Cfr Reg. 596/2014, *Considerando* (71) e art. 30, §§ 1 e 2 (quest'ultimo enumera dettagliatamente le misure "amministrative").

³² Si vedano, ad esempio, le previsioni dell'art. 30, § 2, lett. e), f) e g) Reg. 596/2014.

Sicché, ragionando da quest'ultimo punto di vista (e, segnatamente, con riguardo alle sanzioni interdittive), la denotazione formale della "materia penale" non sembra assicurare – e non lo assicura per certo nella ormai consolidata interpretazione delle Corti europee – un criterio soddisfacente con riguardo al versante delle garanzie che debbono presiedere al (e presidiare il) momento della irrogazione di una sanzione dal contenuto afflittivo/intimidativo (e qualche dubbio finisce con l'apparire legittimo anche rispetto all'ordinamento interno, considerando, fra l'altro, recenti arresti della Corte costituzionale³³).

Né al legislatore eurounitario sembra essere sfuggito un profilo ulteriore, che pure inerisce per essenza alla "materia penale", costituendo – a ben vedere – l'estremo sostanziale della funzione di garanzia del principio di legalità, tipico, per l'appunto, della "materia penale": colto nel profilo della precisione e della determinatezza della fattispecie, tale fondante estremo viene richiamato dal *Considerando* (6) Dir. 57/2014, quando sottolinea che «introducendo sanzioni penali (...) si stabiliscono confini chiari per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili» (sottolineatura aggiunta).

In sintesi: la formula "materia penale" designa nella prospettiva sovranazionale un insieme più ampio di quello che, secondo l'ordinamento domestico, è riconducibile alla medesima locuzione, perché i due ordinamenti (quello eurounitario e quello italiano) attribuiscono all'estremo qualificante (l'aggettivo *penale*) il diverso valore denotativo che s'è cercato di illustrare.

Ma nel presente contesto la prevalenza della normativa eurounitaria non sembra generare problemi: l'ampliamento (*rectius*: l'estensione) delle garanzie proprie della "materia penale" (intesa in senso ampio e sostanziale) anche ad ambiti che a tale nozione non sarebbero riconducibili secondo la caratterizzazione formale e rigida dell'ordinamento nazionale non importa infatti, posta la comunemente riconosciuta prevalenza del diritto eurounitario in senso favorevole al reo³⁴, il prodursi di situazioni deteriori per il cittadino (ma, al contrario, una espansione, un aumento dei suoi diritti di libertà).

Diversamente – come in alcuni casi prefigurati dalla Dir. 57/2014 – quando il legislatore eurounitario intende prescrivere l'adozione di norme che implicano la creazione di nuove fattispecie per le quali sia da comminare la pena detentiva³⁵ (ovvero l'allargamento dell'ambito di applicabilità di figure di reato già esistenti³⁶ o un

³³ V. ancora Corte cost., sentt. nn. 196/2010 e 104/2014, cit.

³⁴ Per l'incondizionata operatività e prevalenza del diritto eurounitario e dell'interpretazione "sovranazionalmente orientata" sulle disposizioni penali interne, allorché si determinino effetti *in bonam partem* v. G. FIANDACA, E. MUSCO, *Diritto penale*, cit., 75; G. MARINUCCI, E. DOLCINI, *Manuale*, cit., 46.

³⁵ Ai sensi dell'art. 3, § 3, Dir. 57/2014 gli Stati membri sono ad esempio tenuti a criminalizzare anche le condotte del c.d. *insider* secondario (*id est* chi ottiene informazioni privilegiate dall'"*insider* primario", cui i divieti penalmente sanzionati sono rivolti in prima battuta): v. *infra*, § 5.2.1..

³⁶ L'art. 5, § 2 Dir. 57/2014 considera manipolazione del mercato: «a) la conclusione di un'operazione, immissione di un ordine di compravendita, o qualsiasi altra condotta che: i) fornisce segnali falsi o fuorvianti relativi all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato». In senso del tutto analogo – e per vero con una serie di specificazioni che ulteriormente approfondiscono la

aggravamento sanzionatorio), è lo stesso legislatore eurounitario a operare attraverso lo strumento della direttiva, che – come ognuno sa – importa un atto legislativo di recepimento, indispensabile in quanto si è al cospetto di disposizioni destinate a limitare ambiti di libertà del cittadino (limitazione che può avvenire nel rispetto del principio di riserva di legge, costituzionalmente presidiato).

Illuminante nel contesto appare – soprattutto in relazione alle considerazioni svolte in tema di sanzioni interdittive – la ben netta e percepibile differenza di struttura del precetto contenuto nell’art. 30 Reg. 596/2014, a proposito delle sanzioni e misure amministrative previste per le infrazioni al Regolamento.

Ricordato che si verte in materia di condotte bensì illecite, ma meno gravi (i “reati meno gravi” per seguire la terminologia dei *Considerando* tanto del Regolamento quanto della Direttiva nella versione italiana) e che il Regolamento è *self-executing*, mentre il § 1 del menzionato art. 30 stabilisce le sanzioni pecuniarie per ciascuna specifica violazione, dettandone la misura massima [§ 2 lett. i) per le persone fisiche, lett. j) per quelle giuridiche], altrettanto dettaglio non si riscontra per le sanzioni interdittive (le «*misure amministrative*», sempre per dirla secondo il Regolamento), che sono elencate nel medesimo § 2 [lett. da d) a g)], ma la cui entità (la durata) è affidata all’intervento del legislatore del singolo Stato membro.

Sicché nell’eventuale inerzia di quest’ultimo, in violazione del disposto dell’art. 39, § 3, Reg. 596/2014, le sanzioni pecuniarie potrebbero trovare applicazione diretta a partire dal 3 luglio 2016 (data che il Regolamento – «*obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri*» – stabilisce per la propria applicazione) posta la sufficiente specificità della previsione, mentre altrettanto non potrebbe certamente dirsi con riguardo alle misure interdittive.

Quasi che il legislatore eurounitario, di fronte alla indiscutibile maggior incidenza di quest’ultima tipologia sanzionatoria sulla libertà del cittadino, abbia preferito affidare all’intervento normativo del singolo Stato membro il compito di provvedere a tale completamento dell’assetto punitivo in una prudente prospettiva di *self-restraint* al cospetto di una nozione di “*materia penale*” che inevitabilmente soffre della segnalata ambivalenza di significato, cui conseguono differenti contesti di riferimento per la disciplina applicabile.

Pur con le opportune e per certi versi doverose attenzioni e cautele cui s’è fatto cenno, alla nozione ampia e sostanziale di “*materia penale*”, atta a comprendere i fatti puniti con sanzioni afflittive con finalità intimidative e in funzione di prevenzione

rilevanza della componente comunicazionale dell’operazione – si esprime l’art. 12, § 1, Reg. 596/2014. Evidente l’ampliamento della sfera del penalmente rilevante sotteso alle richiamate previsioni: nella vigente disciplina italiana in materia di abusi di mercato un’informazione “fuorviante” integra l’illecito amministrativo previsto dall’art. 187-ter d. lgs n. 58/1998, non potendo – in mancanza di adeguata attitudine ingannatoria – dare vita alla figura delittuosa di *Manipolazione del mercato* (art. 185 d. lgs cit.), neppure nell’ipotesi “di chiusura” di quest’ultima disposizione incriminatrice (*id est* “altri artifici”). Sul punto sia consentito rinviare a F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell’ente e l’informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2008, 823 ss.; nonché ID., (sub) Art. 185, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Torino, 2012, 2403 ss.

generale e speciale, sembrano conformarsi tanto il Regolamento 596/2014 quanto la Direttiva 57/2014.

Proprio la disciplina dettata per i «*reati gravi*» da un lato conferma l'unitarietà del sistema prefigurato dal legislatore eurounitario e, dall'altro, mostra l'attenzione con la quale lo stesso si è mosso, tenendo conto ad un tempo della ampiezza della nozione di "materia *penale*" e dei riflessi che essa nelle specificità dei singoli ordinamenti nazionali.

Per i «*reati gravi*» (almeno per essi), qualora commessi con dolo, gli Stati membri dovranno infatti prevedere sanzioni *penali* in senso stretto (tali denominate secondo la qualificazione propria di ciascuno Stato), comunque consistenti (anche) nella pena detentiva (della quale la Direttiva indica persino la misura minima del massimo edittale), mentre per quelli "meno gravi" *dovranno/potranno* essere contemplate sanzioni e misure amministrative, fermo restando che – come s'è visto – per una serie di infrazioni al Regolamento, lo stesso prevede già una articolata tabella punitiva che fornisce ai legislatori nazionali un paradigma di riferimento segnatamente stringente (con l'eventualità di una possibile, quantunque problematica, applicazione diretta delle sole sanzioni pecuniarie amministrative stabilite dal Regolamento in caso di inosservanza dell'art. 39, § 3, da parte di uno Stato membro).

3. Verso un sistema sanzionatorio unitario.

Invece che di un impianto a "doppio binario", dove il medesimo fatto (la medesima fattispecie?) è assoggettata a due diverse sanzioni (una penale e l'altra amministrativa, secondo una nomenclatura tradizionale e legata allo schema definitorio formale e rigido, tuttavia entrambe rientranti nella "materia *penale*" in base a una definizione sostanziale e ampia), l'assetto che sembra emergere dal complesso integrato costituito dal Regolamento 596/2014 e dalla Direttiva 57/2014 suggerisce l'idea di un sistema unitario, improntato a una sorta di gradualismo, nel quale le sanzioni massime (quelle per le condotte maggiormente offensive: cioè per i «*reati gravi*» se commessi con dolo³⁷) debbono consistere necessariamente (anche) nella detenzione e debbono essere classificate come *penali* secondo i singoli ordinamenti nazionali (in relazione alla portata stigmatizzante riconosciuta a tal genere di comminatoria³⁸).

I comportamenti caratterizzati da un minor grado di pericolosità o di lesività (per differenza, mantenendo il linguaggio della versione italiana della legislazione eurounitaria, i "reati meno gravi"), fra i quali vanno compresi quelli tipizzati dal

³⁷ Ferma la possibile eccezione per le manipolazioni di mercato, eventualmente punibili come «*reati gravi*» anche se commesse per colpa: cfr *Considerando* (21) Dir. 57/2014.

³⁸ V. in proposito l'esplicita indicazione del *Considerando* (6) Dir. 57/2014, che connette alla comminatoria della sanzione penale (nel caso: della pena detentiva, secondo l'espressa previsione dell'art. 7, §§ 2 e 3, Dir.) la funzione di trasmettere «*al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti [id est: "le forme gravi di abusi di mercato"] sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti*».

Regolamento e non connotati in termini di gravità, potranno invece trovare reazione adeguata in sanzioni pecuniarie e misure interdittive, invariabilmente ricomprese nella comune “materia penale”, indipendentemente dall’etichetta *stricto sensu* penalistica o amministrativa applicata dal legislatore nazionale.

Il sistema unitario improntato a un gradualismo sanzionatorio collegato alla gravità del fatto/fattispecie sembra, almeno a prima vista e sul versante della sua astratta configurazione, efficiente rispetto alla doverosa osservanza del superiore principio del *ne bis in idem*, soprattutto alla luce della ormai consolidata interpretazione delle Corti in tema di “materia penale”.

Nella prospettiva di evitare che per il medesimo fatto vengano in concreto congiuntamente irrogate sanzioni afflittivo/intimidative con funzione di prevenzione (generale o speciale) – per ciò rientranti nella “*matière pénale*”, cui accede il vincolo del *ne bis in idem* –, risulterebbe idoneo un sistema che assegni la pena *criminale* (detentiva ed eventualmente altre così formalmente denominate dai legislatori degli Stati membri) soltanto per alcune condotte e sanzioni *amministrative* (tipologicamente riconducibili, ad esempio, a quelle pecuniarie, interdittive e di altro genere contemplate dall’art. 30 Reg. 596/2014) per altri comportamenti.

Come s’è anticipato tale canone potrebbe consistere nella *gravità* del fatto, accompagnato dalla tinta dolosa dell’atteggiamento psicologico che deve colorare le condotte integranti i «reati gravi» di cui discorre il *Considerando* (8) Dir. 57/2014, con la conseguente assegnazione della sanzione *penale* ovvero *amministrativa* (nel senso sopra precisato) rispettivamente ai fatti tipici in ragione del loro maggiore o minore disvalore, ferma restando la comune appartenenza delle sanzioni in discorso alla “materia penale”.

Depone univocamente in tal senso il *Considerando* 23 Dir. 57/2014, che, ribadendo la “prevalenza” della reazione *penale*³⁹ per le «condotte illecite commesse con dolo (...) almeno nei casi gravi»⁴⁰, segnala che per le violazioni del Regolamento (si ricordi: direttamente applicabile) le sanzioni potranno essere irrogate «senza che sia comprovato il dolo o che gli illeciti siano qualificati come gravi»⁴¹.

3.1. Il ruolo del *ne bis in idem* nell’ammagliatura normativa sovranazionale.

Proprio dal richiamato *Considerando* (23) emerge l’attenzione del legislatore eurounitario al rispetto del principio del *ne bis in idem*: la struttura della parte ora

³⁹ Il *Considerando* (23) Dir. 57/2014 precisamente dispone che le condotte gravi commesse con dolo debbano essere «punite conformemente alla presente direttiva», che per tali ipotesi prevede appunto sempre la pena detentiva, indicandone persino il minimo della misura massima che deve essere comminata (cfr art. 7 Dir. 57/2014). In termini egualmente espliciti il *Considerando* (10) della medesima Direttiva, che impone agli Stati membri l’obbligo di «considerare come reati almeno i casi gravi di abuso di informazioni privilegiate, di manipolazione del mercato e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate, quando sono commessi con dolo».

⁴⁰ *Considerando* (23) Dir. 57/2014.

⁴¹ *Ibidem*.

riassunta della disposizione mette in chiara evidenza che fra gli illeciti in considerazione e le sanzioni per gli stessi previste (comunque denominati – illeciti e sanzioni – sul piano meramente formale) può determinarsi un rapporto di identità del fatto, potenzialmente foriero della violazione del ricordato superiore principio nel momento della applicazione delle sanzioni.

Lo sviluppo del dettato normativo è sul punto non equivoco: «*nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione delle 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*»⁴².

Né deve meravigliare che l'onere di tale doverosa osservanza venga in sostanza spostato sul legislatore nazionale: se si pone mente alla circostanza che la direttiva necessita comunque di un atto legislativo di recepimento, è in tale fase che deve essere data concreta attuazione al canone ribadito dal *Considerando* (23).

In altri termini, tocca al legislatore di ciascuno Stato membro recepire le indicazioni della Direttiva concernenti le singole fattispecie punibili con la reclusione, in modo tale che le condotte integratrici di tali ipotesi non contemplino il medesimo fatto previsto da quelle costitutive degli illeciti riprovati dal Regolamento e per le quali quest'ultimo prevede sanzioni e misure amministrative, garantendo per tal modo che l'assetto normativo risultante dal recepimento della Direttiva e dalle disposizioni del Regolamento (oltre che, ovviamente, da quelle amministrative interne preesistenti) «*non violi il principio del ne bis in idem*».

Come si cercherà di mostrare, la Direttiva per vero s'incarica di individuare elementi suggestivi del criterio discretivo polarizzato sulla gravità⁴³, cercando così di fornire ai legislatori nazionali un parametro univoco per tale differenziazione, sebbene il risultato non sembri – almeno a prima vista – perspicuo e particolarmente efficiente rispetto allo scopo: ma tale pur ridotta attitudine dei “suggerimenti” alla bisogna (che è giudizio sul merito) non incrina il valore e la portata di ordine sistematico deducibili dalla prescrizione di carattere metodologico cui s'è fatto riferimento.

Retrostante alla distinzione fondata sulla diversa gravità sta il canone informatore costituito dall'esigenza di rispettare il superiore precetto del *ne bis in idem*, che circolarmente può trovare soddisfacente attuazione nella comminatoria di sanzioni diversificate in ragione della modulazione dei tipi descrittivi dei fatti illeciti secondo il grado della rispettiva offensività.

In questo contesto si colloca il dettato dell'art. 30, § 1, co. 2, Reg. 596/2014, che esplicitamente dispone che «*gli Stati membri possono decidere di non stabilire norme relative alle sanzioni amministrative*» previste al comma 1 del medesimo art. 30, § 1, per le violazioni al Regolamento (si badi: si tratta di tutte le violazioni al Regolamento), se dette violazioni «*sono già soggette a sanzioni penali, nel rispettivo diritto nazionale entro il 3 luglio 2016*».

⁴² Così il *Considerando* (23) Dir. 57/2014.

⁴³ Si vedano, in proposito, i *Considerando* (10), (11) e (12) Dir. 57/2014.

Al di là dell'ennesima conferma della precedenza accordata al *penale* da parte del legislatore eurounitario in materia di abusi di mercato, la regola sembra esprimere una ulteriore indubbia indicazione: qualora gli ordinamenti nazionali già prevedano sanzioni *penali* per condotte illecite corrispondenti a quelle contemplate dal Regolamento, le sanzioni e le misure amministrative, pur tassativamente stabilite come cogenti dal Regolamento, perdono il carattere dell'obbligatoria introduzione negli ordinamenti interni.

Si badi: ciò vale anche nel caso nel quale disposizioni di tale genere vengano introdotte prima della data di applicazione del Regolamento medesimo (cioè prima del 3 luglio 2016). Stando allo specifico dato normativo e all'assetto complessivo (che impone come minimale l'opzione "penalistica" dettagliata nella Direttiva, lasciando ai singoli legislatori la facoltà di estendere una eventuale più severa reazione anche a casi meno gravi), ben si può infatti ipotizzare che uno Stato membro decida di comminare pene detentive (*id est*: sanzioni *penali* in senso stretto anche nell'ottica della Direttiva) per alcune (o anche per tutte) le infrazioni al Regolamento, nel tempo intercorrente fra l'entrata in vigore di quest'ultimo (2 luglio 2014⁴⁴) e la sua applicabilità (3 luglio 2016⁴⁵), data entro la quale gli Stati membri devono adottare le misure necessarie a conformarsi, fra gli altri, al ricordato art. 30 Reg. 596/2014⁴⁶.

In siffatta ipotesi le eventuali nuove fattispecie avrebbero come paradigma di riferimento proprio i precetti del Regolamento, puniti non già con le sanzioni e con le misure *amministrative* stabilite dal più volte rammentato art. 30, § 1, Reg. 596/2014, bensì con quelle più gravi (eventualmente anche detentive) decise dallo Stato membro all'interno della facoltà ammessa di irrogare sanzioni anche maggiormente severe di quelle indicate (comunque come minime) in modo vincolante dal legislatore eurounitario.

Preme notare come, in siffatta prospettiva, l'esigenza di preservare il rispetto del principio del *ne bis in idem* abbia indotto alla rinuncia della altrimenti cogente comminatoria delle conseguenze afflittive stabilite dal Regolamento: nel caso da ultimo congetturato la duplicazione delle sanzioni (comunque partecipate della "materia *penale*") per il medesimo fatto (e, magari, per una molteplicità di medesimi fatti) avrebbe finito con il presentarsi come esito pressoché inevitabile.

Letto in trasparenza [o, più esattamente, tenendo conto dell'esplicita avvertenza conclusiva del *Considerando* (23) della Direttiva⁴⁷], il complesso delle indicazioni deducibili dalle richiamate disposizioni della Direttiva e del Regolamento mira a scongiurare un rischio ben preciso, che consiste propriamente in ciò: evitare che gli ordinamenti degli Stati membri, riportandosi senza sufficiente vaglio critico alle

⁴⁴ Il Regolamento entra in vigore il ventesimo giorno successivo alla sua pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea (12 giugno 2014): così art. 39, § 1, Reg. 596/2014.

⁴⁵ Cfr art. 39, § 2, Reg. 596/2014.

⁴⁶ Cfr art. 39, § 3, Reg. 596/2014.

⁴⁷ Espressamente il *Considerando* (23) Dir. 57/2014 prescrive che Stati membri garantiscano che «l'irrogazione di sanzioni penali per i reati di cui alla presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) 596/2014 non violi il principio del *ne bis in idem*».

articolate e fra loro strettamente interconnesse disposizioni della Direttiva e del Regolamento descrittive di condotte illecite, finiscano con il dar vita – ciascuno al loro interno – a sotto-sistemi paralleli in materia di abusi di mercato, con duplicazione delle sanzioni (variamente denominate, ma tutte riportabili alla nozione sostanziale di “materia penale”) da applicare a fatti illeciti fra loro identici, con conseguente violazione del principio del *ne bis in idem*.

Distonico rispetto al quadro che fin qui sembra plausibilmente emergere il *Considerando* (72) Reg. 596/2014, che non preclude in modo tassativo agli Stati membri la possibilità di prevedere «regole per sanzioni amministrative oltre che sanzioni penali per le stesse infrazioni» (il riferimento è alle infrazioni al Regolamento stesso). Esaminata però nel suo complesso la disposizione, la dissonanza è assai minore di quanto appaia a una lettura d’acchito.

La struttura sintattica della frase (che esordisce con la concessiva introdotta da «anche se», per concludersi con la proposizione che esprime l’alternativa preferita) rende agevole la conclusione che la soluzione verso la quale si indirizza il legislatore eurounitario è nel senso che «gli Stati membri non dovrebbero essere tenuti» a prevedere sanzioni amministrative per le «violazioni riguardanti il presente Regolamento» quando tali violazioni «sono già soggette al diritto penale nazionale, entro il 3 luglio 2016».

Non può sfuggire che la formulazione del *Considerando* in discorso rimanda significativamente al già illustrato art. 30, § 1, co. 3, Reg. 596/2014, che esprime un concetto del tutto analogo in una fattura linguistica diversa (e per questo meno equivoca): la disposizione da ultimo ricordata stabilisce infatti il venir meno della sua stessa portata cogente per il legislatore nazionale, in ordine all’obbligo di adeguare l’ordinamento interno in modo da garantire l’applicabilità delle sanzioni e delle misure amministrative sancite per le infrazioni al Regolamento, quando per tali infrazioni siano già comminate sanzioni penali in vigore prima del 3 luglio 2016.

Le assonanze concettuali fra le due regole [dettate rispettivamente dalla prima parte del *Considerando* (72) e dal secondo comma del § 1 dell’art. 30 del medesimo Regolamento] lasciano supporre una propensione comunque evidente a favore di assetti normativi scevri da duplicazioni sanzionatorie (e quindi immuni dal rischio di violare il canone del *ne bis in idem*), anche se il nitore della scelta si offusca per una formula espressiva sicuramente dubbia.

Rimane ovviamente la questione posta dalla concessiva iniziale, secondo cui «nulla osta» alla previsione di «regole per sanzioni amministrative oltre che penali per le stesse infrazioni»: un «nulla osta» che, quantunque attenuato dalla esplicita indicazione verso l’opzione di segno opposto, sembra smentire l’altrove ripetutamente ribadita esigenza di garantire il rispetto del superiore principio del *ne bis in idem*, la valenza del quale non trova per vero limitazione alcuna all’interno della “materia penale” così come ormai definita dalla giurisprudenza delle Corti europee (e non soltanto, se si ha riguardo ai ricordati precedenti della Corte costituzionale⁴⁸).

⁴⁸ V. Corte cost., sentt. n. 196/2010 e 104/2014, cit.

In via di congettura, si può forse avanzare l'ipotesi che ancora una volta il legislatore eurounitario abbia preferito un prudente *self-restraint* rispetto alla complessità variegata degli ordinamenti nazionali (soprattutto in relazione alla disciplina *penale* in senso stretto, secondo la qualificazione propria di ciascuno d'essi). Ne è elemento sicuramente suggestivo la clausola che immediatamente segue la prima parte del *Considerando* (72), che s'è fin qui commentata. Dispone infatti tale successiva clausola che «*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*»⁴⁹.

Detto che ancora una volta la frase d'esordio ribadisce la non obbligatorietà della previsione congiunta di sanzioni amministrative e penali (ovviamente per il medesimo illecito), una simile possibilità è consentita a condizione che ciò sia ammesso dall'ordinamento interno: come dire che, ferma l'opzione eurounitaria per la non duplicazione delle sanzioni, qualora l'ordinamento nazionale renda praticabile un simile assetto, lo Stato membro può darvi corso, restando ovviamente a carico di quel legislatore nazionale trovare una sistemazione dei rapporti reciproci fra gli illeciti così variamente sanzionati, in modo e foggia tali che «*non violi il principio del ne bis in idem*», come espressamente richiede il *Considerando* (23) Dir. 57/2014.

Di interesse non marginale la parte conclusiva del *Considerando* (72) Reg. 596/2014 che, per qualche verso, può dar conto della non lineare tessitura dell'intera disposizione.

Prescrive infatti tale tratto dell'enunciato normativo che l'eventuale previsione di sanzioni penali in luogo di quelle amministrative non debba comunque «*ridurre o incidere altrimenti sulle capacità delle autorità competenti di cooperare, di avere accesso a informazioni o di scambiare informazioni tempestivamente con le autorità competenti di altri Stati membri (...) anche dopo che le autorità giudiziarie competenti per l'azione penale siano state adite per le violazioni in causa*»⁵⁰. Chiara l'esigenza manifestata: garantire comunque che il più agevole scambio informativo e la diretta collaborazione fra autorità amministrative (di controllo e vigilanza), certamente consentanei al regime dell'illecito amministrativo non assistito dalle garanzie piene della giurisdizione, non vengano meno (o siano anche soltanto limitati) per le guarentigie a presidio dell'accertamento giudiziario di fatti penalmente rilevanti.

Ma a leggere quest'ultima raccomandazione del Regolamento in modo congruente con quelle che immediatamente la precedono e con la più volte ribadita necessità di assicurare la massima collaborazione fra autorità competenti (alla quale viene assegnato un ruolo fondamentale nel contrasto ai fatti di *market abuse*)⁵¹, non è certo azzardato concludere che ancora una volta – seppur per diversa ragione – il legislatore eurounitario suggerisce (qui in modo indiretto e implicito) l'adozione di

⁴⁹ Così il *Considerando* (72) Reg. 596/2014.

⁵⁰ *Ibidem*, ultima parte.

⁵¹ Tanto il Regolamento, quanto la Direttiva sottolineano l'importanza del coordinamento tra le "autorità competenti" dei vari Stati membri: cfr *Considerando* (62) e (64)-(70), nonché artt. 30 ss. Reg. 596/2014; *Considerando* (19) Dir. 57/2014.

assetto normativo che escludano la sovrapposizione di sanzioni per «*le stesse infrazioni*», manifestando tuttavia qui una preferenza per quelle amministrative.

4. Le coordinate del *ne bis in idem* sostanziale.

Al di là della enunciazione in termini generali, l'efficienza di un assetto unitario improntato a un gradualismo sanzionatorio con riferimento al problema posto dal più volte ricordato divieto di *bis in idem* va misurata e controllata nella concretezza dei riferimenti normativi, fra i quali assumono speciale rilievo – nell'economia del criterio selettivo in discorso – quelli sui quali dovrebbe fondarsi la differente tipizzazione dei casi in funzione della loro gravità e dunque i criteri in proposito indicati a livello sovranazionale.

Ma forse, prima ancora di affrontare un tal genere di verifica, occorre porsi una domanda diversa e, in qualche misura, preliminare: i richiami e i rinvii che si leggono nella Direttiva e nel Regolamento hanno riguardo alla *fattispecie astratta* descrittiva di ciascuna singola condotta punibile, ovvero al *fatto concreto* sussumibile sotto ciascuna singola fattispecie astratta? E, più esattamente (anche al di là di una comunque non ben definita opzione del legislatore eurounitario), quale dei due paradigmi dovrà fungere da criterio di ragguaglio per il disegno dei tipi vietati in modo tale che le articolazioni sanzionatorie, differenziate secondo l'indicazione eurounitaria, non determinino la violazione del principio del *ne bis in idem*?

4.1. *Fattispecie astratta e fatto concreto.*

Il presente intervento non autorizza in proposito altro che qualche notazione fugace rispetto a uno snodo problematico che sembra consistere essenzialmente nel ruolo da assegnare, rispettivamente, alle nozioni di *fattispecie astratta* e di *fatto concreto* (o *storico*) da sottoporre a sanzione, nel contesto del canone del *ne bis in idem* (in particolare alla luce della Direttiva e del Regolamento in materia di abusi di mercato).

Per un verso si può ritenere sostanzialmente acquisito che l'operatività del richiamato superiore principio è legata all'identità del *fatto*, inteso come *fatto storico concreto* posto in essere dall'agente, indipendentemente dalla qualificazione giuridica che al fatto medesimo viene impressa secondo le categorie (convenzionali) proprie di ciascun ordinamento, identico fatto per il quale vengono irrogate distinte pene di analoga natura come conseguenza della sussunzione di quell'unico (e identico) fatto sotto differenti norme sanzionatorie.

In tale prospettiva viene così ad avere centrale rilievo una nozione legata in modo essenziale al riferimento alla realtà fenomenica, al dato storico colto nella sua materialità (il comportamento *hic et nunc* realizzato dal reo).

Per altro riguardo è invece alla definizione tassativa della *fattispecie astratta* che si rivolge l'attività del legislatore, intesa propriamente come descrizione della condotta proibita e degli altri elementi costitutivi del c.d. fatto tipico, che rimane ancora e

necessariamente un “*fatto astratto*”. *Fatto astratto* in quanto consiste in una rappresentazione (mediante un codice linguistico) di uno schema/modello di comportamento meramente postulato, rispetto al quale viene poi compiuto l'accertamento (giudiziale) per verificare la sussumibilità del fatto concreto (quello *hic et nunc* posto in essere dall'agente) sotto lo schema/modello tipizzato.

Accanto alla descrizione del fatto, tocca al legislatore l'indicazione (egualmente tassativa e indispensabile) degli ulteriori estremi che complessivamente compongono il reato, fra i quali ultimi assume particolare rilievo nel presente discorso quello concernente l'elemento soggettivo (inteso come l'atteggiamento psicologico che deve sostenere la condotta dell'agente, illuminando il fatto tipico).

Detto che un simile procedimento presiede anche alla determinazione dell'illecito amministrativo (sebbene con vincoli meno stringenti in ordine al rispetto del principio di legalità), è certo ben agevole notare che la *fattispecie astratta* (colta come elemento costitutivo dell'illecito proscritto, irrilevante qui che sia punito con sanzione penale o amministrativa) si colloca su un piano affatto diverso da quello proprio del *fatto concreto* (il fatto storico), cui ha riguardo il principio del *ne bis in idem* nella ormai consolidata interpretazione (anche) delle Corti europee.

Confermativa della differenza degli ambiti cui appartengono le due nozioni, una notazione ulteriore è suscettibile di fornire qualche indicazione in ordine alla questione ora in discorso.

Si considerino i modi attraverso i quali può essere rispettivamente compiuta la comparazione tra *fattispecie astratte* da un lato e, dall'altro, tra fatti concreti.

All'interno della prima categoria (*fattispecie astratte*) l'operazione ha natura eminentemente logica e viene svolta attraverso il rapporto fra enunciati, comparando direttamente gli elementi descrittivi astratti contenuti in ciascuno degli stessi enunciati che costituiscono le *fattispecie* fra le quali sia necessario istituire un raffronto. Semplificando (e considerando soltanto quanto d'interesse), da un simile raffronto è possibile dedurre: i) l'ampiezza di ciascuno degli insiemi riportabili a ciascun complesso di enunciati (*id est*: a ciascuna *fattispecie astratta*); ii) i reciproci rapporti d'interferenza (completa, parziale, nulla) fra ciascun insieme (cui corrisponde una *fattispecie astratta*).

Con riguardo alla categoria dei *fatti concreti (storici)*, la unicità di ciascuno d'essi (non foss'altro che per la singolarità spazio-temporale che li caratterizza) preclude in maniera insuperabile l'idea stessa di una comparazione condotta in modo diretto.

Alla ricordata unicità del fatto storico accede dunque la diversa possibilità di parlare di simiglianza (analogia?) tra due o più fatti concreti/storici: anche per poter formulare un giudizio di tal genere è però necessario un processo di “formalizzazione”: in altri termini un processo di “traduzione” del dato storico in enunciati descrittivi dello stesso, come tali necessariamente “astratti”.

Per tal modo è poi possibile, estrapolando dalla completa (e formalizzata) descrizione del fatto concreto gli elementi d'interesse (che corrispondono ai tratti salienti del fatto concreto medesimo), costruire una sorta di schema/modello da comparare con quello tratto (con analoga metodologia) da altri fatti concreti che si abbia interesse a confrontare per deciderne il grado di simiglianza.

Agevole dunque constatare che per parlare di “identità” tra fatti concreti occorre riferirsi pur sempre a una descrizione del fatto medesimo, condotta attraverso il paradigma di enunciati astratti rappresentativi dei suoi tratti essenziali.

Si osservi ora il procedimento sottostante (che precede) il giudizio in ordine alla eventuale sussistenza di un caso di *bis in idem*: tale procedimento muove necessariamente dalla individuazione del *fatto concreto* d’interesse (il comportamento concreto posto in essere dall’agente) a partire dall’esistenza di (almeno) due fattispecie astratte che descrivono la condotta proscritta (e oggetto di distinte incolpazioni, cui consegue l’irrogazione di plurime sanzioni). Diversamente, in assenza di una qualsiasi indicazione di carattere normativo, il fatto concreto giacerebbe nell’indifferenziata oggettività dei fatti storici. In altri termini: è la fattispecie astratta a illuminare il fatto storico, appartenente alla realtà fenomenica, di per sé altrimenti indifferente alle categorie del diritto.

Di conseguenza, perché sia possibile fondare un giudizio di identità del fatto concreto/storico rispetto al superiore principio che ne vieta la duplice punizione, occorre inevitabilmente *comparare* il *fatto concreto* (bensì unico e singolare, ma tradotto in un enunciato descrittivo che ne raccolga i tratti salienti) con le *fattispecie astratte* (le norme che contemplano gli illeciti punibili), pur esse consistenti in enunciati descrittivi.

Ma, ragionando in senso inverso, è non difficile avvedersi che circolarmente soltanto muovendo da almeno una fattispecie astratta è possibile selezionare tra gli infiniti fatti concreti quello d’interesse (anche nella prospettiva del *ne bis in idem*).

Il nesso che connette *fatto concreto* e *fattispecie astratte* e, segnatamente, il modo necessario attraverso il quale può essere istituito il giudizio sulla (eventuale) identità del fatto concreto stesso rispetto a plurime fattispecie, suggerisce una notazione in ordine alle opzioni che il legislatore potrebbe seguire per scongiurare (o ridurre al minimo) il rischio di violazioni del divieto del *ne bis in idem*.

A ben vedere il paventato pericolo sarebbe destinato a non presentarsi se le singole fattispecie astratte designassero condotte punibili (irrilevante il *nomen* della sanzione: penale o amministrativa) fra loro differenziate in modo tale che il fatto concreto all’una riconducibile non fosse ad un tempo riportabile anche all’altra fattispecie, fermo restando che “quel” fatto concreto non potrà che essere colto se non attraverso i suoi tratti essenziali tradotti in un enunciati descrittivi da comparare con quelli costitutivi delle fattispecie astratte.

In mancanza di una siffatta diversificazione sul piano delle fattispecie astratte, la probabilità che si «violò il principio del *ne bis in idem*»⁵² è segnatamente alta.

Né può sfuggire, in proposito, che il raffronto tra le disposizioni regolamentari che descrivono gli illeciti di abuso di mercato assoggettate a sanzione amministrativa e quelle della Direttiva, che pure descrivono condotte integratrici di abusi di mercato da

⁵² Ciò che il *Considerando* (23) Dir. 57/2014 espressamente raccomanda di scongiurare.

sottoporre a comminatoria penale, svela – come si cercherà di mostrare nei successivi paragrafi 5.2, 5.3 e 5.4. – vasti ambiti di piena sovrapposizione⁵³.

Sicché sarebbe foriera di un ben consistente rischio di violazione del principio del *ne bis in idem* l'eventuale "disattenzione" del legislatore nazionale nell'adeguarsi ai criteri selettivi (e dunque differenziatori) indicati dalla Direttiva stessa e dal Regolamento (gravità ed elemento psicologico), ovvero all'opzione di rinunciare alla previsione dell'illecito amministrativo quando il fatto sia già preveduto come reato⁵⁴ contemplato da una norma, ovvero ancora altri criteri di selezione, che potrebbero consistere anche in una descrizione delle condotte illecite capace di diversificarle in modo netto.

Nel sistema configurato dal legislatore eurounitario in materia di abusi di mercato, sistema nel quale la convivenza di sanzioni penali (anche) detentive e amministrative è ben ampiamente contemplata, posto il radicato orientamento delle Corti europee a considerare entrambe le tipologie sanzionatorie comprese nella stessa "materia penale", toccherà inevitabilmente alla sagacia del legislatore nazionale evitare la sovrapposizione di fattispecie astratte, che finirebbero altrimenti per essere integrate dal medesimo fatto concreto. Ciò che porterebbe, anche se punite con sanzioni soltanto nominalmente diverse ma tutte afferenti alla comune "materia penale", alla violazione del principio del *ne bis in idem*.

4.1.1. I parametri indicati dalla disciplina eurounitaria.

Prima di procedere oltre nell'esame della concreta adeguatezza dei criteri selettivi indicati dal Regolamento e dalla Direttiva, criteri ai quali dovrebbe conformarsi il legislatore di ciascuno Stato membro, non sembra inutile chiedersi se tali criteri possano dirsi, già in linea teorica, adeguati.

Sta da un lato il canone della *gravità*, dall'altro quello dell'elemento psicologico (nel caso, il *dolo*).

Principiando dal tema della *gravità*, va preliminarmente notato come sia la Direttiva sia il Regolamento riferiscano tale qualificazione indifferentemente alla *condotta*, al *reato*, all'*illecito* non qualificato in modo ulteriore, ovvero ancora al *fatto*, quasi che i termini siano sinonimi, ciò che non è in un ambito di discorso "tecnico" (come è/dovrebbe essere quello giuridico).

É tuttavia da ribadire che il linguaggio adoperato dalla Direttiva e dal Regolamento – quanto meno nella versione italiana di tali atti normativi – non sembra particolarmente controllato e attento nell'uso delle categorie giuridiche, deficienza forse conseguente all'esigenza di rivolgersi a differenti legislatori nazionali, a loro volta "parlanti" lingue tecniche tutt'altro che univoche: sicché si può riconoscere che i

⁵³ Si confrontino, per averne immediata evidenza, gli artt. 8, 10 e 12 Reg. 596/2014 con gli artt. 3, 4 e 5 Dir. 57/2014.

⁵⁴ Cfr in questo senso l'espressa indicazione dell'art. 30, § 1, co. 2, Reg. 596/2014.

termini sopra richiamati possano assumere – dal punto di vista che ora interessa – un valore pressoché sinonimico.

Posta in questo modo (assai semplificato), la questione si riduce in sostanza a decidere se un fatto (*id est*: una condotta, un reato, un illecito) può dirsi *diverso* in ragione della sua gravità e, più esattamente, se alla diversa gravità corrispondano fatti differenti, ancorché tutti gli altri estremi, che pur lo costituiscono, siano identici: poiché quest'ultima è propriamente la situazione che emerge confrontando, come s'è detto, la più parte delle condotte descritte rispettivamente dagli artt. 8, 10 e 12 Reg. 596/2014 e dagli artt. 3, 4 e 5 Dir. 57/2014.

Anticipando quanto si esaminerà nel dettaglio nei successivi §§ 5.5., 5.5.1. e 5.5.2., gli indici di gravità cui fa riferimento la Direttiva attengono in misura preponderante agli effetti delle condotte vietate, ovvero a circostanze comunque esterne agli estremi descrittivi del comportamento proibito⁵⁵.

Conseguentemente, la questione merita una specificazione ulteriore: a caratterizzare la differente gravità dell'offesa (coesistente al fatto/condotta/reato/illecito) non essendo una modalità della condotta o un altro estremo interno al tipo, bensì soltanto una conseguenza (in taluni casi anche solo potenziale) del comportamento vietato, ovvero una condizione in cui versa il reo, può una siffatta connotazione dirsi bastevole a differenziare il fatto grave da quello non grave (in modo tale da escludere che si tratti del medesimo fatto) al cospetto del principio del *ne bis in idem*? Ovvero: potrà dirsi che il fatto non grave sia un fatto diverso da quello grave soltanto in ragione delle caratteristiche differenziali ora richiamate?

La risposta affermativa – tutt'altro che di immediata evidenza⁵⁶ – potrebbe trovare appiglio nella Direttiva e nel Regolamento, che al canone della gravità fanno esplicito (e ripetuto) richiamo per distinguere i fatti punibili con le diverse sanzioni proprio nella prospettiva di evitare che si «violino il principio del *ne bis in idem*»⁵⁷.

Ma siffatta risposta non riesce del tutto appagante e non sembra inopportuno cercare un'eventuale ulteriore ragione, sostanziale e direttamente collegata alla funzione del più volte ricordato principio del *ne bis in idem*.

Ridotto al suo aspetto fondante, tale principio esige che non vi sia una duplicazione sanzionatoria per un medesimo fatto concreto posto in essere dal reo, qualunque sia la denominazione del fatto illecito e della sanzione (intesa, quest'ultima, in senso afflittivo/intimidativo e con funzione di prevenzione generale o speciale).

Riguardato il problema da questo punto di vista e tradotto in termini formali, il rispetto del superiore canone del *ne bis in idem* richiede che se l'agente A ha realizzato il fatto concreto FC, per tale fatto non gli siano applicate due distinte sanzioni (SP ed SA) come conseguenza delle fattispecie (astratte) d'illecito (F1 ed F2), entrambe integrate da

⁵⁵ Si vedano, in proposito, i *Considerando* (11) e (12) Dir. 57/2014.

⁵⁶ Tradizionalmente controversa è, in diritto penale, l'identificazione delle circostanze del reato, di solito affidata a indici formali-lessicali riscontrabili nel testo della legge: v. per tutti G. MARINUCCI, E. DOLCINI, *Manuale*, cit., 490 ss.

⁵⁷ Cfr, ad esempio, *Considerando* (23) Dir. 57/2014.

FC. In altra foggia: è decisivo che F1 sia diversa da F2, in modo tale che SP consegua unicamente e soltanto alla realizzazione di F1, e viceversa SA con riguardo a F2.

Si immagini ora che F1 designi il fatto grave ed F2 quello meno grave e che tale differente gravità dipenda unicamente dalle conseguenze gravi (CG) di FC (fatto concreto) a loro volta tipizzate come requisito proprio ed esclusivo soltanto da F1 e non invece da F2.

Muovendo da questo assunto, si consideri ora FC e si ipotizzi che, in concreto, FC abbia dato luogo agli effetti gravi (CG) che denotano la fattispecie F1. Per implicazione necessaria, FC sarà sussumibile soltanto e unicamente sotto F1 e non invece sotto F2. Ed applicabile sarà soltanto la sanzione SP (e non mai SA).

Allo stesso modo, ma ragionando per canone inverso, qualora le conseguenze di FC non sussistessero (o fossero quelle meno gravi in congettura tipizzate da F2), ad essere integrata sarebbe soltanto e unicamente la fattispecie F2 e la sanzione irrogabile non potrebbe che essere esclusivamente SA.

Con un'osservazione che verrà successivamente ripresa: nelle ipotesi ove l'indice segnaletico della gravità sia legato ad una conseguenza della condotta [si pensi al profitto conseguito, di cui discorrono i *Considerando* (11) e (12) della Direttiva], la caratteristica di reati di pericolo (pur concreto) disegnata dalle fattispecie contemplate nella Direttiva (e per vero anche nelle vigenti figure degli artt. 184 e 185 d. lgs n. 58/1998, d'ora innanzi TUF) finirebbe con lo sbiadirsi fino a scomparire, posto che addirittura l'esistenza di un evento separato dalla condotta diverrebbe criterio selettivo circa la natura (penale o amministrativa) dell'illecito.

Scongiurata per tal modo la duplicazione sanzionatoria per il medesimo fatto concreto (FC), ne segue che il criterio della gravità può dirsi – almeno in linea teorica – bastevole a far fronte al rischio di violazione del divieto di *bis in idem*.

Fermo tuttavia l'auspicio che, soprattutto alla luce della non eccessiva perspicuità degli indici di gravità suggeriti in particolare dalla Direttiva 57/2014, i legislatori nazionali – a cominciare da quello italiano – impieghino (anche, e vien da dire, soprattutto) altri strumenti selettivi per tenere lontani gli illeciti in materia di abusi di mercato dai confini segnati dal superiore principio in discorso.

Si tratta ora di esaminare – sempre sul piano generale – la idoneità dell'altro criterio discrezionale, consistente nell'*elemento psicologico (dolo)* dell'illecito.

Come si è ripetutamente osservato, il legislatore eurounitario ha ritenuto di accompagnare al requisito della gravità quello della natura dolosa dell'illecito meritevole della sanzione penale (anche detentiva), con l'eccezione – affidata dal *Considerando* (21) alla opzione del legislatore nazionale – di estendere la sanzionabilità penale alle ipotesi gravi di manipolazione del mercato commesse a titolo colposo, eccezione tuttavia non rilevante rispetto al problema qui in esame (tenuto altresì conto che, in ogni caso, nell'articolazione delle fattispecie, la Direttiva richiama sempre la realizzazione nella sola forma dolosa per le fattispecie punibili con sanzioni penali⁵⁸).

⁵⁸ Cfr artt. 3, § 1, 4, § 1, e 5, § 1, Dir. 57/2014.

Se in proposito dubbi possono sorgere, essi dipendono esclusivamente dalle non certo tecnicamente forbite scelte terminologiche del legislatore eurounitario, alle quali s'è fatto in precedenza cenno.

Per vero l'uso pressoché sinonimico di termini fra loro eterogenei in quanto espressivi di concetti fra loro diversi (nel linguaggio tecnico e convenzionale del diritto) genera conseguenze che lasciano perplessi. Si pensi, ad esempio, alla coppia elemento psicologico/fatto nella prospettiva di dover considerare il dolo come elemento discretivo tra fatti (o, il che è lo stesso, fra condotte), essendo preferibile la tesi prevalente per la quale – nell'ordinamento italiano – l'elemento soggettivo non è un estremo del fatto e neppure della condotta (mentre lo è indubitabilmente del reato e anche dell'illecito amministrativo)⁵⁹.

Ma se si supera questa impressione derivante dalle incertezze terminologiche (e anche – come s'è pure detto – dalla “varietà” degli ordinamenti nazionali e dei loro rispettivi “linguaggi”), la problematica può essere risolta agevolmente.

Si consideri, come in precedenza ipotizzato, la questione secondo il punto di vista del principio del *ne bis in idem*, e cioè del divieto di duplicazione sanzionatoria per il medesimo fatto (FC) e si congetturi che F1 (punita con la più grave sanzione SP) configuri una condotta commessa con dolo, mentre F2 (sanzionata meno severamente con SA) preveda l'identica condotta realizzata però colposamente.

Se l'agente A ha realizzato il fatto concreto FC, si tratterà di accertare con quale atteggiamento psicologico tale comportamento (in ipotesi oggettivamente riportabile tanto a F1 quanto a F2) è stato posto in essere. Di conseguenza per FC sarà applicabile unicamente e soltanto la pena SP se FC risulterà esser stato compiuto con dolo, ovvero soltanto e unicamente SA se invece dovesse essere la colpa la coloritura psicologica dell'agire del reo.

Anche in questo caso il parametro selettivo si presenta dunque idoneo ad allontanare il rischio di violazione del principio del *ne bis in idem*, indipendentemente dalla incerta collocazione sistematica che il requisito del dolo sembra assumere nella prosa del legislatore eurounitario in materia di abusi di mercato.

A rilevare è per vero la circostanza che la diversa connotazione della colpevolezza accede comunque al fatto concreto FC, che non può ad un tempo essere realizzato dall'agente con entrambi gli elementi psicologici in discorso, fra loro strutturalmente incompatibili.

⁵⁹ Per l'impostazione dominante v. M. ROMANO, (sub) Art. 42, in ID., *Commentario sistematico del codice penale*, I, artt. 1-84, 3ª ed., Milano, 2004, 424; G. MARINUCCI, E. DOLCINI, *Manuale*, cit., 183 s.

Contra G. DE VERO, *Corso di diritto penale*, I, 2ª ed., Torino, 2012, 426 ss., il quale propone un'aggiornata “costruzione separata” delle fattispecie, sulle orme della dottrina tedesca, individuando come coppia concettuale di riferimento il reato doloso e quello colposo.

In posizione intermedia cfr G. FIANDACA, E. MUSCO, *Diritto penale*, cit., 206 s., secondo cui la “trattazione” (più che “costruzione”) separata dei tipi d'illecito ha funzione eminentemente analitica, tesa a valorizzare le peculiarità strutturali non soltanto del reato doloso e colposo, ma prima ancora delle fattispecie omissive rispetto a quelle commissive.

Conseguentemente, se nella formulazione delle fattispecie astratte descrittive delle condotte punibili il legislatore avrà cura di caratterizzarle in modo *univoco* sul versante dell'elemento psicologico (come nell'esempio: F1 esclusivamente a titolo doloso, F2 esclusivamente per colpa e non invece in modo indifferenziato, come avviene nell'ordinamento italiano per le contravvenzioni o, in genere, per l'illecito amministrativo), la diversità strutturale dei due differenti criteri ascrittivi (cui s'accompagna anche una differente connotazione in termini di gravità del rimprovero) riesce di per sé sola sufficiente a evitare la duplicazione sanzionatoria per il medesimo fatto concreto.

Né deve sfuggire che, nella visione ampiamente suggerita dalla Direttiva e dal Regolamento, il profilo soggettivo è criterio selettivo che s'affianca a quello della gravità del fatto, mentre nell'ipotesi di lavoro qui saggiata si è rimasti all'interno della congettura di fattispecie astratte fra loro identiche, differenziate soltanto sul versante dell'elemento psicologico.

5. Effetti diretti e indiretti della normativa sovranazionale sul diritto penale domestico.

Nella prospettiva del legislatore eurounitario in un rapporto assimilabile a quello fra *corpus* normativo di portata generale (e vincolante) e disposizioni attuative di portata specificativa sembra potersi inquadrare quello tra le fattispecie d'illecito in materia di abusi di mercato diseguate dal Regolamento 596/2014 e quelle che, secondo la Direttiva 57/2014, dovrebbero costituire, almeno nelle ipotesi gravi e se commesse con dolo, le figure di reato che ogni Stato membro ha l'obbligo prevedere.

Depongono in questo senso l'impianto di carattere più generale del Regolamento e, in maniera decisiva, l'esplicito riconoscimento contenuto nel *Considerando* (17) della Direttiva, la cui applicazione deve avvenire «*tenendo conto del quadro normativo stabilito dal regolamento (UE) n. 596/2014 e delle relative misure applicative*».

In questa direzione spiccano il maggior dettaglio analitico con il quale il Regolamento provvede alla descrizione non soltanto delle fattispecie d'illecito, ma anche degli altri elementi fondamentali per la disciplina degli abusi di mercato.

A proposito di tali ultimi elementi conviene notare che la più parte di essi sono destinati a riflettersi direttamente sull'ambito applicativo degli illeciti in materia di *market abuse*, sia nell'ipotesi che gli stessi siano già previsti dagli ordinamenti interni dei singoli Stati membri, sia che vengano inseriti sulla scorta della Direttiva.

Si tratta, in un'elencazione tutt'altro che esaustiva, della definizione (oltre alle plurime contemplate nell'art. 3 Reg. 596/2014) di informazione privilegiata (art. 7), della delimitazione degli ambiti di non applicabilità della disciplina sanzionatoria (art. 5 per i programmi di riacquisto di azioni proprie e per le stabilizzazioni, art. 6 per le operazioni compiute dalle autorità in materia di gestione monetaria e debito pubblico, nonché di politica ambientale), della caratterizzazione tipica delle c.d. condotte legittime (art. 9) e delle c.d. prassi ammesse (art. 13), della regolamentazione delle

attività di sondaggio (art. 11) nonché di elaborazione/diffusione di raccomandazioni di investimento e di statistiche (art. 20), oltre che della comunicazione/diffusione di informazioni ai media (art. 21), della disciplina degli obblighi di comunicazione (art. 17) e, infine, della determinazione e delle prescrizioni in materia di persone con accesso a informazioni privilegiate (art. 18) nonché delle operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, controllo o direzione.

Senza addentrarsi in un dettaglio qui del tutto impossibile, è tuttavia d'acchito evidente come le richiamate disposizioni, posto il carattere direttamente e integralmente vincolante del Regolamento, costituiscano un riferimento interpretativo essenziale in relazione alle ipotesi d'illecito in materia di abusi di mercato: si badi, non soltanto rispetto alle fattispecie direttamente contemplate nel Regolamento medesimo ovvero nella Direttiva, ma anche rispetto a quelle già vigenti negli ordinamenti degli Stati membri.

Divenuto applicabile (il 3 luglio 2016), il Regolamento spiegherà senz'altro i propri effetti anche sugli ordinamenti interni, sicché, ad esempio, comportamenti astrattamente riportabili a figure d'illecito (anche penale) già vigenti, ovvero introdotte in forza del recepimento della Direttiva 57/2014, non sarebbero punibili qualora potessero essere ricondotte alla fattispecie dell'art. 9 Reg. 596/2014, in quanto condotte legittime (e allo stesso modo dovrebbe concludersi con riferimento alle c.d. prassi ammesse, di cui discorre il citato art. 13 stesso Reg.).

Impregiudicata la natura delle clausole contemplate nelle disposizioni regolamentari cui s'è fatto da ultimo cenno (cause di non punibilità, estremi negativi del fatto tipico o cause di giustificazione), è in ogni caso agevole avvedersi del carattere preminente del Regolamento rispetto alle altre fonti normative, che governano la materia degli abusi di mercato, inimmaginabile essendo che previsioni di tale genere, comportanti comunque la non sanzionabilità di determinate condotte, non manifestino la loro valenza nell'intero ambito della materia disciplinata, con i soli limiti e condizioni eventualmente stabiliti dalle previsioni medesime.

Considerazioni del tutto analoghe valgono anche con riferimento alle esclusioni dall'area di applicabilità della disciplina sanzionatoria in tema di abusi di mercato delle operazioni compiute nell'ambito dei programmi di riacquisto di azioni proprie e delle stabilizzazioni, nonché di quelle effettuate dalle autorità in materia di gestione monetaria e debito pubblico, oltre che di politica ambientale: anche in queste ipotesi l'assetto fissato dal Regolamento smarrirebbe il suo stesso senso se non gli si attribuisse rilievo prevalente.

Esemplare infine, in questo sintetico resoconto, la caratterizzazione di informazione privilegiata, dettata dall'art. 7 Reg. 596/2014: anche soltanto congetturare che a tale nozione, cruciale all'interno dell'intera materia del *market abuse*, possano essere attribuiti significati diversi da quello unitariamente assegnatole dalla norma definitoria, non soltanto sarebbe incompatibile con l'impianto sistematico voluto dal legislatore eurounitario, teso alla uniformità delle discipline degli Stati membri, ma confliggerebbe altresì con un preciso dato normativo, posto che la Direttiva, oggetto di obbligatorio recepimento da parte dei legislatori nazionali, espressamente fa propria la

ricordata definizione⁶⁰, determinandone così l'introduzione nelle discipline interne degli Stati membri.

L'assetto complessivo che ne risulta conferma l'ipotesi d'inizio del presente paragrafo (e già avanzata nel § 3.): più che un sistema a "doppio binario", nel quale gli ambiti dell'illecito amministrativo e di quello penale coesistono – con il persistente rischio della violazione del principio del *ne bis in idem* per la comune "materia penale" ch'essi trattano – quello costruito a partire dal Reg. 596/2014 e dalla Dir. 57/2014 si presenta come un apparato unitario, articolato secondo un gradualismo sanzionatorio.

Né sembra che a questa lettura faccia da ostacolo un indubbio problema.

Se le esemplificazioni fatte richiamando fattispecie in qualche misura limitative degli ambiti di punibilità (o di applicazione di sanzioni) non sembrano soffrire di alcuna limitazione anche nell'ipotesi in cui il legislatore nazionale non ritenga necessario (o, più semplicemente, sia inosservante rispetto a un eventuale obbligo di) dare ingresso alle richiamate disposizioni, posta la ormai riconosciuta diretta applicabilità delle disposizioni eurounitarie favorevoli al reo⁶¹, non altrettanto può dirsi nei casi – tutt'altro che infrequenti rispetto alla disciplina dettata dal Regolamento – nei quali disposizioni regolamentari definiscono elementi costitutivi di fattispecie incriminatrici già presenti nell'ordinamento, determinando un ampliamento dell'ambito applicativo delle fattispecie medesime. Se alla data di scadenza (3 luglio 2016) del termine ultimo per il recepimento della Dir. 57/2014 (che, essendo ricalcata sul Regolamento non importa discrasie negli ambiti applicativi delle incriminazioni), il legislatore nazionale non avesse provveduto a dare corretta e tempestiva attuazione alla Direttiva, una preesistente incriminazione potrebbe/dovrebbe essere interpretata secondo il disposto del Regolamento (che, si ricordi, diviene applicabile proprio a partire dal 3 luglio 2016)?

Sebbene il Regolamento sia direttamente applicabile e in ogni suo elemento altrettanto direttamente cogente, così da dispiegare i propri effetti senza che occorra alcun atto di recepimento da parte del legislatore nazionale, può/deve la norma incriminatrice essere integrata (ampliata nella sua portata applicativa anche a casi originariamente non previsti) sulla base di una fonte normativa (il Reg. 596/2014) che

⁶⁰ V. art. 2, co. 1, n. 4, Dir. 57/2014.

⁶¹ Per la prevalenza del diritto eurounitario con effetti in *bonam partem* rispetto a disposizioni penalistiche nazionali si schiera la dottrina dominante: v. la bibliografia richiamata *supra*, in nota 34. Né sembra possa valere in contrario rispetto all'ipotesi formulata nel testo il rilievo che il giudice sarebbe chiamato a selezionare da un *corpus* unitario (il Regolamento) come disposizioni direttamente applicabili soltanto quelle favorevoli, privando le altre di operatività perché *in malam partem*. A superare siffatta perplessità – che devo ad una garbata e acuta critica del professor Sergio Seminara – sembra sufficiente la considerazione del meccanismo che regola il fenomeno della diretta applicabilità: non già una abrogazione (implicita) della norma interna incompatibile e generatrice di un trattamento più severo (attività comunque preclusa al giudice), bensì una paralisi applicativa della norma stessa, in quanto da un lato contrastante con quella eurounitaria (più favorevole) e, dall'altro, in quanto, se applicata, porrebbe il cittadino in una situazione peggiore rispetto a quella disciplinata a livello sovranazionale. Si tratta dunque, a ben vedere, di una soluzione interpretativa di diritto interno, adottabile attraverso un'ermeneutica "eurounitariamente" orientata, anche in mancanza di recepimento della Direttiva e piena attuazione del Regolamento.

non è di per sé legge in senso formale, superandosi così lo sbarramento dell'art. 25 co. 2 Cost.?

Nessun dubbio sull'intendimento del legislatore eurounitario di perseguire con forza il divisato obiettivo di una uniformità di disciplina, scopo al conseguimento del quale il Regolamento in discorso risulta strumento di essenziale funzionalità (mentre la Direttiva ne è, con il suo altissimo grado di dettaglio analitico, mezzo attuativo indispensabile, volta com'è a «*garantire l'effettiva attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014*»⁶²): ma tale ben chiaro assetto non sembra tuttavia bastevole a superare il limite cui s'è fatto riferimento, posto che l'opinione maggiormente accreditata⁶³ è orientata a escludere la legittimità di una diretta integrazione, non meramente *tecnica*, delle norme incriminatrici da parte della fonte regolamentare eurounitaria.

Né in proposito sembra poter acquisire rilievo la circostanza che il presente Regolamento sia stato emanato anche dal Parlamento europeo (oltre che dal Consiglio), dal momento che, in ogni caso, a far difetto sarebbe comunque la mancata espressa attribuzione alle istituzioni eurounitarie della potestà di creare norme incriminatrici, indispensabile ai sensi dell'art. 11 Cost.

Siché il recepimento della Dir. 57/2014 diviene strumento indispensabile per il richiesto adeguamento: come s'è ricordato, la Direttiva in questione s'incarica di trasfondere in un testo normativo destinato a divenire il tessuto legislativo unitario i contenuti fondanti del Regolamento, che per tal modo trovano la loro legittima attuazione (si pensi, soltanto per esemplificare, che la definizione di «*informazione privilegiata*» dettata dall'art. 7 Reg. 596/2014 viene espressamente richiamata dall'art. 2 n. 4 Dir. 57/2014, entrando per tal modo a far parte del *corpus* normativo di cui il legislatore sovranazionale impone il vigore in tutti gli Stati membri).

L'esigenza che la Direttiva venga recepita secondo le regole dell'ordinamento domestico non sembra confutare la conclusione in precedenza raggiunta: l'unitarietà del sistema, che s'incardina sulla preminenza del Regolamento, trova nella Direttiva il necessario strumento attuativo e, con riguardo al sottosistema "penale" (in senso, per così dire, tradizionale), diviene "norma" speciale (in senso funzionale, in quanto destinata a regolare, in modo uniforme, il ricordato sottosistema penale).

Ma non può sfuggire che la Direttiva stessa, nel prevedere le fattispecie d'incriminazione che dovranno essere recepite negli ordinamenti nazionali (o alle quali i singoli Stati membri dovranno adeguare le figure di reato già vigenti), altro non fa che riprodurre (con variazioni limitate e inessenziali, ovvero riducendone l'ampiezza) le omologhe figure d'illecito contemplate nel Regolamento: ciò confermando, da un lato, l'unitarietà del sistema prefigurato dal legislatore eurounitario e, dall'altro, il ruolo fondante del Regolamento.

⁶² Considerando (23) Dir. 57/2014.

⁶³ G. MARINUCCI, E. DOLCINI, *Manuale*, cit., 46; G. FIANDACA, E. MUSCO, *Diritto penale*, cit., 74 s.

5.1. Rapporti tra Regolamento e Direttiva in tema di market abuse.

Muovendo dalla constatazione da ultimo segnalata circa il ruolo del Reg. 596/2014, si tratta ora di esaminare brevemente i rapporti che intercorrono tra le figure d'illecito in materia di abusi di mercato rispettivamente previste dal Regolamento e dalla Direttiva, tenendo presente che per quelle contemplate da quest'ultima v'è l'obbligo per gli Stati membri di stabilire sanzioni penali detentive, delle quali è addirittura fissato il minimo della pena edittale massima, «*almeno nei casi gravi*» e se «*commessi con dolo*».

La clausola da ultimo riportata (gravità del caso e realizzazione della condotta con dolo) segna il limite inferiore della risposta sanzionatoria pretesa dal legislatore eurounitario, ciò che lascia piena facoltà prevedere (o di mantenere, se già contemplate) ipotesi d'illecito punite con sanzioni (anche) detentive per fattispecie non connotate dai requisiti (selettivi) minimali richiesti dalla Direttiva stessa (e dal Regolamento), ovvero con sanzioni penali più gravi.

Un assetto di tal genere suggerisce una prima considerazione: negli ordinamenti – come quello italiano – dove gli illeciti di abuso di mercato sono già puniti con sanzione detentiva senza che vi sia una distinzione operante sul piano della gravità fra reati e illeciti amministrativi, il legislatore nazionale potrà/dovrà limitarsi a verificare se l'ampiezza delle fattispecie d'incriminazione (penale) corrisponde a quella ora disegnata dalla Direttiva, provvedendo di conseguenza, ovvero potrà/dovrà anche interrogarsi sui rapporti fra illecito penale e illecito amministrativo (le cui sanzioni appartengono alla comune “*materia penale*”) per evitare la violazione del principio del *ne bis in idem*, come pure tassativamente prescrive il Considerando 23 Dir. 57/2014 e, più in generale, l'ammagliatura normativa eurounitaria, come s'è cercato di mostrare in precedenza?

5.2. Abuso di informazioni privilegiate.

Anticipata qui la risposta affermativa a entrambe le domande, la motivazione d'essa discenda (sperabilmente) dalle considerazioni che seguono e che riguardano appunto i rapporti tra le figure d'illecito di cui, rispettivamente, al Regolamento e alla Direttiva.

Se si prendono le mosse dalla figura dell'abuso di informazioni privilegiate, raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate (art. 3 Dir. 57/2014) e la si compara con l'omologa previsione dell'art. 8 Reg. 596/2014 (abuso di informazioni privilegiate) e alla norma che ne fissa il divieto (art. 14 Reg.) ci si avvede agevolmente che il contenuto precettivo delle disposizioni è praticamente identico, con varianti puramente lessicali e di disposizione sintattica, sicché gli ambiti di applicabilità delle due fattispecie astratte sono i medesimi, ciò che pone evidenti problemi al cospetto del principio del *ne bis in idem*, sempre che il legislatore dello Stato membro non accolga l'indicazione (minimalista) che compare nel

§ 1 dell'art. 3 Dir. 57/2014 e riservi le sanzioni penali (anche) detentive ai soli «*casi gravi e allorquando commessi con dolo*».

Nel diverso caso in cui il legislatore nazionale voglia ampliare l'ambito della rilevanza penale anche a fatti non gravi ovvero, come nel caso dell'ordinamento italiano, quando la disciplina penale già preveda fattispecie non caratterizzate in termini di gravità, la delimitazione dei due ambiti diviene comunque necessaria per garantire che non si «*violò il principio del ne bis in idem*», secondo quanto il Considerando 23 della Direttiva espressamente esige con specifico riguardo al presente profilo problematico.

Della questione si tratterà unitariamente nei successivi paragrafi, poiché la stessa si presenta secondo cadenze pressoché identiche con riguardo alle altre figure d'illecito rispettivamente designate dal Regolamento e dalla Direttiva.

5.2.1. La criminalizzazione del c.d. *insider* secondario.

Prima di chiudere questa fugace notazione sull'abuso di informazioni privilegiate, vale la pena di rilevare che, rispetto al vigente art. 184 TUF, la figura dell'art. 3 Dir. 57/2014 abbisogna senz'altro di un adeguamento, posto che a mente del secondo comma del ricordato art. 3, § 3, devono rientrare nell'area del penalmente rilevante le condotte tipiche poste in essere da «*chiunque abbia ottenuto informazioni privilegiate anche in ragione di circostanze diverse da quelle indicate al primo comma* [si tratta delle "classiche" fonti di provenienza: partecipazione a organi amministrativi, di direzione o controllo, partecipazione al capitale, attività lavorativa in senso ampio] *e sia a conoscenza del carattere privilegiato di tali informazioni*» (c.d. *insider* secondario).

Si tratta della "ri-edizione" della previsione originariamente contemplata nell'art. 5 l. 157/1991 e poi ridotta a illecito amministrativo oggi previsto dall'art. 187-bis, co. 4, TUF.

Potrebbe invece dirsi opportuna una nota di aggiornamento con riferimento alla previsione concernente la modifica o l'annullamento di un ordine riguardante uno strumento finanziario, intervenuti dopo l'avvenuta conoscenza dell'informazione privilegiata (art. 3 § 4 Dir. 57/2014), anche se, per vero, tale situazione potrebbe essere ricondotta in via interpretativa all'attualmente vigente incriminazione contemplata dall'art. 184 TUF.

5.3. La comunicazione illecita di informazioni privilegiate.

La fattispecie di indebita comunicazione di informazioni privilegiate è descritta rispettivamente dall'art. 4 Dir. 57/2014 e dall'art. 10 Reg. 596/2014 (che all'art. 14 ne fissa il divieto). La comparazione fra i contenuti precettivi delle disposizioni ne manifesta la sostanziale identità, sicché possono essere qui richiamate per intero le considerazioni svolte nel paragrafo 5.2.

5.3.1. Le possibili modifiche normative interne.

Con riguardo all'assetto normativo vigente, mette conto di segnalare che, stando alla Direttiva (e, ovviamente al Regolamento, del quale la Direttiva è un mero calco), la fattispecie della comunicazione illecita assume una autonomia sua propria, apprezzata in termini di minor gravità rispetto alle figure di tipizzate dall'art. 3 Dir. 57/2014.

Come noto, l'art. 184 TUF equipara invece tale condotta alle altre condotte tipiche del delitto anche sotto il profilo sanzionatorio, sicché è da chiedersi se il legislatore italiano debba intervenire in tal senso, provvedendo a una riduzione della misura della pena edittale.

Senz'altro necessario, viceversa, un adeguamento in relazione al c.d. *insider* secondario, che, ai sensi dell'art. 4 § 3, è espressamente richiamato fra i soggetti vincolati al divieto di comunicazione.

La struttura dell'art. 4, anche in considerazione della espresa clausola di rinvio alle fattispecie dei sondaggi di mercato e alla loro peculiare disciplina, consiglia infine un complessivo intervento di adeguamento del legislatore nazionale, con i manifesti problemi di coordinamento con le omologhe fattispecie d'illecito amministrativo previste dall'art. 187-*bis* TUF.

5.4. La manipolazione del mercato.

Assai più complesso e frammentato il quadro normativo della manipolazione del mercato, tipizzata rispettivamente dall'art. 5 Dir. 57/2014 e dall'art. 12 Reg. 596/2014 (divieto sancito dall'art. 15 Reg. stesso).

Raffrontando l'art. 5, § 2, Dir. 57/2014 (che detta le condotte tipiche) con il solo paragrafo 1 dell'art. 12 Reg. 596/2014 la questione potrebbe chiudersi rapidamente, in quanto le fattispecie astratte per tal modo disegnate non presentano differenze degne di nota sul piano dei contenuti precettivi.

L'aspetto problematico è rappresentato tuttavia dalla presenza nella disposizione regolamentare di un secondo paragrafo, che esordisce precisando che «*le seguenti condotte sono considerate, fra l'altro, manipolazione del mercato*»⁶⁴ e prosegue enumerando una nutrita serie di ulteriori figure tipiche.

Pur non essendo nettamente e facilmente percepibili le differenze fra alcune delle condotte tipizzate nei due paragrafi del ricordato art. 12 Reg. 596/2014 e detto che tali ulteriori figure sono contemplate in plurime sezioni [contraddistinte dalle lettere da

⁶⁴ Cfr art. 12, § 2, Reg. 596/2014 che descrive, tipizzandole, numerose condotte, *diverse* da quelle altrettanto analiticamente caratterizzate dal § 1 del medesimo art. 12 Reg. cit.: si ricordi che tutte le condotte in discorso – tanto quelle contemplate dal § 1 quanto quelle comprese nel § 2 – vengono qualificate come costitutive di una «manipolazione del mercato», ma soltanto per quelle tassativamente elencate nel § 1 l'art. 5 Dir. 57/2014 esige l'applicazione della sanzione penale (anche) detentiva.

a) ad e) e che la lettera c) è ulteriormente suddivisa in tre distinte sottoipotesi], non sembra revocabile in dubbio che i comportamenti descritti nel paragrafo 2 dell'art. 12 Reg. 596/2014 dovrebbero costituire, nella prospettiva del legislatore eurounitario, forme di manipolazione del mercato da non assoggettare a sanzione (anche detentiva) penale: dalla comparazione con la corrispondente disposizione della Direttiva emerge infatti in modo evidente – per differenza – che le condotte di manipolazione del mercato meritevoli del trattamento sanzionatorio più grave sono soltanto quelle contemplate nel primo paragrafo dell'art. 12 Reg. 596/2014, le uniche – a differenza di quelle enumerate nel paragrafo 2 del citato art. 12 Reg. – a esser state trasfuse nell'art. 5 Dir. 57/2014.

Fermo restando che i legislatori dei singoli Stati membri ben potrebbero decidere di includere anche le tipologie comportamentali designate dal paragrafo secondo dell'art. 12 Reg. 596/2014 in altrettante fattispecie di reato (ovvero mantenerle tali, se già previste) a ciò non ostando l'indicazione della Direttiva (che ancora all'art. 5, § 1, ribadisce la natura minimale dell'intervento richiesto), non può sfuggire il dato saliente: la coordinata esegesi delle disposizioni ora in commento fa emergere una selezione tra condotte tutte integrative della figura di manipolazione del mercato, alle quali tuttavia il legislatore eurounitario sembra assegnare un diverso disvalore, una differente offensività, come si deduce dalla mancata inserzione soltanto di alcune di esse fra quelle delle quali è imperativamente richiesto l'assoggettamento alla sanzione (anche) detentiva, non discutibile contrassegno di maggior gravità.

Assecondando tale partizione, alla distinzione tipologica dovrebbe corrispondere negli ordinamenti dei singoli Stati membri un apparato normativo così sintetizzabile: le fattispecie descritte dall'art. 5, § 2, Dir. 57/2014 dovrebbero dar vita ad altrettante ipotesi d'illecito punite con la pena della reclusione non inferiore nel massimo a quattro anni (*ex art. 7, § 2, Dir. cit.*), mentre a quelle indicate dall'art. 12 § 2 Reg. 596/2014 dovrebbero far da simmetrico riscontro fattispecie d'illecito punite con sanzioni penali meno severe, ovvero tratte dal catalogo indicato dall'art. 30 Reg. 596/2014 (sanzioni amministrative e altre misure amministrative).

Un assetto siffatto sarebbe sicuramente ben lontano dai rischi di violazione del divieto del *ne bis in idem*, in quanto necessariamente non integrative del medesimo fatto le condotte materiali (i fatti concreti) sussumibili sotto le distinte fattispecie astratte (fra loro diverse in quanto descrittive di comportamenti differenti), derivate rispettivamente dall'art. 5, § 2, Dir. 57/2014 e dall'art. 12, § 2, Reg. 596/2014.

E ciò, si badi, indipendentemente dalla utilizzazione dei parametri selettivi (per così dire) generali legati alla gravità del fatto e al dolo, comunque richiamati dal primo paragrafo dell'art. 5 Dir. 596/2014, ma destinati a operare (eventualmente) soltanto all'interno delle fattispecie astratte descritte nel secondo paragrafo del medesimo art. 5.

Né deve sfuggire che, stando alla stessa Direttiva, il parametro del dolo come requisito discrezionale non è certo vincolante per i legislatori nazionali: dispone infatti il *Considerando* (21) della Direttiva stessa che, proprio per la manipolazione del mercato, gli Stati membri possono stabilirne la rilevanza come reato anche se «*commessa con colpa grave o negligenza*», con la conseguenza che rimarrebbe in tale ipotesi affidato alla scelta

di questi ultimi la configurazione di fattispecie astratte di manipolazione del mercato commesse a titolo colposo.

Ribadita la non vincolatività dell'opzione, rimane da notare che la formula adottata dal *Considerando* (21) della Direttiva è tutt'altro che perspicua, posto che di fatto equipara due atteggiamenti affatto diversi, come quello rappresentato dalla colpa qualificata in termini di gravità (*id est*: di significativo distacco dalle regole comportamentali il cui rispetto è preteso dall'ordinamento) e quello consistente nella semplice negligenza non ulteriormente connotata, che può dunque esprimere anche un modesto scarto dal contegno atteso dall'agente modello.

5.4.1. Le necessarie modifiche normative interne.

Rispetto alle previsioni degli artt. 185 e 187-*ter* TUF, attualmente regolanti la manipolazione del mercato, è di immediata evidenza che il legislatore italiano dovrà provvedere a un intervento di adeguamento assai approfondito al cospetto di una disciplina eurounitaria che, già sul piano della descrizione delle condotte vietate, importa variazioni notevolissime derivanti dall'uso della tecnica analitica.

Né sembrerebbe buon partito ritenere che le fattispecie attualmente vigenti – strutturate, soprattutto quella dell'art. 185 TUF, su clausole generali – permettano di comprendere proprio sotto quelle clausole generali le singole analitiche tipizzazioni di cui sono intessute le disposizioni della Direttiva e del Regolamento: si pensi, soltanto per esemplificare, alla prima modalità della manipolazione di mercato descritta dall'art. 5, § 2, lett. a), alinea i), Dir. 57/2014, che, valorizzando la portata comunicazionale decettiva dell'operazione in sé (l'operazione che, nel suo compiersi, comunica se stessa)⁶⁵, la contempla come figura autonoma e specifica dell'illecito⁶⁶.

Sicché l'opzione di confidare nell'adattamento per via interpretativa, a tacer di ogni altra considerazione riguardante obblighi e modalità di attuazione degli atti in discorso, costringerebbe a operazioni ermeneutiche di dubbia fattura, costantemente a rischio di violare il divieto di analogia, foriere di incertezze applicative quanto mai perniciose anche (e soprattutto) nel settore del diritto penale economico⁶⁷.

⁶⁵ Si v. – scusandomi per l'ineleganza dell'autocitazione – F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2008, 823 ss.; nonché ID., (sub) *Art. 185*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Torino, 2012, 2403 ss.

⁶⁶ L'art. 5, § 2, lett. a), alinea i), Dir. 57/2014 considera manipolazione del mercato: «a) la conclusione di un'operazione, immissione di un ordine di compravendita, o qualsiasi altra condotta che i) fornisce segnali falsi o fuorvianti relativi all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato». In senso del tutto analogo – e per vero con una serie di specificazioni che ulteriormente approfondiscono la rilevanza della componente comunicazionale dell'operazione – si esprime l'art. 12, § 1, lett. a), alinea i), Reg. 596/2014.

⁶⁷ Cfr C. PEDRAZZI, *Problemi di tecnica legislativa*, in AA.VV., *Comportamenti economici e legislazione penale*, Milano, 1979, 17 ss., ora in ID., *Diritto penale*, III, *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, 129 ss., il quale autorevolmente sottolinea la peculiare esigenza di precisione/determinatezza nel diritto penale dell'economia: «una minaccia penale sfumata, nei suoi contorni, da un alone di indeterminatezza finisce

5.5. Verso la “pan-penalizzazione” nella repressione degli abusi di mercato?

Prima di esaminare in concreto i criteri selettivi della gravità e del dolo, conviene richiamare il disposto dell’art. 30, § 1, co. 2, Reg. 596/2014, di cui si è discusso nel precedente paragrafo 3.1.

Stando a tale disposizione, se il legislatore nazionale decidesse di estendere la tutela sanzionatoria detentiva (e dunque penale) a tutte le fattispecie d’illecito richiamate dall’art. 30, § 1, co. 1, lett. a) e b), del Regolamento, ciò implicherebbe il venir meno di qualunque problema concernente i rischi di violazione del principio del *ne bis in idem*, perché ad ogni fattispecie astratta corrisponderebbe la correlativa sanzione penale (e unicamente quella): sicché il fatto concreto sussumibile sotto la norma d’incolpazione sarebbe per ciascuna d’esse sempre il medesimo, senza pericoli di plurime qualificazioni con conseguenti plurime sanzioni tutte comunque afferenti alla comune “materia penale”.

Detto che le figure di cui all’art. 30, § 1, co. 1, lett. a) e b) esauriscono il novero degli illeciti previsti dal Regolamento e dalla Direttiva, va da sé che una simile scelta, pure in armonia con la “prevalenza” del penale perseguita dal legislatore comunitario, sconterebbe verosimilmente controindicazioni molteplici, a principiarsi da quella – radicale – di porsi in conflitto con l’idea del diritto penale come *extrema ratio* e con il conseguente principio di frammentarietà.

Al di là di ostacoli carattere dogmatico, una siffatta opzione potrebbe risultare problematica nella misura in cui priva le autorità amministrative competenti del potere sanzionatorio, fino a limitarne nel concreto le possibilità operative (sul piano delle indagini e della prevenzione), che peraltro il *Considerando* (72) del Regolamento raccomanda di preservare⁶⁸.

D’altra parte, volendo concentrarsi sull’esperienza italiana, l’attribuzione a Consob di una significativa potestà punitiva – in sede di recepimento, dieci anni orsono, della prima Direttiva Market Abuse (Dir. 2003/6/CE o MAD I) – presenta profili di considerevole criticità, soprattutto per quanto concerne l’osservanza dei principi del “giusto processo” (art. 6 CEDU e combinato disposto artt. 24 e 111 Cost.) al cospetto di sanzioni riconducibili senza sforzo alla “materia penale”, nell’accezione ampia e sostanziale fatta propria dalle Corti sovranazionali. Nella delineata prospettiva non può inoltre trascurarsi che la Corte EDU, nello scrutinare la legittimità convenzionale

per esercitare un’azione disincentivante a raggio troppo vasto, al di là dei reali intendimenti del legislatore» (*ivi*, 138).

⁶⁸ Come si è in precedenza notato (v. *supra* § 3.1.) il *Considerando* (72) del Regolamento espressamente stabilisce che «il mantenimento delle sanzioni penali in luogo delle sanzioni amministrative per le violazioni del presente regolamento o della direttiva 2014/57/UE non dovrebbe ridurre o incidere altrimenti sulla capacità delle autorità competenti di cooperare, di avere accesso a informazioni o scambiare informazioni tempestivamente con le autorità competenti di altri Stati membri ai fini del presente regolamento, anche dopo che le competenti autorità giudiziarie competenti per l’azione penale siano state adite per le violazioni in causa».

del “doppio binario” vigente in Italia per la repressione degli abusi di mercato, abbia statuito che il procedimento sanzionatorio «dinanzi alla CONSOB non ha soddisfatto le esigenze di equità e di imparzialità oggettiva sancite dall’articolo 6 della Convenzione»⁶⁹ e che le garanzie di un “processo equo” sono ravvisabili solo nel controllo giurisdizionale (di secondo e terzo grado) sui provvedimenti sanzionatori emessi dall’ autorità amministrativa in discorso. Il mantenimento dell’attuale assetto normativo – pur depurato dell’illegittimo cumulo sanzionatorio in violazione del *ne bis in idem* – si porrebbe quindi in potenziale contraddizione con il *decisum* della Corte EDU, oltre a risultare disfunzionale per la pluralità di ruoli attribuiti a Consob, chiamata a regolare (parzialmente, ma per aspetti cruciali) il mercato, a vigilarlo, a indagare su eventuali condotte illecite e sanzionarle in sede amministrativa, per poi chiedere il ristoro dei pregiudizi da reato costituendosi parte civile nei procedimenti penali per fatti di *market abuse* (allo stato i medesimi fatti concreti già sanzionati amministrativamente).

L’ipotesi di “pan-penalizzazione” degli abusi di mercato, benché portatrice – tra l’altro – delle maggiori garanzie della giurisdizione, potrebbe tuttavia essere scartata in quanto scarsamente plausibile (soprattutto alla luce dei criteri contenuti nella delega legislativa per il recepimento della Direttiva: v. *infra*, § 6.), sicché il percorso conduce inevitabilmente alla considerazione di altri criteri, pur individuati in sede eurounitaria al fine di distinguere, nella vasta “materia penale”, sanzioni e misure “amministrative”.

Quello consistente nella valorizzazione dell’elemento psicologico dell’illecito (sistematicamente richiamato dalla Direttiva anche in relazione alle singole norme descrittive delle fattispecie astratte e diffusamente evocato anche dal Regolamento), se impiegato come unico criterio di caratterizzazione (senza cioè affiancarlo a quello della gravità) potrebbe avere una efficace funzione discretiva rispetto al rischio di violazione del principio del *ne bis in idem* soltanto se gli illeciti amministrativi venissero previsti esclusivamente nella forma colposa.

Distinzione per vero semplice e, come s’è cercato di mostrare nel precedente paragrafo 4.1.1., in linea teorica senz’altro idonea allo scopo, che per certo ridurrebbe enormemente – senza annullarlo – ruolo e conseguenti poteri delle autorità amministrative competenti, ferma restando la delicatezza di far dipendere esclusivamente dall’atteggiamento psicologico dell’agente la natura penale o amministrativa dell’illecito, soprattutto in ambiti nei quali il dibattuto e controverso profilo del dolo eventuale finisce con l’assumere portata tutt’altro che marginale.

Se invece al requisito del dolo s’accompagna (come nella previsione eurounitaria) quello della gravità dell’illecito, la sua funzione acquista una ben più corposa valenza, permettendo in linea di principio il mantenimento della forma dolosa anche per gli illeciti amministrativi in ragione della presenza dell’altro criterio selettivo.

Quello della gravità è dunque il canone d’elezione, come mostrano gli indici deducibili dalla Direttiva e dal Regolamento, ai quali si è più volte fatto riferimento.

⁶⁹ Così Corte EDU, sent. 4 marzo 2014, *Grande Stevens c. Italia*, cit.

Si tratta ora di esaminare come il legislatore eurounitario abbia dato corpo alla formula della gravità e quali parametri siano stati indicati agli Stati membri per effettuare questa tanto importante selezione.

La configurazione delle fattispecie d'illecito è stata dipanata dal Regolamento in modo tale da non evidenziare differenze di gravità direttamente connesse alla struttura delle condotte vietate, con l'eccezione della ricordata distinzione operata nei paragrafi 1 e 2 dell'art. 12, posto che l'art. 5, § 2, Dir. 57/2014 impone l'assoggettamento a sanzione detentiva delle sole fattispecie astratte contemplate nell'art. 12, § 1 (sicché, per differenza, meno gravi devono considerarsi quelle descritte nel § 2 del medesimo art. 12, per le quali la Direttiva non richiede tal genere di sanzione e il Regolamento, all'art. 30, ne prescrive la punizione in via amministrativa).

Tolta l'eccezione ora ricordata, differente essendo il caso della figura della comunicazione illecita di informazioni privilegiate (art. 4 Dir. 57/2014), punita meno severamente dell'abuso di informazioni privilegiate, posto che la meno grave sanzione penale per essa richiesta dall'art. 7 Dir. 57/2014 non accredita un criterio selettivo rispetto all'omologa figura di illecito prevista dall'art. 10 Reg. 596/2014, gli indici di selezione in tema di gravità sono delineati dalla Direttiva ai *Considerando* (11) (per l'abuso di informazioni privilegiate e per la comunicazione illecita d'esse) e (12) (per la manipolazione di mercato), indici che converrà esaminare partitamente.

5.5.1. La differenziazione tra fattispecie fondata sull'offensività del comportamento.

Alcuni dei parametri in discorso sono fra loro identici, sicché è possibile trattarne congiuntamente: si tratta dell'*impatto di livello elevato sull'integrità del mercato*, del *profitto effettivo o potenziale ritratto* ovvero della *perdita evitata* e del *danno cagionato al mercato*.

Come anticipato nel § 4.1.1., ognuno vede che si tratta di estremi nessuno dei quali è partecipe della condotta proscritta, bensì di elementi che in qualche misura costituiscono un effetto, una conseguenza della condotta medesima, il che autorizza una prima notazione di carattere strutturale, nel senso che il corrispondente fattuale di tali indici dovrà essere connesso causalmente al comportamento vietato posto in essere dall'agente.

Detto questo, il requisito afferente alla entità del profitto conseguito si presenta come l'unico connotato in termini di effettività concreta, per così dire materiale, posto che il legislatore eurounitario ha avuto cura di apporre ad esso l'aggettivo «ritratto», che rimanda per certo a una situazione di misurabile incremento patrimoniale come conseguenza della condotta illecita.

Non altrettanto può dirsi del profitto potenziale e della perdita evitata, che – a ben vedere – alludono a situazioni meramente congetturali, rispetto alle quali si potrà argomentare esclusivamente in via d'ipotesi sulla scorta di un accertamento basato su controvertibili simulazioni contabili, caratterizzate comunque da una componente d'incertezza indissolubilmente legata a valutazioni d'ordine probabilistico.

Ancor meno perspicuo il riferimento all'impatto di livello elevato sulla integrità del mercato, del quale, al di là di una componente fortemente evocativa, ne riesce di ben difficile la riduzione nei termini precisi necessari per fondare un criterio selettivo di tanta importanza: 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 la specificazione «*di livello elevato*», non senza dimenticare che già il termine “mercato” racchiude a propria volta una molteplicità di significati⁷⁰, 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.

In siffatto contesto, la «*misura del danno cagionato al mercato*» è certo non meno avara nel fornire indicazioni caratterizzate da maggiore accuratezza. Ancora una volta il concetto richiamato ha più che altro una valenza simbolica, non essendone per vero agevole la trasposizione in un enunciato con capacità definitorie dai contorni precisi.

Considerati poi in modo sistematico, i differenti indici dell'impatto sulla integrità del mercato e del danno al mercato stesso paiono di ben ardua separata connotazione: se alla nozione di danno sembra a prima vista consentanea un'idea di nocimento economico e quella d'impatto sulla integrità piuttosto quella di una lesione sul piano della reputazione o dell'immagine (la fiducia che nel mercato devono riporre gli investitori, per riprendere un concetto espresso da Regolamento e Direttiva nei Considerando iniziali), non si fa per vero molta strada nel sentiero che dovrebbe portare alla attribuzione di significati tanto precisi e puntuali da fungere da criteri selettivi.

Le perturbazioni cui sembrano alludere gli indici in discorso non paiono infatti facilmente definibili (deprezzamenti o apprezzamenti eccessivi e a vasto raggio ben potrebbero integrare un siffatto indice, ma si tratta ancora di una specificazione in concreto di ben modesta portata, né miglior sorte avrebbe il riguardo alle alterazioni di indici relativi ai corsi borsistici), mentre la stima di quello che potrebbe essere l'effetto di perdita d'immagine del mercato (della fiducia degli investitori, posta che sia questa l'esatta lettura) sembra necessariamente confinata all'interno di valutazioni tutt'altro che rigorose.

Si tenga poi presente che, data la funzione che i parametri per tal modo suggeriti sarebbero chiamati a svolgere, sarebbe altresì necessario che il legislatore nazionale fissasse una soglia numerica (o comunque espressa in modo preciso e determinato): diversamente si presenterebbe un problema di ben significativo rilievo.

Di fronte a un fatto obiettivamente integrativo di una fattispecie la cui qualificazione in termini di illecito penale o amministrativo dipendesse da un indice di gravità espresso in modo (per così dire) esclusivamente qualitativo (o comunque indeterminato), soltanto l'autorità giudiziaria penale sarebbe competente a deciderne

⁷⁰ In argomento sia consentito rinviare a F. MUCCIARELLI, (sub) Art. 184, in *Il testo unico della finanza*, cit., 2320 ss.

la qualificazione (illecito penale o illecito amministrativo), non potendo un siffatto giudizio essere affidato – secondo i vincoli costituzionali del sistema italiano – a una diversa autorità.

Sicché, alla luce anche di quest'ultima considerazione, sembra che fra i parametri fin qui considerati potrebbero in concreto essere impiegati quelli attinenti all'entità del profitto (eventualmente anche quello potenziale) nonché della perdita evitata.

Richiamando quanto notato nel § 4.1.1., non si può fare a meno di notare come tutti gli indici in discorso – con l'eccezione di quelli attenenti al profitto potenziale o alla perdita evitata – consistono in un evento esterno al fatto tipico e separato dalla condotta, ad essa tuttavia legato da un nesso di condizionamento.

Ben evidente che non si tratta di valutare tali indici al pari di elementi costitutivi del reato, che il legislatore eurounitario costruisce – in tutte le ipotesi contemplate dagli artt. 3, 4 e 5 Dir. 57/2104 – come figure di pericolo concreto, bensì come criteri selettivi per distinguere le fattispecie di reato da quelle di illecito amministrativo, ma la contraddizione di fondo rimane.

Se tali indici dovessero essere impiegati per selezionare le fattispecie ora indicate fra penali e amministrative, l'accertamento in concreto delle figure di reato trascorrerebbe necessariamente per la verifica giudiziale della causazione dell'evento qualificatore (il conseguimento del profitto, dell'impatto – di livello elevato – sull'integrità del mercato, o del danno allo stesso arrecato).

E, al di là delle disquisizioni teoriche, si assisterebbe alla mutazione in reati di evento (*rectius*, aggravati dall'evento⁷¹) di fattispecie di concepite e strutturate come reati di pericolo.

Con l'ulteriore effetto che la reazione penale finirebbe con l'intervenire soltanto in corrispondenza della verifica della conseguenza lesiva che mirava a scongiurare.

Mentre non darebbero luogo a simile effetto gli indici relativi al profitto potenziale e alla perdita evitata, che, per la loro natura congetturale, non si manifestano in una conseguenza concreta della condotta: sicché, paradossalmente, proprio gli indici di più arduo accertamento (e quindi di più difficile impiego da parte del legislatore) sarebbero quelli che meglio s'attagliano alla natura di pericolo delle figure di reato in materia di abusi di mercato.

⁷¹ Sull'inquadramento dei reati aggravati dall'evento – problematico circa la compatibilità di simili previsioni con il canone costituzionale di colpevolezza – v. C.F. GROSSO, *Struttura e sistematica dei cd. delitti aggravati dall'evento*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1963, 443 ss.; G.A. DE FRANCESCO, *Opus illicitum. Tensioni innovatrici e pregiudizi dommatici in materia di delitti qualificati dall'evento*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1993, 994 ss.; più di recente A. BONDI, *I reati aggravati dall'evento tra ieri e domani*, Napoli, 1999.

5.5.2. Gli altri indici discretivi nella disciplina eurounitaria.

Come detto, altri parametri di gravità vengono selettivamente contemplati in relazione alle distinte figure d'illecito.

Principiando da quelli nominativamente richiamati dal *Considerando* (11) della Direttiva con riferimento all'abuso di informazioni privilegiate e alla illecita comunicazione d'esse, sta dapprima quello relativo al «*valore complessivo degli strumenti finanziari negoziati*». Indice senz'altro suggestivo della rilevanza del comportamento, ma che per la sua struttura non s'addice per esempio all'ipotesi della comunicazione illecita (che, come tale, prescinde dalla effettuazione di operazioni), ben potrebbe essere impiegato dal legislatore nazionale con l'avvertenza di introdurre – per la ragione sopra indicata – un parametro numerico espressivo della misura oltre la quale il caso va considerato grave (e dunque costitutivo della fattispecie penale).

Gli altri due criteri attengono invece alla condizione soggettiva dell'agente, intesa in senso lato.

Per un verso viene in esame l'ipotesi che il fatto sia stato «*commesso nell'ambito di una organizzazione criminale*» e, per l'altro, che l'agente abbia commesso reati dello stesso genere. Notato che per quest'ultima previsione occorrerebbe in sede di recepimento una qualche specificazione che ne renda il contenuto maggiormente preciso, mette conto di segnalare che, anche in considerazione della linearità applicativa di tali indici, gli stessi potrebbero valere anche con riguardo alle figure di manipolazione del mercato.

Non vi osta certo una caratterizzazione che non li rende tali da essere valevoli esclusivamente per le figure concernenti le informazioni privilegiate e neppure il dettato dei *Considerando* (11) e (12) della Direttiva, che non sembra attribuire alle rispettive elencazioni portata tassativamente esclusiva.

Venendo ora ai parametri richiamati dal *Considerando* (12) con riferimento alla manipolazione del mercato [e non presenti nel *Considerando* (11)], viene in primo luogo quello riguardante «*l'alterazione del valore dello strumento finanziario o del contratto a pronti su merci*».

Requisito sicuramente suggestivo della gravità e come tale correttamente segnalato dal legislatore eurounitario, ma destinato a porre un problema di grave momento all'atto della sua concretizzazione.

Per le ragioni in precedenza segnalate, sembra anche qui necessaria l'indicazione di un valore numerico determinato che costituisca la soglia della rilevanza penale del fatto, in modo che l'opzione fra illecito penale e illecito amministrativo non sia demandata a una valutazione avente ad oggetto la valutazione di una circostanza indeterminata.

D'altro canto, un estremo concettualmente simile costituisce – come noto – uno degli elementi tipizzanti figure di reato esistenti e da tempo sperimentate (l'alterazione

sensibile del prezzo dello strumento finanziario): e per ragioni altrettanto solide, a tale estremo il legislatore non ha mai attribuito una dimensione quantitativa precisa⁷².

Va infatti ricordato che tale opzione riposa essenzialmente sul rilievo che la nozione di “sensibilità” ha natura eminentemente relativa, sicché un dato numerico fisso, anche se espresso nella forma di una percentuale, finisce con il rappresentare una semplificazione eccessiva, tutt’altro che sintomatica.

Si pensi ad esempio all’ipotesi di un titolo, il cui apprezzamento è relativamente stabile con oscillazioni modeste in archi temporali consistenti, rispetto al quale una variazione anche di pochi punti percentuali ben può essere considerata come significativa; ovvero al caso inverso, di uno strumento finanziario, il cui valore è – per dir così – fisiologicamente soggetto a oscillazioni notevoli, rispetto al quale invece una variazione dello stesso indice percentuale di cui all’ipotesi precedente, ben difficilmente potrebbe dirsi sensibile: in entrambe le evenienze immaginate, tutt’altro che infrequenti, un limite rigidamente prefissato potrebbe non essere affatto espressivo del carattere *sensibile* dell’influenza.

Sicché l’indice concernente l’alterazione del prezzo, seppur ben rilevante in prospettiva teorica, si presenta di ben ardua definizione nel momento attuativo.

A ciò s’aggiunga, richiamando le osservazioni della parte conclusiva del precedente § 5.5.1., che anche tale indice, consistente in un effetto causale della condotta, finirà con il determinare in concreto la trasfigurazione di reati di pericolo in altrettante figure di reati di (*rectius*, aggravati dall’)evento.

Più agevole la collocazione del requisito riguardante «*l’ammontare dei fondi utilizzati in origine*»: detto che esso sembra concernere le condotte di manipolazione operativa in senso stretto, è evidente la sua significatività in termini di rilevanza della condotta, né sembra particolarmente arduo per il legislatore nazionale fissare una soglia quantitativa espressa in termini numerici.

L’ulteriore indice concerne la qualificazione dell’agente e si presenta come correttamente selezionato, valorizzando la speciale offensività della condotta se posta in essere da soggetti che rivestono incarichi o funzioni che li pongono in una condizione peculiare rispetto al bene tutelato: dispone infatti l’ultima parte del *Considerando* (12) che si debba considerare grave «*la manipolazione (...) commessa da soggetti impiegati o che lavorano all’interno del settore finanziario ovvero presso un’autorità di vigilanza o di regolamentazione*».

Stante la natura del presente indice sembrerebbe opportuno che lo stesso venisse utilizzato dal legislatore nazionale anche con riferimento alle fattispecie relative all’abuso di informazioni privilegiate, ovvero alla comunicazione illecita delle stesse: come ricordato in precedenza nessuna ragione ostativa lo preclude.

⁷² Cfr – scusandomi per l’ineleganza dell’autocitazione – F. MUCCIARELLI, (*sub*) *Art. 185*, cit., 2410 ss.

6. Osservazioni conclusive.

Per certo l'intervento del legislatore nazionale si presenta tanto *indispensabile* quanto *complesso*.

Indispensabile per le indubie, profonde, persino strutturali modifiche che il *corpus* normativo costituito dal regolamento e dalla direttiva importano per l'adeguamento del vigente assetto: come s'è visto pur fugacemente, la definizione di informazione privilegiata (dove, a tacer d'altro, il riferimento all'«*effetto significativo*» in luogo della clausola sulla influenza sensibile suggerisce scenari interpretativi diversi), la reintroduzione dell'*insider* secondario nell'area del penalmente rilevante, la disciplina del c.d. processo prolungato, le nuove regolamentazioni sulle condotte legittime e sulle prassi ammesse (il cui esplicito recepimento eviterebbe qualunque problema applicativo), la sostanziale riscrittura delle figure di manipolazione del mercato, le regole in ordine agli obblighi di comunicazione, la regolamentazione delle attività di sondaggio e di elaborazione/diffusione di raccomandazioni di investimento e di statistiche, nonché della comunicazione/diffusione di informazioni ai media, la disciplina degli obblighi di comunicazione, la determinazione e le prescrizioni in materia di persone con accesso a informazioni privilegiate e delle operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, controllo o direzione e via esemplificando, costituiscono tutti profili nei quali l'intervento del legislatore eurounitario è stato – da più a meno – significativo e si riflette pertanto sulla disciplina interna, destinata quindi a essere innovata. Innovazione che dovrà tener conto, con le difficoltà che si è cercato di rappresentare, del richiamo forte che viene non soltanto dalla giurisprudenza delle Corti europee, ma anche dal Regolamento e dalla Direttiva, perché «*l'irrogazione di sanzioni penali (...) e di sanzioni amministrative (...) non violi il principio del ne bis in idem*». Sicché appariva a dir poco originale la previsione contenuta nella Relazione al *Disegno di legge recante delega al governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione Europea – legge delega europea 2014*, secondo la quale «*è stata espunta la Direttiva 2014/57/UE (...) poiché, come comunicato dal Ministero della giustizia (...), non risultano necessarie misure nazionali per la sua adozione in quanto l'ordinamento interno è già conforme*»⁷³. Il rimedio apprestato per colmare una così vistosa

⁷³ Il testo del d.d.l. di iniziativa governativa recante *Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2014*, presentato il 5 febbraio 2015, non prevedeva – come riferito nel testo – alcuna forma di recepimento della Dir. 57/2014. A tale lacuna si è opportunamente posto rimedio in sede parlamentare, inserendo tra le Direttive UE per le quali è attribuita delega legislativa al Governo la Dir. 57/2014 (ai sensi dell'art. 1 l. 9 luglio 2015, n. 114 e del relativo allegato A), mentre l'art. 11, co. 1, l. cit. contiene i *Principi e criteri direttivi per l'attuazione della direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato), anche ai fini dell'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*. I lavori preparatori sono consultabili sul sito internet del Senato della Repubblica (www.senato.it).

lacuna costituisce tuttavia una sorta di “delega in bianco”⁷⁴, posto che richiama pedissequamente i principali tratti della disciplina eurounitaria e ne dispone l’innesto

⁷⁴ Si riporta, per comodità di consultazione, il testo dell’art. 11, co. 1, l. 114/2015:

« 1. Nell’esercizio della delega per l’attuazione della direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato), anche ai fini dell’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, il Governo è tenuto a seguire, oltre ai principi e criteri direttivi di cui all’articolo 1, comma 1, anche i seguenti principi e criteri direttivi specifici:

a) apportare al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le modifiche e le integrazioni necessarie per dare attuazione alla direttiva 2014/57/UE e alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 che lo richiedono e provvedere ad abrogare le norme dell’ordinamento nazionale riguardanti gli istituti disciplinati dal regolamento anzidetto;

b) designare la CONSOB quale autorità competente ai fini del regolamento (UE) n. 596/2014, assicurando che la stessa autorità possa esercitare poteri di vigilanza e di indagine di cui agli articoli 22 e 23 e i poteri sanzionatori di cui all’articolo 30 del regolamento;

c) prevedere, ove opportuno, il ricorso alla disciplina secondaria adottata dalla CONSOB nell’ambito e per le finalità specificamente previste dal regolamento (UE) n. 596/2014, dalla direttiva 2014/57/UE e dalla legislazione dell’Unione europea a complemento degli stessi;

d) modificare, ove necessario, il citato testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998 per conformare l’ordinamento nazionale alle disposizioni di cui agli articoli 24, 25 e 26 del regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di cooperazione e scambio di informazioni con l’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), con le autorità competenti degli Stati membri, nonché con le autorità di vigilanza di Paesi terzi;

e) attribuire alla CONSOB il potere di imporre le sanzioni e le altre misure amministrative per le violazioni espressamente elencate dall’articolo 30 del regolamento;

f) rivedere, in modo tale da assicurarne l’adeguatezza, i minimi edittali delle sanzioni di cui agli articoli 187-bis e 187-ter del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, fissandoli in misura non inferiore a 20.000 euro;

g) rivedere l’articolo 187-sexies del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in modo tale da assicurare l’adeguatezza della confisca, prevedendo che essa abbia ad oggetto, anche per equivalente, il profitto derivato dalle violazioni delle previsioni del regolamento (UE) n. 596/2014;

h) prevedere che, per stabilire il tipo ed il livello di sanzione amministrativa per le violazioni delle previsioni stabilite dal regolamento (UE) n. 596/2014, si tenga conto delle circostanze pertinenti, elencate dall’articolo 31 del medesimo regolamento;

i) prevedere che siano individuate, fermo restando un sistema di sanzioni amministrative proporzionato, efficace e dissuasivo, condotte dolose gravi di abuso di mercato punibili con sanzioni penali effettive, proporzionate e dissuasive;

l) prevedere che l’individuazione delle condotte dolose gravi di abuso di mercato avvenga sulla base dei criteri contenuti nella direttiva 2014/57/UE, quale 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;

m) evitare la duplicazione o il cumulo di sanzioni penali e sanzioni amministrative per uno stesso fatto illecito, attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentano l’applicazione della sola sanzione più grave ovvero che impongano all’autorità giudiziaria o alla CONSOB di tenere conto, al momento dell’irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate;

nell'ordinamento domestico, in mancanza di qualsivoglia apprezzamento politico-criminale, ciò che si traduce nella sostanziale assenza di linee-guida per il delegato.

Complesso perché un'opera di adeguamento di tale genere, rispettosa doverosamente del superiore principio del *ne bis in idem*, non può essere affidata a una trasposizione del dettato della Direttiva in un decreto legislativo che ne costituisca la mera trascrizione: il *corpus* normativo Regolamento/Direttiva è unitario e fortemente interdipendente, come esplicitamente esige il *Considerando* (17) della Direttiva⁷⁵: e l'opera di adeguamento richiede attenzione analitica e competenze tecniche adeguate.

Con le parole del poeta:

Nicht Kunst und Wissenschaft allein

*Geduld will bei dem Werke sein*⁷⁶

n) adottare le opportune misure per dare attuazione alle disposizioni di cui all'articolo 32 del regolamento (UE) n. 596/2014, che disciplina la segnalazione all'autorità di vigilanza competente di violazioni effettive o potenziali del medesimo regolamento tenendo anche conto dei profili di riservatezza e di protezione dei soggetti coinvolti;

o) valutare, ai sensi del paragrafo 4 dell'articolo 32 del regolamento (UE) n. 596/2014, se sia opportuno prevedere di concedere incentivi finanziari a coloro che offrono informazioni pertinenti riguardo a potenziali violazioni del regolamento stesso;

p) consentire, nei termini di cui all'articolo 34 del regolamento (UE) n. 596/2014, la pubblicazione da parte della CONSOB nel proprio sito internet delle decisioni relative all'imposizione di misure e sanzioni amministrative per le violazioni di detto regolamento;

q) adottare, in conformità alle definizioni, alla disciplina della direttiva 2014/57/UE e del regolamento (UE) n. 596/2014 e ai principi e criteri direttivi previsti dal presente comma, le occorrenti modificazioni alla normativa vigente, anche di derivazione europea, per i settori interessati dalla normativa da attuare, al fine di realizzare il migliore coordinamento con le altre disposizioni vigenti, assicurando un appropriato grado di protezione dell'investitore, di tutela della stabilità finanziaria e dell'integrità dei mercati finanziari».

⁷⁵ Cfr *Considerando* (17) Dir. 57/2014, per il quale «*la presente direttiva*» si applica «*tenendo conto del quadro normativo stabilito dal regolamento (UE) n. 596/2014 e delle relative misure applicative*».

⁷⁶ W. GOETHE, *Faust*, pt. I, sc. 6, *La cucina della strega*, citato da S. FREUD, *Frammento di un'analisi d'isteria (caso clinico di Dora)*, 1901 (ma pubbl. 1905), in ID., *Opere*, IV, Torino, 1978, 301 ss.: *Non soltanto arte e scienza // pazienza esige un tale lavoro*.