

VERSO LA RIFORMA DELLA DISCIPLINA ITALIANA DEL *MARKET ABUSE*:  
LA LEGGE-DELEGA PER IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 57/2014/UE

di Enrico Basile

(Assegnista di ricerca in diritto penale nell'Università commerciale "Luigi Bocconi")

SOMMARIO: 1. La nuova disciplina eurounitaria in tema di abusi di mercato. – 2. Il recepimento in Italia della dir. 57/2014/UE ad opera della l. 9.7.2015 n. 114. – 2.1. Il decreto legislativo nel sistema delle fonti di diritto penale. – 3. Le nebulose linee-guida contenute nell'art. 11 co. 1 l. 114/2015. – 3.1. Tramonto del “doppio binario” e nuovi orizzonti punitivi. – 3.2. Una riforma a misura di Consob? – 4. Conclusioni.

1. A poco più di un decennio dal varo della dir. 2003/6/CE (d'ora in avanti MAD I)<sup>1</sup> il comparto del *market abuse* è stato interessato – a livello UE – da un'incisiva riforma, frutto di attività preparatorie prolungate e ad ampio spettro.

Il primo ostacolo con il quale misurarsi in un'iniziativa di simile portata consisteva senza dubbio nella necessità di verificare le concrete modalità di recepimento e attuazione della MAD I da parte degli Stati membri, anche in ragione della significativa discrezionalità riconosciuta a questi ultimi circa le misure punitive da introdurre in

---

<sup>1</sup> «Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)». Per un'aggiornata analisi della disciplina UE delineata dalla MAD I e dagli atti normativi “di secondo livello” conseguenti a tale Direttiva-madre, nonché delle modalità con le quali l'Italia ha recepito le richiamate disposizioni sovranazionali, v. F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino 2014, rispettivamente 28 ss. e 101 ss.

ottemperanza alla disciplina comunitaria del 2003<sup>2</sup>. A tal proposito, sono state effettuate da organismi sovranazionali<sup>3</sup> analisi normative ed empiriche dei vari sistemi di contrasto agli abusi di mercato, producendo elaborati<sup>4</sup> di notevole interesse non soltanto a fini di studio, ma da utilizzare altresì quali indispensabili precognizioni per

---

<sup>2</sup> L'art. 14 § 1 MAD I imponeva la comminatoria di misure sanzionatorie amministrative «efficaci, proporzionate e dissuasive» in caso di violazione dei precetti sugli abusi di mercato, demandando ai legislatori nazionali la (mera) facoltà di introdurre sanzioni penali. In argomento cfr. M. Böse, *The Connection of Internal Market Law and Criminal Law*, in P.-C. Müller-Graff, E. Selvig (a cura di), *Regulation Strategies in the European Economic Area*, Berlin 2008, 116, il quale individua nell'armonizzazione tra sistemi punitivi lo scopo della previsione in esame, ferma l'impossibilità di imporre obblighi di criminalizzazione agli Stati membri (quanto meno nell'assetto istituzionale UE anteriore al Trattato di Lisbona: v. *infra* in nota 26).

<sup>3</sup> Ci si riferisce al *Committee of European Securities Regulators (Cesr)*, parte del c.d. *Lamfalussy process* per l'attuazione del *Financial Services Action Plan (Fsap)*, adottato nel 1999 al fine di creare un mercato unico europeo dei servizi finanziari. Nella procedura denominata "Lamfalussy" (dal nome del presidente del Comitato di saggi sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari, che l'aveva ideata), il Cesr ricopriva funzioni di secondo livello (pareri su provvedimenti della Commissione da emanare in attuazione delle norme generali di primo livello), nonché – soprattutto – di terzo livello, con l'incarico di contribuire all'applicazione uniforme delle normative dei livelli superiori attraverso raccomandazioni, pareri e linee-guida, così da consentire agli Stati Membri di ottemperare correttamente alle prescrizioni sovranazionali (costituendo il monitoraggio dell'operato dei singoli Paesi da parte della Commissione il quarto e ultimo livello della c.d. procedura Lamfalussy). In argomento v. C. Comporti, *L'integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy*, in *Dir. banc. merc. fin.* 2004, 269; M. Sepe, *Borsa e mercati. In generale*, in F. Capriglione (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*<sup>2</sup>, II, Padova 2010, 984 e nota 106; G. Gasparri, sub Art. 6, in G. Gasparri e M. Fratini (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Milanofiori Assago 2012, 213; nella dottrina penalistica, per tutti, F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato*, cit., 31 s.

La c.d. comitatologia – della quale era espressione emblematica il Cesr – non ha dato grande prova di sé durante l'emergenza finanziaria conseguente alla crisi dei mutui *subprime* e, per ovviare ai difetti di coordinamento e di cooperazione tra le autorità nazionali degli Stati Membri, si è proceduto – sulla scorta del c.d. *Rapporto de Larosière* (v. *infra*, in nota 8) – a riformare il settore della vigilanza attraverso lo *European System of Financial Supervision (Esf)*, nel cui ambito rientra la *European Securities and Markets Authority (Esma)*, istituita dal reg. UE 1095/2010 del 15.11.2010. A partire dal 2011 l'ESMA ha dunque assunto compiti di vigilanza sui mercati mobiliari continentali, essendo altresì subentrata al CESR nelle funzioni esercitate da quest'ultimo. Sul nuovo assetto eurounitario cfr. M. De Bellis, *La regolazione dei mercati finanziari*, Milano 2012, 105 ss.; E. Ferran, *Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision*, in G. Ferrarini, K. Hopt, E. Wymeersch (a cura di), *Financial Regulation and Supervision. A Post-Crisis Analysis*, Oxford 2012, 111 ss.

<sup>4</sup> Per la rassegna delle soluzioni normative adottate dagli Stati Membri in attuazione della MAD I si rinvia a Cesr, *Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)*, ref. 07-693, 17.10.2007; Cesr, *Executive Summary to the Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)*, ref. 08-099, 28.2.2008: entrambi i Report sono consultabili sul sito [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu). In dottrina v. L. Foffani, *Politica criminale europea e sistema finanziario: l'esempio degli abusi di mercato*, in *Dir. pen. cont.-Riv. trim.* 2014 (3/4), 68 ss., il quale opera un raffronto della tipologia e dell'entità delle sanzioni previste dagli Stati membri per l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato. Una dettagliata disamina delle modalità di *enforcement* nei vari ordinamenti nazionali è invece contenuta in Esma, *Report. Actual use of sanctioning powers under MAD*, ref. 2012-270, 26.4.2012, anch'esso in [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu). Per l'analisi quantitativa delle concrete dinamiche sanzionatorie ricavabili dai dati di quest'ultimo Report si rinvia a D.J. Cumming, A.P. Groh, S. Johan, *Same Rules, Different Enforcement: Market Abuse in Europe*, in *TILEC Discussion Paper*, n. 19, Tilburg 2014, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

scelte sanzionatorie razionali, secondo un modello pressoché sconosciuto all'esperienza giuridica italiana<sup>5</sup> e tuttavia molto diffuso in altri ordinamenti, soprattutto di *common law*<sup>6</sup>.

Preso atto dell'eterogeneità tra gli apparati punitivi degli Stati membri<sup>7</sup> e dei rilievi di un gruppo di esperti in materia di supervisione dei mercati finanziari<sup>8</sup>, la Commissione europea ha, quindi, condotto consultazioni pubbliche sulla MAD I allo scopo di raccogliere commenti in merito all'attitudine regolatoria della disciplina e sollecitare contributi in vista dell'elaborazione di una proposta di riforma<sup>9</sup>.

Ulteriori profili rilevanti nella genesi della nuova normativa eurounitaria attonano, per un verso, alla consonanza tra l'apparato punitivo e il complesso di regole dettate per il funzionamento dei mercati finanziari e, per altro, all'incessante susseguirsi di episodi di *market abuse*.

---

<sup>5</sup> «La scarsa conoscenza dei fenomeni, colti nella loro crudezza empirica, costituisce (...) un tratto purtroppo diffuso dello studio propedeutico alla gestione delle cose pubbliche in Italia. Per limitarsi ai fatti che hanno rilievo giuridico penale, tutti gli studiosi di questo settore sanno quanto poche siano le statistiche, spesso mal fatte e scarsamente attendibili. (...) È un male diffuso che costituisce il risultato di una mancata considerazione circa l'importanza, assolutamente decisiva, della conoscenza empirico-criminologica dei fenomeni che si intenderebbe fronteggiare o combattere». Così A. Alessandri, *La struttura della ricerca*, in *Espansione della criminalità organizzata nell'attività d'impresa al Nord*, 4: si tratta della presentazione di un'indagine empirica sui procedimenti penali in materia di criminalità organizzata di tipo mafioso pendenti a Milano nel periodo 2000-2010, condotta da un gruppo di ricerca afferente all'Università commerciale "Luigi Bocconi". Per i risultati della ricerca v. *L'espansione della criminalità nell'attività d'impresa al nord*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 15.12.2014.

<sup>6</sup> Cfr. M. Partington, *Empirical Legal Research and Policy-making*, in P. Cane, H.M. Kritzer (a cura di), *The Oxford Handbook of Empirical Legal Research*, Oxford 2010, 1003 ss., il quale sottolinea che la c.d. *empirical research on law* costituisce non soltanto un poderoso supporto per l'analisi teorica degli istituti giuridici, ma anche uno strumento di *policy-making* dotato di rilievo crescente negli ultimi decenni. L'A. rileva comunque che, sebbene l'approccio empirico sia diffuso nei principali ordinamenti di *common law*, l'influenza delle ricerche sulle scelte dei legislatori è variabile tra i vari Paesi (contenuta, ad esempio, negli USA – nonostante il mondo accademico statunitense sia da sempre all'avanguardia in tale campo – e significativa nel Regno Unito, soprattutto in materia penale).

<sup>7</sup> Si veda, in particolare, la *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari*, COM (2010) 716, 8.12.2010, in [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu). Il citato documento non si limita a constatare le carenze dei regimi sanzionatori nazionali, ma contiene altresì proposte di intervento a livello eurounitario, eventualmente attraverso sanzioni penali per le violazioni di maggiore gravità.

<sup>8</sup> Nel 2008 è stato istituito dal Presidente della Commissione europea l'*High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, presieduto da Jacques de Larosière e composto da Leszek Balcerowicz, Otmar Issing, Rainer Maser, Callum Mc Carthy, Lars Nyberg, José Pérez e Onno Ruding. Il gruppo di esperti ha diffuso nel febbraio 2009 il c.d. *Report de Larosière*, dal quale è derivato, nel 2010-2011, il nuovo assetto europeo degli organismi di vigilanza (con specifico riguardo ai mercati finanziari v. *supra*, nota 3): il testo del rapporto è consultabile in [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu); per un quadro di insieme cfr. R. Maser (a cura di), *Great financial crisis. Economics, regulation and risk*, Roma 2009.

A proposito dell'eterogeneità dei sistemi punitivi il "*Report de Larosière*" rileva: «Le istituzioni europee dovrebbero inoltre avviare un processo in grado di dar vita a sistemi sanzionatori più uniformi all'interno del mercato unico. L'attività di vigilanza non può risultare efficace se esistono sistemi sanzionatori deboli e notevolmente variabili. È fondamentale che, all'interno dell'UE e non solo, tutte le autorità di vigilanza siano in grado di applicare sistemi sanzionatori sufficientemente convergenti, rigorosi e con effetti deterrenti, situazione ben diversa da quella attuale (...)» (ivi, 55, punto 201).

<sup>9</sup> Si vedano, rispettivamente, European Commission, *Call for evidence on Market Abuse Directive (Directive 2003/6/EC)*, aprile-giugno 2009; Id., *Consultation on the review of the market abuse directive*, giugno-luglio 2010. La documentazione di entrambe le procedure di consultazione pubblica è reperibile su [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu).

Prima dell'intervento del 2014, l'individuazione degli esatti confini entro i quali applicare le misure sanzionatorie era stata caratterizzata da un paradosso: la MAD I aveva infatti preceduto la *Markets in Financial Instruments Directive* (dir. 2004/39/CE, c.d. MiFID I), invertendo così la sequenza logica principale/accessorio che nella legislazione complementare informa il rapporto tra precetto *extra-penale* e norma incriminatrice<sup>10</sup>, con un capovolgimento identico a quello verificatosi alcuni anni orsono nell'ordinamento italiano per le più classiche ipotesi di reato in ambito economico<sup>11</sup>. Senza dubbio opportuna è dunque la concomitanza tra la riforma degli abusi di mercato e le nuove disposizioni UE in materia di mercati finanziari<sup>12</sup>.

I *corporate scandals* di inizio millennio – come Enron e Parmalat<sup>13</sup> – non sono d'altronde rimasti isolati e in tempi recenti hanno avuto luogo fenomeni di gravità persino maggiore, con effetti devastanti: basti pensare alla crisi economica globale innescata nel 2007 dal collasso della c.d. *structured finance*<sup>14</sup>, oppure all'eclatante “caso

---

<sup>10</sup> Sulla funzione meramente sanzionatoria del *jus terribile* rispetto a regole poste da altri rami dell'ordinamento v., per tutti, G. Marinucci, E. Dolcini, *Manuale di diritto penale, Parte generale*<sup>4</sup>, Milano 2012, 19 s. Con specifico riguardo al *market abuse* cfr. S. Seminara, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *DPP* 2009, 271, il quale sottolinea l'accessorietà del sistema penale «rispetto alla normativa preposta a disciplinare il funzionamento dei mercati finanziari».

<sup>11</sup> Per il parallelismo tra l'inversione metodologica riscontrabile nell'emanazione della MAD I prima della MiFID e l'analoga situazione verificatasi in Italia allorché la riforma del diritto penale societario (attuata con il d. lgs. n. 61/2002) ha anticipato quella delle corrispondenti regole civilistiche, sia consentito rinviare a E. Basile, *Contravvenzioni e contraddizioni in tema di abusi di mercato: tutela penale dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *RTrimDPenEc* 2011, 753.

<sup>12</sup> Si vedano il «Regolamento (UE) 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012» (c.d. MiFIR) e la «Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE» (c.d. MiFID II): il legislatore eurounitario combina – secondo uno schema applicato anche al *market abuse* (v. *infra*, nel testo) – una fonte regolamentare, cogente e di applicabilità diretta, allo strumento classico di armonizzazione (direttiva), che indica agli Stati Membri gli obiettivi da conseguire lasciandone intatte le prerogative circa la scelta dei più opportuni mezzi. Sulla normativa in discorso v. G. Ferrarini, P. Saguato, *Regulating Financial Markets Infrastructures*, in N. Moloney, E. Ferran, J. Payne (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford 2015, 568 ss.; nonché N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*<sup>3</sup>, Oxford 2014, 325 ss.

A dimostrazione dell'indissolubile legame tra la disciplina *market abuse* e la regolamentazione dei mercati finanziari basti rilevare che – in ragione della natura prettamente *accessoria* delle misure punitive (v. *supra*, in nota 10) – sia la MAD II, sia il MAR richiamano le disposizioni contenute nella Dir. 2014/65/UE: cfr., ad esempio, le norme definitorie contenute negli artt. 2 MAD II e 3 MAR, nonché il *Considerando* (87) di quest'ultimo, ove si afferma che «i requisiti e i divieti del presente regolamento sono strettamente collegati a quelli previsti dalla direttiva 2014/65/UE, e dovrebbero pertanto entrare in vigore alla data di entrata in vigore di detta direttiva».

<sup>13</sup> Sugli scandali finanziari emersi negli USA e in Europa all'alba del XXI secolo v. A. Alessandri, *Diritto penale e attività economiche*, Bologna 2010, 101 ss.; F. Centonze, *Controlli societari e responsabilità penale*, Milano 2009, 1 ss.; più di recente F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato*, cit., 17 ss.; L. Foffani, *Politica criminale*, cit., 67, anche per puntuali riferimenti alla letteratura di lingua tedesca.

<sup>14</sup> Evidente è il nesso tra l'uso improprio (oltre che massiccio) di *derivative securities* e la crisi del comparto dei mutui immobiliari statunitensi, crisi propagatasi fino ad assumere dimensioni mondiali e i cui effetti non si sono ancora esauriti. In argomento v. M. Onado, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca, impr., soc.* 2009, 5 ss.; nonché i lavori contenuti in P. Savona, J.J. Kirton, C. Oldani (a cura di), *Global financial crisis: global impact and solutions*, Farnham 2011.

Madoff” del dicembre 2008<sup>15</sup>, o ancora alle manipolazioni dell’indice LIBOR emerse nel 2012<sup>16</sup>.

Più in generale è sensibilmente mutato il “volto” del mercato (e, con esso, quello del capitalismo), non soltanto a seguito dell’irreversibile “finanziarizzazione”<sup>17</sup> dell’economia, ma anche in conseguenza di innovazioni prasseologiche e tecnologiche



<sup>15</sup> Per una ricostruzione della frode miliardaria orchestrata da Bernard L. Madoff e perpetrata per oltre un quindicennio ai danni di migliaia di investitori (con le cadenze seriali del c.d. *Ponzi scheme*) cfr. E. Arvedlund, *Too good to be true: the rise and fall of Bernie Madoff*, New York 2009. La ricordata vicenda è ormai paradigmatica nello studio del *white-collar crime* statunitense, tanto che Bernie Madoff è definito, «*without question, America's most notorious white-collar criminal*»: così J.M. Scheb II, *Criminal Law*<sup>7</sup>, Stamford 2015, 237.

<sup>16</sup> Il “LIBOR scandal” attiene a comportamenti manipolativi del *London InterBank Offered Rate*, tasso medio dei prestiti interbancari sulla piazza londinese, costituente parametro di riferimento per una serie di strumenti finanziari, anche derivati, i cui tassi sono calcolati aggiungendo un differenziale (*spread*) al tasso-base LIBOR. Secondo le indagini condotte da svariate istituzioni (nel Regno Unito il *Serious Fraud Office*, la *Bank of England* e il Parlamento; negli USA il *Department of Justice*, la *Federal Reserve* e il Congresso) le maggiori banche mondiali avrebbero indicato valori difforni dal vero per finalità speculative, connesse ai menzionati riverberi del LIBOR sui prodotti sottostanti, così alterando il mercato del credito a livello globale. Sul tema cfr. S. Miller, *The Libor Scandal: Culture, Corruption and Collective Action Problems in the Global Banking Sector*, in J. O'Brien, G. Gilligan (a cura di), *Integrity, Risk and Accountability in Capital Markets: Regulating Culture*, Oxford 2013, 111 ss.; C. Hall, *Anything for You Big Boy: A Comparative Analysis of Banking Regulation in the United States and United Kingdom in Light of the LIBOR Scandal*, in *Nw. J. Int'l L. & Bus.* 2013, 153 ss.

<sup>17</sup> L'espressione riportata nel testo allude al ruolo dominante della finanza in ambito economico, a scapito delle tradizionali attività di produzione e scambio di beni e servizi. Sui risvolti penalistici del fenomeno v. C. Pedrazzi, *L'alterazione del sistema economico: riciclaggio e reimpieghi di capitali di provenienza illecita*, in S. Moccia (a cura di), *Criminalità organizzata e risposte ordinamentali*, Napoli 1999, 367 s.; A. Alessandri, *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *RIDPP* 2005, 536; più di recente F. Centonze, *Controlli societari*, cit., 28; F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato*, cit., 8 ss., quest'ultimo anche per puntuali riferimenti alla letteratura economica e considerazioni sul ruolo di preminenza nei mercati finanziari assunto negli ultimi anni dai “fondi sovrani” appartenenti a Stati che investono a livello globale i proventi ricavati dalla vendita delle proprie risorse minerarie (soprattutto petrolio e gas).

concernenti l'oggetto degli scambi (in larga parte concentrati sui cc.dd. *derivati*<sup>18</sup>), le *trading venues*<sup>19</sup> e le modalità di negoziazione<sup>20</sup> dei valori mobiliari.

In un quadro complesso e in continuo divenire, come quello appena tratteggiato, si inseriscono il reg. UE 596/2014 sugli abusi di mercato (c.d. MAR)<sup>21</sup> e la dir. 2014/57/UE sulle sanzioni penali per gli abusi di mercato (c.d. MAD II)<sup>22</sup>.

La scelta di sdoppiare le fonti appare di per sé indicativa: il legislatore eurounitario detta invero tramite regolamento una disciplina uniforme, così da superare le differenze tra i vari regimi domestici e introdurre norme immediatamente applicabili,

---

<sup>18</sup> Problematica è la stessa definizione di *derivative security*, ove l'attributo allude alla "derivazione" del valore da un'entità sottostante (il più delle volte un ulteriore strumento finanziario: ad esempio le azioni di una società quotata in borsa, il cui valore si riflette su un'opzione di acquisto/vendita, che dunque ne rappresenta il "derivato"). I contratti costituenti *derivative securities* hanno molteplici forme (come *swaps* od *options*) e finalità (si pensi all'esigenza di predeterminazione del prezzo futuro di acquisto/vendita o di copertura/frazionamento di un rischio), ma in anni recenti – a partire dall'ultimo scorcio del XX secolo – si è affermata una funzione prettamente speculativa di simili strumenti finanziari, utilizzati come "leva" per operazioni di valore talvolta incomensurabile e sovente caratterizzate da intrinseca opacità. In argomento si v. E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in D. Maffei (a cura di), *SWAP tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano 2014, 91 ss.; nonché, con riguardo ai sempre più vasti ambiti di utilizzo dei "derivati", i lavori contenuti in M. Lamandini, C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities. Quali prospettive?*, Milano 2006, in particolare *Parte III, Mercati emergenti*, 777 ss. Per la sottolineatura dell'interconnessione tra *derivative securities* e crisi finanziarie del terzo millennio cfr. C. Oldani, *I derivati finanziari. Dalla Bibbia a Enron*, Milano 2010, 55 ss. Nella vasta letteratura straniera sul tema si segnalano interessanti contributi che, oltre a illustrare le dinamiche della *derivative finance*, ne ripercorrono la storia (con radici in epoca di gran lunga anteriore alla fine del '900, come suggerisce lo stesso titolo del lavoro richiamato poco sopra): G. Poitras, *Valuation of equity securities. History, Theory and Application*, Singapore 2011, 98 ss.; J. Hull, *Options, Futures, and Other Derivatives*<sup>6</sup>, Upper Saddle River 2006, 1 ss.; E.J. Weber, *A Short History of Derivative Security Markets*, June 2008, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), anche per ulteriori riferimenti.

<sup>19</sup> La frammentazione delle sedi di scambio di strumenti finanziari, "derivati" e non, rappresenta una caratteristica del mercato da ormai molti anni: non a caso la MiFID I, prendendo atto di tale realtà, ha disposto l'abolizione del meccanismo di (tendenziale) concentrazione delle negoziazioni sul mercato regolamentato, al fine di incentivare la concorrenza tra piattaforme alternative (come MTF e SI) ed estendere – nei limiti del possibile – le regole di trasparenza anche alle operazioni *over the counter* (OTC). Per una sintetica rassegna delle *trading venues* disciplinate della MiFID I e una bibliografia minima sia permesso rinviare a E. Basile, *Contravvenzioni*, cit., 748 ss., cui *adde* N. Moloney, *EU Securities*, cit., 434 ss., per la nuova normativa dettata da MiFID II e MiFIR.

<sup>20</sup> In tempi recenti si sono diffuse – assumendo proporzioni assai significative – modalità di negoziazione "ad alta frequenza" (c.d. *High Frequency Trading*, HFT), ove gli ordini di acquisto/vendita sono gestiti da *software* sulla base di algoritmi in grado di estrarre valore da variazioni anche infinitesimali del prezzo di strumenti finanziari scambiati in elevate quantità, attraverso transazioni di brevissima durata e dal ritmo incessante. Il descritto meccanismo, oltre a determinare il definitivo tramonto della visione classica del mercato borsistico (luogo di incontro della domanda e dell'offerta connesse principalmente a posizioni di breve-medio periodo), comporta il rischio di illeciti: le condotte di *market abuse* (soprattutto sotto forma di manipolazione "operativa") ben potrebbero essere poste in essere tramite HFT (basti pensare alla immissione di grandi quantitativi di ordini di acquisto, subito cancellati, che seppure non eseguiti sono idonei a far "apparire" un movimento attorno al titolo azionario interessato). In argomento v. G. Strampelli, *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.* 2014, 991 ss., per acute riflessioni sulle ricadute giuridiche del fenomeno a livello domestico; in prospettiva sovranazionale ed economica cfr. invece, da ultimo, G.N. Gregoriou (a cura di), *Handbook of High Frequency Trading*, London-San Diego 2015, *passim*.

<sup>21</sup> «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».

<sup>22</sup> «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)».

presidiate attraverso sanzioni amministrative<sup>23</sup>; la direttiva, per converso, indica agli Stati membri obiettivi di tutela da perseguire tramite previsioni incriminatrici<sup>24</sup>.

Il descritto scenario ha implicazioni di notevole portata, sia rispetto alla nozione di “*matière pénale*” (cruciale ai fini dell’osservanza del canone del *ne bis in idem*)<sup>25</sup>, sia sul fronte delle competenze penalistiche UE (come risultanti dall’assetto istituzionale *post-Lisbona*)<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> Si veda il *Considerando* (5) MAR, ove è esplicitata, tra le finalità dello strumento in esame, quella di fornire «un’interpretazione più uniforme del quadro dell’Unione in materia di abusi di mercato, definendo in modo più chiaro le regole applicabili in tutti gli Stati membri». L’apparato sanzionatorio amministrativo è delineato dall’art. 30 MAR.

<sup>24</sup> Cfr. in particolare il *Considerando* (6) MAD II, a mente del quale è «essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative. Introducendo sanzioni penali almeno per le forme gravi di abusi di mercato, si stabiliscono confini chiari per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti».

<sup>25</sup> In anni recenti gli organi giurisdizionali della “piccola” e della “grande” Europa (rispettivamente C.G.U.E e C.eur.) sono stati chiamati più volte a pronunciarsi sulla legittimità di previsioni di singoli ordinamenti nei quali un determinato fatto è assoggettato cumulativamente a sanzioni amministrative e penali, in potenziale violazione del *ne bis in idem*, principio sancito tanto dalla Convenzione europea dei diritti dell’uomo (art. 4 prot. 7), quanto dall’art. 50 CDFUE: si vedano, per tutte, C.G.U.E GS, 26.2.2013, *Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson* (C-617/10), in [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu), in tema di violazioni tributarie in Finlandia; C.eur., 4.3.2014, *Grande Stevens c. Italia* (ric. n. 18640, 18647, 18663, 18668 e 18698/2010), in [www.echr.coe.int](http://www.echr.coe.int), sul “doppio binario” punitivo italiano per gli abusi di mercato.

Entrambe le Corti europee propugnano ora un approccio sostanzialista, fondato su un’ampia nozione di “*matière pénale*”, in base alla quale per qualificare in termini penalistici (e dunque assoggettare al *ne bis in idem*) una data disciplina ciò che conta non è l’etichetta assegnata dall’ordinamento, ma piuttosto il grado di afflittività della misura (v. *infra*, § 3.1. e nota 70). Ne segue che sotto-sistemi punitivi concorrenti sul medesimo fatto (storico) – come quelli scrutinati nelle richiamate decisioni – comportano una duplicazione sanzionatoria tendenzialmente incompatibile con le previsioni sovranazionali.

Per una puntuale rassegna del dibattito sul tema e ulteriori riferimenti v. M. Scoletta, *La legalità penale nel sistema europeo dei diritti fondamentali*, in C.E. Paliero e F. Viganò (a cura di), *Europa e diritto penale*, Milano 2013, 255 ss.; 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 [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 15.7.2015.

<sup>26</sup> La MAD II rappresenta il primo atto normativo adottato ai sensi dell’art. 83, § 2, TrFUE nel testo risultante dal Trattato di Lisbona varato nel 2007 ed entrato in vigore nel 2009. Le principali novità della riforma istituzionale UE consistono nel superamento della suddivisione in “pilastri” delle competenze, a favore di un sistema “per campi di materia”, ivi compreso il *jus terribile* se funzionale alla tutela di interessi eurounitari. Sotto quest’ultimo profilo l’art. 83 sancisce, al § 1, la facoltà di stabilire “norme minime” di natura penale in settori di criminalità grave ivi elencati; d’altro canto, il § 2 della disposizione estende il medesimo potere ai settori “armonizzati” dell’Unione, se necessario ai fini dell’attuazione delle politiche della stessa; infine, l’art. 86 TrFUE nel disciplinare la c.d. Procura europea sembrerebbe legittimare l’adozione di norme incriminatrici *tout court* con specifico riguardo alla protezione di interessi finanziari della UE.

Sebbene la quasi totalità degli interpreti qualificati come *indirette* le forme di competenza penalistica appena richiamate, è innegabile la crescente valenza politico-criminale degli atti normativi eurounitari, con la conseguente compressione delle prerogative degli Stati membri *in subiecta materia*.

L’“europeizzazione” del diritto penale è un tema assai indagato dalla dottrina del XXI secolo: tra i contributi più recenti e rilevanti si vedano G. Grasso, *La “competenza penale” dell’Unione europea nel quadro del Trattato di Lisbona*, in di G. Grasso, L. Picotti, R. Sicurella (a cura di), *L’evoluzione del diritto penale nei settori d’interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, Milano 2011, 693 ss.; A. Bernardi, *All’indomani di Lisbona: note sul principio europeo di legalità penale*, in *Quad. cost.* 2009, 37 ss.; V. Manes, *Diritto penale e fonti sovranazionali*, in G. Insolera, N. Mazzacuva, M. Pavarini, M. Zanotti (a cura di), *Introduzione al sistema penale*<sup>4</sup>, I, Torino 2012, 157

Non è certamente possibile, in questa sede, approfondire tematiche di simile spessore, che animano il dibattito dottrinale e hanno da tempo innescato un dialogo permanente tra gli organi giurisdizionali europei (C.G.U.E e C.eur.) e le supreme magistrature degli Stati membri<sup>27</sup>.

Incompatibile con le esigenze del presente lavoro è, parimenti, la disamina dettagliata delle previsioni contenute nella direttiva e nel regolamento<sup>28</sup>, risultando invece preferibile dedicare qualche cenno alle caratteristiche salienti della nuova normativa sovranazionale, per poi concentrare l'attenzione sulle modalità con le quali l'Italia si appresta a recepire la dir. 2014/57/UE.

In prima approssimazione, si può osservare che MAR e MAD II sono reciprocamente integrati e danno vita a un reticolo di misure punitive penali e amministrative, tra le cui finalità principali rientrano l'osservanza del principio del *ne bis in idem* e il rafforzamento della cooperazione in ambito UE<sup>29</sup>.

Altro connotato della riforma del *market abuse* è l'applicabilità della disciplina rispetto a condotte illecite su strumenti finanziari di qualsivoglia tipologia e scambiati in ogni sede, ricomprendendo peraltro espressamente nella portata dei divieti la manipolazione di *benchmark*<sup>30</sup>.

È, tuttavia, con riferimento alle pene criminali – oggetto precipuo della MAD II – che emergono chiaramente i limiti di uno strumento destinato a legislatori nazionali con retroterra culturali differenziati, chiamati a innestare o modificare figure di reato

---

ss.; C. Sotis, *Il trattato di Lisbona e le competenze penali dell'Unione europea*, in *CP 2010*, 1150 ss.; C. Paonessa, *Gli obblighi di tutela penale. La discrezionalità legislativa nella cornice dei vincoli costituzionali e comunitari*, Pisa 2009, 250; C. Cupelli, sub Art. 1, in *Codice penale, Rassegna di giurisprudenza e di dottrina*, dir. da G. Lattanzi, E. Lupo, I, *La legge penale e le pene, Libro I, Artt. 1-38*, coord. da M. Gambardella, *Agg. 2015*, Milano 2015, 43 ss.

<sup>27</sup> Un esauriente quadro dei rapporti tra le Corti lato *sensu* europee e gli organi giurisdizionali di vertice nell'ordinamento italiano è offerto da F. Viganò, E. Lamarque, *Sulle ricadute interne della sentenza Scoppola (ovvero: sul gioco di squadra tra Cassazione e Corte costituzionale nell'adeguamento del nostro ordinamento alle sentenze di Strasburgo)*, in *GI 2014*, 401 ss.; cui *adde* – limitando i riferimenti all'essenziale – 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 [www.rivistaaic.it](http://www.rivistaaic.it), 4/2014; F. Viganò, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, in *Dir. pen. cont.* 2014 (3/4), 219 ss.; A. Alessandri, *Prime riflessioni sulla decisione della CEDU riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.* 2014, I, 855 ss.

<sup>28</sup> Per un commento della normativa UE sugli abusi di mercato a seguito del varo di MAD II e MAR v. F. Mucciarrelli, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 17.9.2015; nonché, precedentemente, F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato*, cit., 78 ss.; L. Foffani, *Politica criminale*, cit., 69 s.

<sup>29</sup> In senso contrario (ma non del tutto preclusivo: v. *infra*, in nota 66) al cumulo di sanzioni penali e amministrative per il medesimo fatto cfr. i *Considerando* (72) MAR e (23) MAD II.

Le misure di rafforzamento della cooperazione tra le autorità amministrative nazionali preposte al contrasto del *market abuse* sono ritenute necessarie dal *Considerando* (26) MAD II in ragione del carattere transfrontaliero delle attività finanziarie. Il MAR contiene a propria volta numerose prescrizioni sulle cc.dd. autorità competenti, cui è attribuito un ruolo centrale ai fini dell'armonizzazione delle prassi di mercato e dell'applicazione uniforme della normativa eurounitaria, oltre che di raccordo con l'Esma (v., in particolare, il capo 4 del reg. UE 596/2014).

<sup>30</sup> Particolarmente ampia la portata di MAD II e MAR (cfr., rispettivamente, gli artt. 1 e 2), che trovano applicazione non soltanto rispetto agli strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o MTF, ma anche a quelli scambiati in altri sistemi organizzati di negoziazione (c.d. *other trading facility*, OTF) oppure fuori mercato (*over the counter*, OTC), nonché ai “derivati” e alle quote di emissione (i cc.dd. certificati verdi). La nuova normativa eurounitaria in tema di *market manipulation* contempla altresì, come accennato nel testo, gli indici di riferimento dei valori mobiliari, oltre che il settore dei “derivati” su merci.



nei rispettivi sistemi giuridico-penali, ciascuno dei quali caratterizzato da una parte generale a sé stante<sup>31</sup>. In mancanza di fondamenta penalistiche comuni ai vari Stati membri, le previsioni eurounitarie lasciano ampia discrezionalità a questi ultimi circa le modalità di repressione di comportamenti “gravi” mediante sanzioni penali, indicando il solo minimo del massimo edittale, senza ulteriori limiti verso l’alto o verso il basso.

Le problematiche connesse alla pena, tratto inconfondibile e distintivo del *jus terribile*, non rappresentano l’unico profilo di potenziale criticità nell’ottica del recepimento di MAD II e MAR. Volgendo lo sguardo all’ordinamento italiano, si possono ad esempio formulare almeno tre interrogativi:

(i) Le norme tecniche emanate dalla Commissione europea su proposta dell’Esma o dalle “autorità competenti” nazionali, allo scopo di specificare – *rectius* co-definire – i precetti cui è ricollegata la comminatoria penale per la *market manipulation*<sup>32</sup>, sono compatibili con il principio di riserva di legge sancito dall’art. 25 cpv Cost.?

(ii) La criminalizzazione del tentativo imposta dalla MAD II<sup>33</sup> è ammissibile rispetto a fattispecie di pericolo, categoria nella quale rientrano pacificamente l’*insider trading* e la manipolazione del mercato?

(iii) L’indicazione del (solo) livello *minimo del massimo edittale* di pena detentiva per gli abusi di mercato “gravi”<sup>34</sup> lascia del tutto libero lo Stato membro in ordine alla dosimetria sanzionatoria?

La prima questione non rappresenta, invero, una novità nella riflessione dottrinale sul *market abuse*, essendo tuttora controversi i confini della potestà regolamen-

---

<sup>31</sup> Per la sottolineatura del potenziale ostacolo al processo di integrazione UE in materia penale derivante dall’incoerenza tra i vari ordinamenti nazionali, v. H. Satzger, *Politica criminale europea: pericoli o prospettive per gli ordinamenti penali nazionali all’interno dell’Unione europea*, trad. it. di A. Giudici, in *Europa e diritto penale*, cit., 296 ss., il quale richiama esemplificativamente la fissazione dei minimi(/massimi) del massimo edittale come strumento di dubbia utilità (in mancanza di criteri armonizzati nella commisurazione concreta della pena), che reca oltretutto con sé «il pericolo di distorsioni del sistema sanzionatorio in quei paesi (...) [del nord Europa] che non conoscono massimi edittali tanto elevati quanto è loro imposto [dalle misure eurounitarie]» (ivi, 297).

<sup>32</sup> L’art. 5, § 2, MAD II esclude espressamente dall’area di illiceità penale le condotte «conformi alle prassi di mercato ammesse nella sede di negoziazione interessata» e per la definizione delle stesse rinvia all’art. 13 MAR, che a propria volta demanda la potestà normativa (secondaria) alle autorità competenti di ciascuno Stato membro, ferme la supervisione e la sorveglianza dell’Esma. La Commissione UE ha inoltre la facoltà (ex art. 12, § 5, MAR) «di adottare atti delegati (...) che specifichino gli indicatori stabiliti nell’allegato I [al MAR, ove sono contenuti un elenco non tassativo di indicatori connessi all’utilizzo di artifici o di qualsiasi altra forma di inganno o espediente e un elenco non tassativo di indicatori connessi a segnali falsi o fuorvianti e alla fissazione dei prezzi], al fine di chiarirne gli elementi e tener conto degli sviluppi tecnici sui mercati finanziari».

<sup>33</sup> L’art. 6, § 2, MAD II impone agli Stati membri di adottare «le misure necessarie affinché il tentativo di commettere uno dei reati» di *market abuse* contemplati dalla direttiva medesima costituisca un fatto penalmente rilevante.

<sup>34</sup> L’art. 7 MAD II prescrive che l’abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato – qualificati come “gravi” e commessi con dolo – «siano punibili con la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro» (§ 2), mentre con riguardo alla “comunicazione illecita di informazioni privilegiate” si indica la medesima sanzione detentiva in misura non inferiore a due anni (§ 3).

tare Consob riguardo aspetti essenziali, destinati a incidere – direttamente o indirettamente – sul versante punitivo<sup>35</sup>: è senz'altro auspicabile, in ossequio al *nullum crimen sine lege*, che alle fonti subordinate siano attribuiti spazi di intervento ridotti, circoscritti ad aspetti “tecnici” e “di dettaglio”, ma occorre realisticamente riconoscere che, per ragioni strutturali, nella materia di interesse non si può fare a meno di norme incriminatrici contenenti clausole generali, lasciando rilevanti margini di manovra alla normazione secondaria<sup>36</sup>.

Più delicata la seconda tematica, dal momento che, se non sembrano frapporsi ostacoli alla configurabilità del tentato abuso di informazioni privilegiate (almeno stando all'interpretazione dominante)<sup>37</sup>, si potrebbe invece dubitare che la *market manipulation* sia suscettibile di integrazione nella forma del tentativo, non soltanto perché fattispecie di pericolo, ma anche quale “delitto unisussistente” (*qui uno actu perficitur*)<sup>38</sup>.

<sup>35</sup> La potestà regolamentare Consob si esplica su vari fronti, talvolta come mera integrazione tecnica (ad esempio in tema di condizioni per ritardare la *disclosure* di informazioni rilevanti ex art. 114, co. 3, T.u.Int.Fin.), talaltra in forma del tutto autonoma (si pensi ai regolamenti sul cumulo degli incarichi societari) o ricollegata a fonti sovranazionali (per esempio al fine di esemplificare le operazioni “sospette” che gli operatori di mercato devono denunciare alla Commissione: si vedano gli artt. 43 ss. del Regolamento Mercati emanato da Consob e la connessa Comunicazione n. DME/5078692 del 29 novembre 2005). All'«attività di regolazione svolta dalla Commissione sono da ricondurre anche i c.d. “atti di *soft law*”, quali ordini, circolari e chiarimenti[ che pur privi] di efficacia cogente (...) svolgono una funzione assai importante nell'ottica della disciplina dei casi specifici e di quelli che, fatalmente, sfuggono alla produzione regolamentare»: così F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato*, cit., 285.

I summenzionati strumenti sono in prevalenza dotati di efficacia indiretta sull'apparato punitivo del *market abuse*, laddove le “prassi di mercato ammesse” hanno incidenza diretta sul versante sanzionatorio, paralizzandone l'operatività: in argomento v., per tutti, F. Consulich, *Ex facto oritur ius criminale? Le prassi di mercato ammesse, tra crisi della legge e legalità della giustificazione*, in *Riv. soc.* 2011, 286 ss., il quale considera le disposizioni in esame come scriminanti.

Più in generale, sulla fibrillazione del canone giuspenalistico di legalità in conseguenza dell'ampiezza dei poteri regolamentari Consob cfr. D. Notaro, *Autorità indipendenti e norma penale. La crisi del principio di legalità nello Stato policentrico*, Torino 2010, 33 ss.

<sup>36</sup> In questo senso, per tutti, M. Clarich, *Le autorità indipendenti tra regole, discrezionalità e controllo giudiziario*, in *Foro amm.* 2002, 3865 ss. Adesivamente, F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato*, cit., 281, con ulteriori riferimenti.

<sup>37</sup> F. Mucciarelli, sub Art. 184, in *Il testo unico della finanza*, cit., 2371; egualmente L. Foffani sub Art. 184 D. legisl. 24 febbraio 1998, n. 58, in *Commentario breve alle leggi penali complementari*<sup>2</sup>, dir. da F.C. Palazzo, C.E. Paliero, Padova 2007, 721.

<sup>38</sup> Cfr. C. Pedrazzi, *Aggiotaggio bancario*, in P. Ferro-Luzzi e G. Castaldi (a cura di), *La nuova legge bancaria, Commentario*, III, Milano 1996, 2041 ss., ora anche in Id., *Diritto penale*, IV, *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano 2003, 257 ss., ad avviso del quale, sebbene sia «strutturalmente ipotizzabile il tentativo [di aggiotaggio (antesignano della *market manipulation*),] (...) la sua punizione non sembra compatibile con i principi, poiché andrebbe a reprimere un pericolo di pericolo» (*ivi*, 265). Più di recente, nel medesimo senso, A. Melchionda, *Aggiotaggio e manipolazione del mercato*, in A. Lanzi, A. Cadoppi (a cura di), *I reati societari. Commentario aggiornato alla legge 28 dicembre 2005 n. 262 sulla tutela del risparmio*, Padova 2007, 283; in termini dubitativi, E. Amati, *La manipolazione del mercato: il reato*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2007, 1056; L. Foffani sub Art. 185 D. legisl. 24 febbraio 1998, n. 58, in *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 728, secondo cui la criminalizzazione del tentativo di un reato di pericolo comporterebbe un'anticipazione «forse eccessiva» della soglia di punibilità.

Ulteriore argomento per negare l'ammissibilità della *market manipulation* in forma tentata potrebbe poi far leva – come accennato nel testo – alla qualificazione della fattispecie come delitto “unisussistente” (*qui uno actu*

Tralasciando infine il “doppio binario” sanzionatorio (cumulativo) penale e amministrativo – previsto in Italia per gli abusi di mercato a partire dal 2005<sup>39</sup>, sospettato di incostituzionalità dai giudici interni dopo la pronuncia *Grande Stevens* della Cedu<sup>40</sup> e verosimilmente destinato all’abbandono (v. *infra* 3.1.) –, appare nondimeno lecito chiedersi se il mantenimento di un massimo edittale di pena detentiva triplo rispetto alla soglia minima indicata dal legislatore eurounitario (opzione ben possibile in base alla lettera della MAD II<sup>41</sup>) non contraddica il canone di proporzionalità della sanzione, espressamente sancito dall’art. 49 CDFUE e dotato di rango costituzionale nella stessa dimensione interna<sup>42</sup>: la «pena massima di dodici anni (...) rappresenta senza dubbio

---

*perficitur*): secondo Cass. 20.7.2011, n. 28932, Tanzi, in *DPP* 2011, 1098, in tema di manipolazione informativa, «l’atto di diffusione della notizia esaurisce la condotta illecita». Ne segue che l’impossibilità di frazionare il processo esecutivo escluderebbe il tentativo, poiché, «compiuto l’unico atto che costituisce il delitto, l’azione criminosa è completa»: così G. Fiandaca, E. Musco, *Diritto penale, Parte generale*<sup>7</sup>, Bologna 2014, 495.

*Contra* F. Mucciarelli, sub Art. 185, in *Il testo unico della finanza*, cit., per il quale il «tentativo sembra ipotizzabile sul piano strutturale (...) [in ragione della] natura di reato di pericolo concreto che l’incriminazione ha oggi indubbiamente assunto. Né, per vero, la pur esatta qualificazione del reato come unisussistente sembra da sola bastevole a precludere l’ipotesi del tentativo» (*ivi*, 2417). Egualmente S. Seminara, *L’aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in A. Giarda, S. Seminara (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova 2002, 567; F. Sgubbi, *Abusi di Mercato*, in *ED, Ann. 2, II*, 2008, 36.

<sup>39</sup> Per una panoramica delle questioni sostanziali e processuali connesse alla disciplina sanzionatoria degli abusi di mercato introdotta in Italia dalla l. 18.4.2005 n. 62 (inopinatamente modificata *in peius*, dopo pochi mesi, dalla l. 28.12.2005 n. 262) cfr. A. Alessandri, *Prime riflessioni*, cit., 857 ss., con ulteriori riferimenti.

<sup>40</sup> Due sezioni semplici della Cassazione hanno – quasi contemporaneamente – sollevato questione di legittimità costituzionale con riguardo al regime di “doppio binario” sanzionatorio amministrativo e penale in materia di *market abuse*, per sospetto contrasto con gli obblighi discendenti dall’art. 4 Prot. 7 Cedu, come interpretato nella sentenza della C.eur. *Grande Stevens c. Italia*. In un caso la censura è stata mossa dalla quinta sezione penale della Corte di legittimità, ritenendo che costituisse violazione del *ne bis in idem* celebrare un processo in relazione a una fattispecie già giudicata in sede amministrativa; la sezione civile tributaria ha invece preso atto dell’avvenuta definizione del procedimento penale tramite “patteggiamento” e si interroga sulla legittimità delle sanzioni Consob per il medesimo fatto. Si vedano, rispettivamente, Cass., ord. 15.1.2015, n. 1782, Chiarion, in *DPP* 2015, 285 ss.; Cass. trib., ord. 21.1.2015, n. 950, Garlsson Real Estate SA e altri c. Consob, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 23.1.2015. In dottrina, per un commento della prima ordinanza cfr. M. Scoletta, *Il doppio binario sanzionatorio del market abuse al cospetto della Corte costituzionale per violazione del diritto fondamentale al ne bis in idem*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 17.11.2014; S. Riccio, *Ne bis in idem e market abuse: quali prospettive (aspettando la Consulta)*, in *Proc. pen. giust.* 2015 (4), 185 ss.; a proposito della seconda v., invece, S.G. Guizzi, *Hic Rhodus, hic salta: l’incidenza del principio del ne bis in idem sulla disciplina del market abuse all’esame del giudice delle leggi*, in *CorrGiur* 2015, 597 ss.; A. Palasciano, *Rinviata alla Corte costituzionale l’applicazione di sanzioni penali e amministrative per lo stesso fatto*, in *Fisco* 2015, 881 ss. Un quadro d’insieme è offerto da G.M. Flick, V. Napoleoni, *A un anno di distanza dall’affaire Grande Stevens: dal ne bis in idem all’e pluribus unum?*, in [www.rivistaaic.it](http://www.rivistaaic.it) 2015 (3), in particolare 9 ss.

<sup>41</sup> Il *Considerando* (20) MAD II così recita: «Poiché la presente direttiva prevede norme minime, gli Stati membri sono liberi di adottare o mantenere norme di diritto penale più severe in materia di abusi di mercato».

<sup>42</sup> Sul «volto costituzionale dell’ordinamento europeo» e per la sottolineatura della corrispondenza dei suoi valori a quelli fondanti dei singoli Paesi membri v. A. Bernardi, *Interpretazione conforme al diritto UE e costituzionalizzazione dell’Unione Europea*, in *Dir. pen. cont.* 2013 (3), 240 s.; più in generale cfr. C. Sotis, *I principi di necessità e proporzionalità della pena nel diritto dell’Unione europea dopo Lisbona*, in *Dir. pen. cont.* 2012 (1), 111 ss. A livello domestico, il «costante “principio di proporzione” tra qualità e quantità della sanzione, da una parte, e offesa, dall’altra» è stato di recente riaffermato da Corte cost., 18.4.2014, n. 105, in *GCos* 2014, 1849 ss.; una dettagliata rassegna dei precedenti della Consulta è offerta da M. Caterini, *Il reato eccessivo. La preterintenzione dal versarsi in re illecita al dolo eventuale*, Napoli 2008, 403 ss., con ulteriori riferimenti.

un *unicum* nel panorama internazionale ed è palesemente sproporzionata anche in un sistema punitivo archeologicamente draconiano (per lo meno *in astratto*) quale è il nostro»<sup>43</sup>.

Agevole osservare, in definitiva, come a nessuno degli ipotizzati quesiti possa essere fornita risposta univoca, giacché la soluzione delle cennate problematiche rientra all'evidenza tra le *prerogative* (e i *doveri*) del legislatore nazionale, cui competono le scelte politico-criminali in un ordinamento liberaldemocratico.

2. Il carattere fortemente innovativo della disciplina dettata da MAR e MAD II impone una serie di rilevanti modifiche alla normativa domestica di contrasto al *market abuse* attualmente in vigore.

Risultava dunque a dir poco singolare che il d.d.l. governativo recante la c.d. *legge di delegazione europea 2014* non includesse la dir. 57/2014/UE tra quelle da recepire; e tale omissione non era frutto di una deplorabile dimenticanza, rivelando al contrario una precisa opzione dell'esecutivo, che nella *Relazione* al menzionato d.d.l. affermava di avere da ultimo espunto «la direttiva 2014/57/UE relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato) poiché, come comunicato dal Ministero della giustizia successivamente all'approvazione preliminare, non risultano necessarie misure nazionali per la sua adozione in quanto l'ordinamento nazionale è già conforme»<sup>44</sup>.

Al descritto inconveniente si è rimediato in sede parlamentare, attraverso l'iniziativa di svariati senatori di maggioranza e opposizione, che hanno presentato tre emendamenti di identico contenuto<sup>45</sup> (poi unificati<sup>46</sup>), ai quali si deve la formulazione

---

<sup>43</sup> Così C.E. Paliero, *Nuove prospettive degli abusi di mercato?*, in *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni, Atti del Convegno a cura del Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale (Courmayeur, 25 settembre 2009)*, Milano 2010, 61. L'A. manifesta altresì fondati dubbi sulla "legittimazione sociale" delle fattispecie di *market abuse* in Italia, tanto da ravvisare una curiosa «relazione inversa tra legittimazione dell'incriminazione (e quindi, *par cascade*, della pena) e severità della pena stessa» (ivi, 60, corsivi nel testo).

In senso egualmente critico cfr. A. Alessandri, *Prime riflessioni*, cit., 857 s., ad avviso del quale si è al cospetto di «un evidente eccesso repressivo, che raggiunge i toni enfatici di una condanna religiosa contro gli empi mercanti».

<sup>44</sup> Così la *Relazione* illustrativa del d.d.l. d'iniziativa governativa n. S-1758, recante «*Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2014*», presentato al Senato della Repubblica il 5 febbraio 2015 e approvato in via definitiva dalla Camera dei Deputati il 2 luglio successivo, divenendo l. 9.7.2015 n. 114. I lavori preparatori sono consultabili sul sito internet [www.senato.it](http://www.senato.it).

In senso critico sull'omessa inclusione della MAD II nella versione originaria del d.d.l. in discorso v. F. Mucciarelli, *La nuova disciplina*, cit., 41.

<sup>45</sup> Si vedano, nei lavori preparatori (cit. nella nota che precede), le proposte di modifica al d.d.l. 1758 presentate dai senatori Cociancich del Partito Democratico (emendamento 7.0.4); Tarquinio del gruppo Conservatori e Riformisti, unitamente a Floris, Piccoli, Carraro, Sciascia e Piccinelli di Forza Italia, nonché Giovanni Mauro del gruppo Grandi Autonomie e Libertà (emendamento 7.0.5); Gualdani del gruppo Area Popolare (emendamento 7.0.6).

<sup>46</sup> Dai lavori preparatori (cit. in nota 44) si ricava che nella seduta del 1.4.2015 la 14<sup>a</sup> Commissione permanente del Senato (Politiche dell'Unione europea) ha approvato, previa unificazione, gli emendamenti richiamati *supra* (in nota 45), con due modifiche: in primo luogo si è inserito un termine per il recepimento della MAD II (3 luglio 2016); in secondo luogo, su richiesta del rappresentante del Governo, dal testo è stata espunta la seguente parte:

dell'art. 11 l. 114/2015. In particolare, il Governo è stato delegato a dare attuazione, entro il 3 luglio 2016, al nuovo *corpus* eurounitario di regole in tema di abusi di mercato (art. 1 l. 114/2015) e il Parlamento ha indicato a tal fine (nell'art. 11 della medesima legge) una serie di «*principi e criteri direttivi specifici*», tali nella forma più che nella sostanza (v. *infra*, n. 3.).

Dall'esame dei lavori preparatori si ricava l'impressione che la repentina svolta del legislatore delegante sia dovuta non tanto a una spontanea resipiscenza (un "ravvedimento operoso", per usare il lessico penalistico), quanto a una precisa sollecitazione proveniente dall'autorità di vigilanza sui mercati. Tutt'affatto casuale appare la circostanza che i tre emendamenti-fotocopia al d.d.l. 1758 (di uguale tenore letterale, come detto, sebbene sottoscritti da esponenti di forze politiche contrapposte) siano stati presentati dopo l'audizione parlamentare informale del presidente Consob, nel corso della quale era stata appunto caldeggiata l'integrazione della legge-delega con riferimento alla MAD II<sup>47</sup>.

Prima di esaminare i criteri-guida dettati dal Parlamento, è però opportuno svolgere qualche considerazione sulla tipologia di strumento impiegato (la delegazione legislativa), sia in questo specifico contesto, sia in prospettiva più generale.

Interessante ricordare, anzitutto, che i due pregressi interventi di riforma del comparto penalistico della disciplina dei mercati finanziari, nella seconda metà degli anni '90 del secolo scorso e nel 2005, hanno avuto luogo in un caso tramite legge-delega e nell'altro mediante interpolazione delle previsioni allora in vigore<sup>48</sup>.

Una comparazione – limitata a principi e criteri direttivi della delega nell'ambito di interesse – tra la "legge comunitaria" per il 1994 e quella emanata circa vent'anni dopo, rivela in modo inequivoco lo scadimento della tecnica redazionale verificatosi nel volgere di due decenni.

La l.52/1996 conteneva invero opzioni politico-criminali sufficientemente nette, sia con riferimento alla tipologia di misure afflittive, sia per quanto concerne le cornici sanzionatorie, mai rimesse *in toto* all'arbitrio del legislatore delegato, cui era riconosciuta la facoltà di mero coordinamento del sistema punitivo, dovendo scegliere tra sanzioni amministrative e penali in ragione dell'offensività della condotta illecita,

---

«prevedere i modi di cooperazione e concertazione tra Consob e Autorità giudiziaria, anche mediante un periodico scambio di informazioni e documenti, in grado di consentire la economicità e la efficacia della attività di indagine e la coerente interpretazione della normativa e, in particolare, degli elementi di distinzione tra fattispecie amministrativa e fattispecie penale».

<sup>47</sup> Si veda il documento Consob, Senato della Repubblica, 14<sup>a</sup> Commissione permanente (Politiche dell'Unione europea), Audizione nell'ambito dell'esame del Disegno di Legge n. 1758 recante Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea – Legge di delegazione europea 2014, Audizione del Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas, Roma, 18.3.2015, 12 s. (reperibile in [www.senato.it](http://www.senato.it) nella scheda del d.d.l. S-1758).

<sup>48</sup> Cfr. il combinato disposto degli artt. 3 e 21 l. 6.2.1996 n. 52 ("legge comunitaria 1994", cui si deve l'emanazione del T.u.Int.Fin.) e l'art. 9 l. 62/2005 (incisivamente intervenuto sulla parte V del T.u.Int.Fin. in attuazione della MAD I).

ferma comunque l'individuazione dei minimi e dei massimi edittali da parte del delegante<sup>49</sup>.

La semplice lettura dell'art.11 l. 114/2015 consente al contrario di avvedersi dell'assoluto *deficit* di linee-guida per il Governo rispetto all'emanazione di norme penali di recepimento della MAD II e del MAR, essendo in effetti demandate in via pressoché esclusiva alla discrezionalità dell'esecutivo non le scelte sull'*an* dell'incriminazione (già compiute in larga parte a livello UE), bensì quelle – non meno rilevanti – sul *quomodo*, ivi compresa la misura della pena (v. *amplius* il n. 3.1.).

L'approccio in esame determina non poche riserve per quanto attiene all'osservanza dei precetti *super*-primari sulla delega legislativa, che in materia penale si pone in rapporto di potenziale conflitto con l'espressa riserva stabilita dal capoverso dell'art. 25 della Carta fondamentale.

2.1. Il canone giuspenalistico di legalità – sotto il profilo della riserva di legge – è tradizionalmente oggetto di una duplice lettura: da un lato, secondo un'impostazione particolarmente attenta alle garanzie, il disposto dell'art. 25 cpv. Cost. andrebbe inteso in senso formale e dunque preclusivo rispetto a incriminazioni non previste dalla *lex parlamentaria*<sup>50</sup>; dall'altro un approccio pragmatico, ma non per questo privo di agganci sistematici, considera il dettato costituzionale come riferito agli atti aventi *forza di legge*, ricomprendendo decreti legge e legislativi<sup>51</sup>.

L'orientamento da ultimo richiamato risulta da tempo maggioritario in dottrina e ha ottenuto ripetuti avalli dalla Corte costituzionale<sup>52</sup>, tanto che gli stessi studiosi più sensibili agli argomenti della tesi restrittiva riconoscono che «[p]rese di posizione

---

<sup>49</sup> Per la puntuale disamina delle disposizioni penalistiche originariamente contenute nel T.u.Int.Fin. e acute osservazioni sulle scelte politico-criminali sottostanti alle tecniche sanzionatorie adottate nel 1998 si v. S. Seminara, *La tutela penale del mercato finanziario*, in C. Pedrazzi, A. Alessandri, L. Foffani, S. Seminara, G. Spagnolo, *Manuale di diritto penale dell'impresa*<sup>2</sup>, Agg., Bologna 2000, 523 ss.

<sup>50</sup> F. Bricola, *Teoria generale del reato*, in *NssDI*, XIX, 1973, 40 s.; G. Marinucci, E. Dolcini, *Corso di diritto penale*<sup>3</sup>, Milano 2001, 41 ss.; E. Dolcini, *Principi costituzionali e diritto penale alle soglie del nuovo millennio*, in *RIDP* 1999, 14 s.; A. Gamberini, *Riserva di legge*, in G. Insolera, N. Mazzacuvva, M. Pavarini, M. Zanotti (a cura di), *Introduzione al sistema penale*<sup>2</sup>, I, Torino 2000, 123 ss.; più di recente G. de Vero, *Corso di diritto penale*<sup>2</sup>, I, Torino 2012, 108; nonché C. Cupelli, *La legalità delegata. Crisi e attualità della riserva di legge nel diritto penale*, Napoli 2012, 171 ss.

<sup>51</sup> M. Romano sub *Art. 1*, in Id., *Commentario sistematico del codice penale*<sup>3</sup>, I, Milano 2004, 35; F. Palazzo, *Corso di diritto penale, Parte generale*<sup>5</sup>, Torino 2013, 115 s.; F. Mantovani, *Diritto penale, Parte generale*<sup>8</sup>, Padova 2013, 55; A. Pagliaro, *Principi di diritto penale, Parte generale*<sup>8</sup>, Milano 2003, 41 s.; C.F. Grosso, M. Pelissero, D. Petrini, P. Pisa, *Manuale di diritto penale, Parte generale*, Milano 2013, 84; M. Ronco, *Il principio di legalità*, in *La legge penale, Fonti, tempo, spazio, persone*, dir. da M. Ronco, Bologna 2006, 31; C. Fiore, S. Fiore, *Diritto penale, Parte generale*<sup>3</sup>, Torino 2008, 59; nonché, sia pure con qualche perplessità, G. Fiandaca, E. Musco, *Diritto penale*, cit., 55.

<sup>52</sup> Una rassegna delle pronunce della Consulta sulla piena compatibilità del *nullum crimen sine lege* con gli atti aventi forza di legge è contenuta in *Principi costituzionali in materia penale (Diritto penale sostanziale)*, *Giurisprudenza sistematica (aggiornato al settembre 2014)*, a cura di V. Manes, 25 ss., in [www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it). Cfr. inoltre C. Cupelli, sub *Art. 1*, cit., 20 ss., anche per riferimenti dottrinali sul tema.

intese a negare radicalmente la compatibilità della legislazione delegata con la riserva di legge in materia penale non sono realisticamente accettabili»<sup>53</sup>.

Le ragioni del pragmatismo, senz'altro condivisibili, non possono tuttavia giustificare l'indifferenza circa le concrete modalità di esercizio della potestà normativa primaria da parte del Governo, il che costituisce pur sempre una "rottura" (autorizzata dalla Costituzione) del fondamentale principio di separazione dei poteri.

A risultare particolarmente problematica è la legislazione delegata in materia penale, posto il massiccio utilizzo di tale strumento<sup>54</sup> e il ridimensionamento delle criticità connesse ai decreti legge, soprattutto da quando la Consulta ha dichiarato illegittima la prassi della reiterazione degli stessi<sup>55</sup>.

Tralasciando per un momento la dimensione del *jus terribile*, non è privo di rilievo osservare che anche in prospettiva costituzionalistica si manifestano preoccupazioni circa la limitata osservanza del dettato della Carta del 1948 a proposito della delegazione legislativa per il recepimento di direttive UE, avendo queste ultime sostituito *in toto* il Parlamento nazionale come fonte di istruzioni vincolanti per il delegato<sup>56</sup>. L'endemica tendenza a formulare deleghe "aperte" nel richiamato ambito costituisce

---

<sup>53</sup> Così G. de Vero, *La riserva di legge penale*, in *Trattato teorico-pratico di diritto penale*, dir. da F. Palazzo e C.E. Paliero, I, *La legge penale, il reato, il reo, la persona offesa*, a cura di G. de Vero, Torino 2010, 12.

<sup>54</sup> C. Cupelli, sub *Art. 1*, cit., 18, denuncia «il progressivo stravolgimento della fisiologia costituzionale dei rapporti fra potere legislativo e potere esecutivo [in conseguenza del] massiccio utilizzo della delegazione legislativa quale fonte del diritto penale». L'A. enumera quindi i molteplici settori del *jus terribile* ove negli ultimi decenni si è fatto ricorso alla delegazione legislativa: dai reati tributari a quelli societari, alla responsabilità (para-)penale degli enti, o ancora l'ambiente e la sicurezza sul lavoro, fino alle deleghe per la riforma di rilevanti istituti di parte generale contenute nella l. 28.4.2014 n. 67. In senso analogo v. C.F. Grosso, M. Pelissero, D. Petrini, P. Pisa, *op. loc. ult. cit.*

<sup>55</sup> Corte cost., 24.10.1996, n. 360, pres. Ferri, red. Cheli, in *GCos* 3147 ss. Permangono invero profili di criticità "procedimentale" a proposito della decretazione d'urgenza, poiché in sede di conversione di decreti legge in materia penale non è raro l'impiego di «maxi-emendamenti governativi [(di contenuto magari del tutto estraneo a quello del testo da convertire)], voto bloccato [dalla] questione di fiducia e *minaccia* della decorrenza dei termini di conversione e dell'imminente fine della legislatura»: così C. Cupelli, sub *Art. 1*, cit., 25 (corsivo nel testo). La Consulta è di recente intervenuta sul tema, affermando a chiare lettere che la legge di conversione deve avere un contenuto omogeneo a quello del decreto-legge. «Ciò in ossequio, prima ancora che a regole di buona tecnica normativa, allo stesso art. 77, secondo comma, Cost., il quale presuppone "un nesso di interrelazione funzionale tra decreto-legge, formato dal Governo ed emanato dal Presidente della Repubblica, e legge di conversione, caratterizzata da un procedimento di approvazione peculiare rispetto a quello ordinario" (sentenza n. 22 del 2012)»: così Corte cost., 25.2.2014, n. 32, pres. Silvestri, red. Cartabia, in *www.penalecontemporaneo.it*, 26.2.2014, 12. Per un commento dell'importante decisione, focalizzato sui profili qui richiamati, v. C. Cupelli, *Incostituzionalità per vizio procedurale, reviviscenza della normativa abrogata e riserva di legge in materia penale*, in *GCos* 2014, 505 ss.

<sup>56</sup> M. Cartabia, *Principi della delega determinati con rinvio alle norme comunitarie e parametro doppiamente interposto*, in *GCos* 1993, 2051 s.; G. D'Elia, *Osservazioni in tema di determinazione per relationem dei principi e criteri direttivi*, in *GCos* 1998, 2717; più di recente, A. Bonomi, *Le leggi comunitarie e la delineazione dei principi e dei criteri direttivi per rinvio alle direttive comunitarie nelle materie coperte da riserva di legge (Aspetti problematici)*, in *Le trasformazioni della delega legislativa. Contributo all'analisi delle deleghe legislative nella XIV e XV legislatura*, a cura di E. Rossi, Padova 2009, 293 ss.

un preoccupante campanello d'allarme, tanto più se entrano in gioco disposizioni penali, rispetto alle quali il livello di precisione dei principi e dei criteri direttivi risulta funzionale a non erodere dall'interno il *nullum crimen sine lege*<sup>57</sup>.

La descritta situazione patologica dovrebbe essere rimediata attraverso il controllo postumo da parte del Giudice delle leggi, non sempre penetrante per ragioni connesse alla stessa struttura dello scrutinio di legittimità costituzionale<sup>58</sup>, oltre che per il *self-restraint* al quale si è per lungo tempo attenuta la Consulta<sup>59</sup>, salvo giungere in tempi recentissimi a statuire, senza mezzi termini, che compete in via esclusiva al Parlamento «la scelta dei fatti da sottoporre a pena e delle sanzioni da applicare, [essendo per converso violata la riserva di legge in materia penale] qualora quella scelta sia effettuata dal Governo in assenza o fuori dai limiti di una valida delega legislativa. [Ne segue che la verifica affidata alla Corte costituzionale può persino produrre effetti *in malam partem*, nella misura in cui ciò risulti strumentale a precludere la possibilità per l'esecutivo] di effettuare scelte politico-criminali, che la Costituzione riserva al Parlamento, svincolate dal rispetto dei principi e criteri direttivi fissati dal legislatore delegante, eludendo così il disposto dell'art. 25, secondo comma, della stessa Costituzione»<sup>60</sup>.

L'art. 11 l. 114/2015 rappresenta un paradigmatico caso di mandato "in bianco", con attribuzione al delegato di sconfinata discrezionalità sotto il profilo della *Kriminalpolitik* ai fini del recepimento della nuova normativa eurounitaria sugli abusi di

<sup>57</sup> Sottolinea la «spiccata fisionomia [assunta dal] fenomeno della legislazione delegata attuativa di direttive comunitarie» G. de Vero, *La riserva di legge penale*, cit., 11. L'A. osserva in particolare come la clausola "ove necessario", attraverso la quale il Governo è solitamente delegato a prevedere la comminatoria di sanzioni (anche penali), abbia «suscitato talune questioni di legittimità costituzionale (...), vertenti tanto sulla mancata determinazione dei criteri di delega (...), quanto sulla ritenuta esorbitanza da tali criteri delle scelte di incriminazione effettuate dal legislatore delegato» (*ibidem*). Per gli esiti dello scrutinio di costituzionalità si veda la nota 59.

<sup>58</sup> Il sindacato della Corte costituzionale sulla corrispondenza tra decreto legislativo e principi della delega è irrimediabilmente frustrato qualora questi ultimi siano privi di rigore, analiticità e chiarezza, sicché lo scrutinio di costituzionalità diviene "prigioniero" del delegante: l'efficace espressione è di C. Cupelli, *La legalità delegata*, cit., 118 ss., cui si rinvia per ulteriori approfondimenti.

<sup>59</sup> La posizione storicamente assunta dalla Consulta con riguardo alle numerose questioni di costituzionalità sull(e concrete modalità di esercizio della delega) legislativa penale in materia "comunitaria" (ma non solo) è stata di estrema cautela. Come si è lucidamente osservato, «per un verso le eccezioni sono state risolutamente respinte; per altro verso, la Corte non ha mancato di sottolineare, in termini piuttosto severi e quindi contraddittori rispetto ai dispositivi, come i criteri indicati dal legislatore delegante risultano poco chiari e di ardua applicazione da parte del legislatore delegato»: così G. de Vero, *La riserva*, cit., 11, cui si rinvia anche per una rassegna delle decisioni rilevanti.

D'altra parte, poco dopo la fondamentale sent. 5/2014 (v. *infra*, nel testo e nella nota che segue), il Giudice delle leggi è tornato alla tradizionale posizione conservatrice: Corte cost., 13.3.2014, n. 47, pres. Silvestri, red. Frigo, in *GCos* 2014, 1154 ss., ribadisce infatti il frusto *leit-motiv* per cui «la delega legislativa non esclude ogni discrezionalità del legislatore delegato, la quale può essere più o meno ampia, in relazione al grado di specificità dei criteri fissati nella legge delega[, né l'art. 76 Cost.] impedisce l'emanazione di norme che rappresentino un coerente sviluppo e, se del caso, anche un completamento delle scelte espresse dal legislatore delegato» (*ivi*, 1162).

<sup>60</sup> Così Corte cost., 23.1.2014, n. 5, pres. Silvestri, red. Lattanzi, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 3.2.2014, 16 s. In dottrina, per tutti, M. Scoletta, *La sentenza n. 5/2014 della Corte costituzionale: una nuova importante restrizione delle "zone franche" dal sindacato di legittimità nella materia penale*, in *Dir. pen. Cont.* 2014 (2), 242 ss.



mercato<sup>61</sup>. Assai dubbia è, pertanto, la legittimità costituzionale della disposizione in esame.

L'analisi ravvicinata di alcune delle (*pseudo-*)direttive contenute nella delega potrà senz'altro corroborare un'affermazione netta come quella che precede e al contempo offrire lo spunto per qualche riflessione sul probabile destino dell'imminente riforma della disciplina italiana di contrasto al *market abuse* (v. *infra*, rispettivamente, nn. 3. e 4.).

3. Prima di soffermarsi su «*principi e criteri direttivi specifici*» della delega al Governo per il recepimento della MAD II, occorre prevenire una possibile critica alla tesi per cui la legge in esame sarebbe affetta da congenita indeterminatezza: si potrebbe infatti sostenere che il delegante abbia in realtà fissato principi e criteri direttivi *per relationem*, rinviando a MAD II e MAR, sicché al delegato rimarrebbero spazi di manovra contenuti, entro la cornice dei richiamati atti sovranazionali (secondo una prassi consolidata – benché costituzionalmente controversa<sup>62</sup> – in materia di direttive UE, recepite tramite legislazione delegata promanante dalle cc.dd. leggi comunitarie, ora “di delegazione europea”<sup>63</sup>).

Una simile obiezione – certamente valida se riferita a strumenti normativi caratterizzati da opzioni inequivoche – non appare fondata a proposito della riforma del comparto del *market abuse* a livello UE. Come osservato in precedenza, il legislatore eurounitario ha lasciato ampi margini di apprezzamento agli Stati membri in ordine alle concrete modalità attraverso le quali conseguire gli obiettivi di tutela tramite sanzioni penali, principalmente in ragione della carenza di canoni penalistici condivisi da tutti gli ordinamenti nazionali: una parte generale comune costituisce, com'è ovvio, indefettibile presupposto di norme incriminatrici autenticamente ravvicinate.

L'impossibilità di rinvenire linee-guida chiare nella dimensione sovranazionale avrebbe quindi dovuto suggerire al Parlamento particolare cautela nell'incaricare il Governo della riforma della disciplina domestica del *market abuse*. Ciò, tanto più, considerando che la l. 234/2012 (legge-quadro sulla scorta della quale è stata emanata la l.

---

<sup>61</sup> In questi termini F. Mucciarelli, *La nuova disciplina*, cit., 42.

<sup>62</sup> Si vedano i contributi richiamati in nota 56.

<sup>63</sup> Con la legge 24.12.2012 n. 234, recante «Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione europea», è stata riformata la disciplina concernente la fase “ascendente” e quella “discendente” del diritto eurounitario nell'ordinamento italiano, non solo al fine di assicurare un maggiore coinvolgimento delle Camere, ma anche alla luce del mutato assetto istituzionale UE *post-Lisbona*. La nuova normativa supera il previgente modello delle cc.dd. leggi comunitarie, distinguendo tra una “*legge di delegazione europea*” (con la quale l'esecutivo è incaricato di attuare atti normativi sovranazionali tramite decreti legislativi o disposizioni regolamentari) e una “*legge europea*” (attraverso cui il Parlamento provvede in via diretta a conformare l'ordinamento interno alle previsioni normative eurounitarie, ovvero ad ottemperare agli esiti di procedure di infrazione o a sentenze della C.G.U.E), entrambe da emanare con cadenza annuale. In argomento v. R. Adam, P. Tizzano, *Manuale di diritto dell'Unione europea*, Torino 2014, 882 ss.; P. Carretti, U. De Siervo, *Diritto costituzionale e pubblico*<sup>2</sup>, Torino 2014, 214 s.; nonché, per l'assetto antecedente alla l. 234/2012, M. Cartabia, M. Gennusa, *Le fonti europee e il diritto italiano*, Torino 2011, 101 ss.

114/2015<sup>64</sup>) cristallizza «una volta per tutte – alla lettera *d*) del primo comma dell’art. 32 – un modello di principi e criteri sanzionatori di massima [assai generici, così finendo per accrescere] il protagonismo dell’esecutivo»<sup>65</sup>. L’arbitrio del delegato poteva invero essere arginato soltanto attraverso criteri direttivi precisi ad opera del delegante, che ha invece optato per la soluzione opposta.

3.1. L’unico punto fermo della legge-delega attiene al superamento del cumulo sanzionatorio penale e amministrativo ora previsto per gli abusi di mercato, accogliendo in questo modo non solo le indicazioni (parzialmente distoniche<sup>66</sup>) contenute

---

<sup>64</sup> La l. 114/2015 è appunto la “legge di delegazione europea 2014” (v. la nota che precede) e all’art. 1, co. 1, prevede che i decreti legislativi di attuazione delle direttive UE contemplate dalla legge medesima dovranno essere adottati dal Governo «secondo le procedure, i principi e i criteri direttivi di cui agli articoli 31 e 32 della legge 24 dicembre 2012, n. 234».

<sup>65</sup> Così C. Cupelli, sub *Art. 1*, cit., 51. Ulteriori approfondimenti in Id., *La nuova legge sulla partecipazione alla formazione e all’attuazione della normativa e delle politiche dell’UE*, in *DPP* 2013, 411 ss.

Si riporta, per comodità di consultazione, il testo dell’art. 32, co. 1, lett. *d*, l. 234/2012: «al di fuori dei casi previsti dalle norme penali vigenti, ove necessario per assicurare l’osservanza delle disposizioni contenute nei decreti legislativi, sono previste sanzioni amministrative e penali per le infrazioni alle disposizioni dei decreti stessi. Le sanzioni penali, nei limiti, rispettivamente, dell’ammenda fino a 150.000 euro e dell’arresto fino a tre anni, sono previste, in via alternativa o congiunta, solo nei casi in cui le infrazioni ledano o espongano a pericolo interessi costituzionalmente protetti. In tali casi sono previste: la pena dell’ammenda alternativa all’arresto per le infrazioni che espongano a pericolo o danneggino l’interesse protetto; la pena dell’arresto congiunta a quella dell’ammenda per le infrazioni che rechino un danno di particolare gravità. Nelle predette ipotesi, in luogo dell’arresto e dell’ammenda, possono essere previste anche le sanzioni alternative di cui agli articoli 53 e seguenti del decreto legislativo 28 agosto 2000, n. 274, e la relativa competenza del giudice di pace. La sanzione amministrativa del pagamento di una somma non inferiore a 150 euro e non superiore a 150.000 euro è prevista per le infrazioni che ledono o espongono a pericolo interessi diversi da quelli indicati dalla presente lettera. Nell’ambito dei limiti minimi e massimi previsti, le sanzioni indicate dalla presente lettera sono determinate nella loro entità, tenendo conto della diversa potenzialità lesiva dell’interesse protetto che ciascuna infrazione presenta in astratto, di specifiche qualità personali del colpevole, comprese quelle che impongono particolari doveri di prevenzione, controllo o vigilanza, nonché del vantaggio patrimoniale che l’infrazione può recare al colpevole ovvero alla persona o all’ente nel cui interesse egli agisce. Ove necessario per assicurare l’osservanza delle disposizioni contenute nei decreti legislativi, sono previste inoltre le sanzioni amministrative accessorie della sospensione fino a sei mesi e, nei casi più gravi, della privazione definitiva di facoltà e diritti derivanti da provvedimenti dell’amministrazione, nonché sanzioni penali accessorie nei limiti stabiliti dal codice penale. Al medesimo fine è prevista la confisca obbligatoria delle cose che servirono o furono destinate a commettere l’illecito amministrativo o il reato previsti dai medesimi decreti legislativi, nel rispetto dei limiti stabiliti dall’articolo 240, terzo e quarto comma, del codice penale e dall’articolo 20 della legge 24 novembre 1981, n. 689, e successive modificazioni. Entro i limiti di pena indicati nella presente lettera sono previste sanzioni anche accessorie identiche a quelle eventualmente già comminate dalle leggi vigenti per violazioni omogenee e di pari offensività rispetto alle infrazioni alle disposizioni dei decreti legislativi. Nelle materie di cui all’articolo 117, quarto comma, della Costituzione, le sanzioni amministrative sono determinate dalle regioni».

<sup>66</sup> Il *Considerando* (72) MAR stabilisce invero che non è tassativamente proibito agli Stati membri prevedere «regole per sanzioni amministrative oltre che sanzioni penali per le stesse infrazioni». Nel senso che tale clausola rappresenta una dissonanza più apparente che reale rispetto alla complessiva posizione eurounitaria sfavorevole al cumulo punitivo v. F. Mucciarelli, *La nuova disciplina*, cit., 16 ss., il quale osserva da un lato come la disposizione in esame non imponga alcuna duplicazione di sanzioni, ma piuttosto (secondo quanto ricavabile dalla seconda parte del medesimo *Considerando*) rimetta ai singoli legislatori nazionali la scelta, ferma la verifica di compatibilità con il rispettivo diritto domestico; dall’altro, l’A. ritiene che il MAR «suggerisce (qui in modo indiretto e implicito) l’adozione di assetti normativi che escludano la sovrapposizione di sanzioni per “le stesse infrazioni”, manifestando tuttavia qui una preferenza per quelle amministrative» (*ivi*, 17 s.).

negli atti normativi eurounitari, ma ottemperando altresì al giudizio di illegittimità convenzionale formulato dalla C. eur., con riguardo alla vigente disciplina italiana<sup>67</sup>.

L'art. 11 co. 1 l. 114/2015 stabilisce, alla lett. *m*, che l'osservanza del *ne bis in idem* dovrà essere assicurata «*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*».

A ben vedere, solo la prima modalità – *id est*: distinguere gli illeciti amministrativi dalle ipotesi di reato – garantisce l'integrale rispetto dei principi della Convenzione europea dei diritti umani, il cui art. 4 del Protocollo n. 7 non limita la garanzia al divieto di essere sanzionati due volte per il medesimo fatto, ma la estende comprensibilmente al doppio “processo”, concependo l'accertamento plurimo come lesivo dei diritti fondamentali dell'individuo<sup>68</sup>: basti pensare, indipendentemente dalla materia degli abusi di mercato, al pregiudizio reputazionale connesso alla condizione di “imputato” in un procedimento sanzionatorio, pur se qualificato come amministrativo. Circoscrivere l'operatività del *ne bis in idem* alla dimensione punitiva in senso stretto (come peraltro già accade sul versante pecuniario ai sensi dell'art. 187-terdecies T.u.Int.Fin.) non farebbe pertanto venir meno il contrasto della disciplina italiana sul *market abuse* con lo strumento convenzionale della c.d. grande Europa.

Ma non basta. Anche focalizzando l'attenzione sui diritti fondamentali di matrice eurounitaria si potrebbe pervenire alla conclusione di illegittimità rispetto a un sistema che prevedesse un duplice accertamento (amministrativo e penale) in ordine allo stesso fatto, sia pure irrogando un'unica sanzione.

*In primis*, l'art. 50 CDFUE contiene un principio di portata sovrapponibile al disposto della Convenzione europea dei diritti dell'uomo sul *ne bis in idem*, vietando non solo il cumulo di “condanne”, ma anche la duplicazione di *processi* nei confronti del medesimo imputato per un *reato* già giudicato. L'espresso riferimento penalistico ha tradizionalmente fatto dubitare dell'applicabilità del canone in esame a situazioni nelle quali le misure punitive avessero differente etichetta (amministrativa e penale)<sup>69</sup>.

---

<sup>67</sup> C.eur., sent. 4.3.2014, *Grande Stevens c. Italia*, cit.: nella vasta messe di commenti cfr. 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 [www.rivistaaic.it](http://www.rivistaaic.it), 3/2014; F. D'Alessandro, *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, in *DPP* 2014, 614 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 [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 9.3.2014; M. Ventoruzzo, *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia*, in *Riv. soc.* 2014, 693 ss.

<sup>68</sup> La Convenzione europea dei diritti umani era originariamente priva del divieto di *ne bis in idem* e si deve appunto a un protocollo addizionale (il n. 7, ratificato e reso esecutivo in Italia con l. 9.4.1990 n. 98) l'innesto di tale garanzia nell'impianto normativo della “grande Europa”. Per un commento della richiamata disposizione e ulteriori riferimenti v. S. Allegrezza, sub *Art. 4, Prot. 7*, in *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo*, dir. da S. Bartole, P. De Sena, V. Zagrebelsky, Padova 2012, 894 ss.

<sup>69</sup> Sul punto cfr. 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.* 2014 (3/4), 203 ss., anche per i riferimenti alla giurisprudenza della C.G.U.E sulla nozione di *idem factum*.

Di recente si è tuttavia assistito a un (parziale) *revirement* della C.G.UE – ora più allineata alla ricostruzione sostanzialistica della “*matière pénale*” offerta dalla C.eur. – che ha demandato al giudice nazionale la valutazione in ordine alla concreta afflittività della sanzione, affermando (implicitamente) il principio per il quale, in caso di assimilabilità della misura “amministrativa” a una “pena” *stricto sensu*, dovrà applicarsi l’art. 50 CDFUE nonostante la natura formalmente distinta dei due procedimenti e del relativo esito<sup>70</sup>.

In secondo luogo, l’ermeneutica estensiva del *ne bis in idem* nella dimensione eurounitaria apparirebbe imposta direttamente dalla CDFUE, che all’art. 52 § 3, individua lo *standard* di protezione offerto dalla Convenzione europea dei diritti umani ai medesimi diritti fondamentali come minimo inderogabile anche in ambito UE<sup>71</sup>. La Corte di Lussemburgo dovrà prossimamente pronunciarsi sulle questioni qui accennate ed è auspicabile sciogla i residui nodi interpretativi sulla (il)legittimità dei “doppi binari” sanzionatori anche nella c.d. piccola Europa<sup>72</sup>.

Tornando alla imminente riforma della disciplina italiana degli abusi di mercato, sembra dunque pacifica l’insostenibilità, nella prospettiva *lato sensu* europea, della duplicazione di procedimenti (anziché di sanzioni) astrattamente configurabile ad opera del legislatore delegato, essendo peraltro difficile revocare in dubbio che l’accertamento Consob rientri nella sfera di applicazione delle garanzie sul “processo equo”

<sup>70</sup> C.G.UE GS, 26.2.2013, *Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson*, cit., conclude nel senso che il «principio del *ne bis in idem* sancito all’articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea non osta a che uno Stato membro imponga, per le medesime violazioni di obblighi dichiarativi in materia di imposta sul valore aggiunto, una sanzione tributaria e successivamente una sanzione penale, qualora la prima sanzione non sia di natura penale, circostanza che dev’essere verificata dal giudice nazionale». Per un commento della decisione v. D. Vozza, *I confini applicativi del principio del ne bis in idem interno in materia penale: un recente contributo della Corte di Giustizia dell’Unione europea*, in *Dir. pen. Cont.* 2013 (3), 294 ss.

Pur dovendosi riconoscere l’estrema cautela della Corte di Lussemburgo rispetto alla piena sovrapposibilità dell’art. 50 CDFUE all’art. 4, Prot. 7, Cedu (come interpretato dalla Corte di Strasburgo), merita nondimeno di essere sottolineato il grande passo avanti nella prospettiva di avvicinamento delle Corti europee: in questi termini F. Viganò, *Ne bis in idem e omesso versamento dell’IVA: la parola alla Corte di giustizia*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 28.9.2015.

<sup>71</sup> In argomento v. F. Viganò, *Doppio binario sanzionatorio*, cit., 234, il quale riconosce la plausibilità logica e sistematica della sovrapposibilità tra il *ne bis in idem* di matrice Cedu e l’analogo principio sancito dalla CDFUE, utilizzando l’art. 52, § 3, di quest’ultima come *argumentum a fortiori*, così da superare l’interpretazione “autonomista” dell’art. 50 CDFUE formalmente sposata dalla Corte di Lussemburgo (v. la nota che precede).

<sup>72</sup> Un giudice di merito italiano ha recentemente formulato domanda di pronuncia pregiudiziale alla C.G.UE, sollecitandola a precisare la portata dell’art. 50 CDFUE in tema di cumulo tra sanzioni amministrative e penali per violazioni tributarie. Cfr. T. Bergamo, giud. Bertoja, ord. 16.9.2015, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 28 settembre 2015. Già in precedenza un Tribunale italiano ha effettuato un rinvio pregiudiziale alla Corte di Lussemburgo sul “doppio binario” in materia fiscale, ma in tale vicenda la C.G.UE aveva declinato la propria competenza a conoscere del caso poiché non vertente su profili di diritto UE, mentre la domanda formulata nel settembre 2015 supererebbe tale “filtro” in quanto relativa all’IVA (imposta eurounitaria per autonomia). Si vedano T. Torino, giud. Pio, ord. 27.10.2014, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 17.11.2014; C.G.UE, ord. 15.4.2015, Burzio (C 497-14), in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 8.5.2015, con commento adesivo di M. Scoletta, *Omesso versamento delle ritenute d’imposta e violazione del ne bis in idem: la Corte di Giustizia dichiara la propria incompetenza*. In argomento cfr. altresì G.M. Flick, *Reati fiscali, principio di legalità e ne bis in idem: variazioni italiane su un tema europeo*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 14.9.2014; M. Dova, *Ne bis in idem e reati tributari: una questione ormai ineludibile*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 11.12.2014.

stabilite dalla Convenzione europea dei diritti dell'uomo e violate dall'attuale assetto normativo (v. *infra*, 3.2.).

La già denunciata carenza di precisione della legge-delega risulta d'altronde manifesta sul versante propriamente penalistico, ove il Parlamento non fornisce alcun criterio direttivo. Emblematico il disposto dell'art. 11 co. 1 lett. i l. 114/2015: «*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'impostazione adottata dal legislatore delegante – oltre a sollevare dubbi di legittimità costituzionale (v. *supra*, 2.1.) – è divergente da MAD II e MAR, per tre ordini di ragioni:

(i) anacronistico appare il primato riconosciuto all'apparato punitivo amministrativo (sulle orme delle indicazioni provenienti da Consob<sup>73</sup>, che a propria volta ricalca le cadenze della MAD I), in un contesto nel quale il legislatore eurounitario è dichiaratamente schierato per l'introduzione di fattispecie di reato a presidio dell'integrità del mercato e considera la sanzione amministrativa come ipotesi residuale<sup>74</sup>;

(ii) monco è il riferimento a pene criminali “effettive, proporzionate e dissuasive”, in quanto richiama solo l'enunciato iniziale dell'art. 7 MAD II, laddove i §§ 2 e 3 della disposizione contengono prescrizioni sul livello minimo del massimo edittale da comminare per le condotte costituenti reato, profilo cruciale su cui il Parlamento tace;

(iii) paradossale, infine, il maggior grado di dettaglio riscontrabile nella delega a proposito delle misure sanzionatorie amministrative, delle quali si chiede di rimodulare la cornice edittale<sup>75</sup> o la sfera di applicazione<sup>76</sup>.

Breve: nel recepire MAD II e MAR, il Governo avrà mano completamente libera sulle scelte politico-criminali non compiute a livello UE, gli unici “paletti” interni es-

<sup>73</sup> Il già citato (*supra*, nota 47) documento Consob prodotto in sede di audizione informale del Presidente dell'*authority* da parte della competente commissione parlamentare, così si esprime: «Dalla disciplina in esame [*id est* la MAD II] sembrerebbe doversi far discendere il principio generale in forza del quale gli Stati membri dovranno tenere fermo un impianto sanzionatorio di natura amministrativa (come ora puntualmente indicato dalle innovative e analitiche disposizioni di MAR). Rispetto a tale impianto, gli Stati membri potranno, per le condotte gravi, aggiungere sanzioni penali ovvero optare esclusivamente per dette sanzioni penali» (*ivi*, 12).

<sup>74</sup> In termini analoghi v. A. Alessandri, *Prime riflessioni*, cit., 860; F. Viganò, *Doppio binario sanzionatorio*, cit., 232.

<sup>75</sup> L'art. 11 co. 1 lett. f l. 114/2015 dispone di «*rivedere, in modo tale da assicurarne l'adeguatezza, i minimi edittali delle sanzioni [per gli illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato ex artt. 187-bis e 187-ter T.u.Int.Fin.] fissandoli in misura non inferiore a 20.000 euro*», così da annullare la quintuplicazione stabilita dall'art. 39 l. 262/2005.

<sup>76</sup> Tra i «*principi e criteri direttivi specifici*» della delega l'art. 11 co. 1 l. 114/2015 indica, alla lett. g, la revisione dell'art. 187-*sexies* T.u.Int.Fin. (che disciplina la confisca di tipo amministrativo in tema di *market abuse*) «*in modo tale da assicurar[ne] l'adeguatezza (...), prevedendo che essa abbia ad oggetto, anche per equivalente, il profitto derivato dalle violazioni delle previsioni*» del MAR.

sendo il mantenimento e la revisione (in qualche modo guidata) di un sistema di sanzioni amministrative non del tutto alternativo, ma concorrente con quello penale nella repressione degli abusi di mercato.

Merita inoltre di essere posto in risalto che, qualora l'esecutivo intendesse interpretare in modo restrittivo il disposto della lett. i dell'art. 11 l. 114/2015 – attenendosi scrupolosamente ai criteri generali previsti dalla normativa-quadro sulla delegazione legislativa “europea”<sup>77</sup> –, non potrebbero essere introdotte nuove fattispecie delittuose e, in aggiunta a quelle esistenti, si dovrebbero prevedere soltanto *contravvenzioni* o *illeciti amministrativi*: evidente, in una simile ipotesi, l'irrazionalità complessiva di un sistema ove continuerebbero a convivere tipologie di reato fortemente differenziate per reprimere fatti analoghi (o strutturalmente identici), così da perpetuare il curioso schema che caratterizza la disciplina italiana di contrasto agli abusi di mercato a partire dal 2009<sup>78</sup>.

Sconfinata autonomia è altresì concessa al legislatore delegato in ordine alla valutazione di opportunità sugli eventuali “*incentivi finanziari*” a beneficio di «coloro che offrono informazioni pertinenti riguardo a potenziali violazioni»<sup>79</sup> in materia di *market abuse*. Senza volere qui ripercorrere il corposo dibattito sul trattamento del c.d. *whistleblowing*<sup>80</sup>, occorre segnalare che le misure “premiali” contemplate dalla legge-delega ben potrebbero consistere nella riduzione o finanche nell'esclusione di sanzioni pecuniarie (eventualmente penali), ovvero della confisca, a carico dell'informatore che fosse concorrente negli illeciti in relazione ai quali intende collaborare. La formulazione normativa appare dunque poco perspicua ed è suscettibile di tradursi in una causa di non punibilità (sia pure circoscritta alle conseguenze “patrimoniali” del reato), il che implica il conferimento all'esecutivo della più alta prerogativa della *Kriminalpolitik* – in linea di principio inalienabile da parte del Parlamento – e cioè la scelta sull'*an* della sanzione, oltre che sul *quantum*.

---

<sup>77</sup> *Supra*, n. 3 e note 63-65.

<sup>78</sup> Per una panoramica dei reati contravvenzionali introdotti nel T.u.Int.Fin. dal d. lgs. 17.7.2009 n. 101 allo scopo di reprimere gli abusi di mercato perpetrati su MTF e alcune notazioni critiche su tale scelta politico-criminale si veda, volendo, E. Basile, *Contravvenzioni e contraddizioni*, cit., 766 ss.

<sup>79</sup> Così l'art. 11 co. 1 lett. o l. 114/2015.

<sup>80</sup> In argomento si rinvia, per limitare i riferimenti all'essenziale, a G. Forti, *Percorsi di legalità in campo economico: una prospettiva criminologico-penalistica*, 2006, in [www.assbb.it](http://www.assbb.it), 49 ss.; Id., *Il crimine dei colletti bianchi come dislocazione dei confini normativi. “Doppio standard” e “doppio vincolo” nella decisione di delinquere o di blow the whistle*, in *Impresa e giustizia penale. Tra passato e futuro. Atti del Convegno (Milano, 14-15 marzo 2008)*, a cura di A. Alessandri, Milano 2009, 176 ss.; da ultimo cfr. altresì G. Amato, *Profili penalistici del “whistleblowing”*: una lettura comparatistica dei possibili strumenti di prevenzione della corruzione, in *RTrimDPenEc 2014*, 549 ss.. Nella letteratura in lingua inglese v. F. Centonze, *Public-Private Partnerships and Agency Problems: The Use of Incentives in Strategies to Combat Corruption*, in *Preventing Corporate Corruption, The Anti-Bribery Compliance Model*, ed. by S. Manacorda, F. Centonze, G. Forti, London-New York 2014, 43 ss., particolarmente critico sull'opportunità di riconoscere incentivi economici ai *whistleblowers* (*ivi*, 57 ss.); in prospettiva più generale cfr. A. Dyck, A. Morse, L. Zingales, *Who blows the whistle on corporate fraud?*, *ECGI Finance Working Paper No. 156/2007*, January 2007, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); nonché, di recente, A.N. Martín, *Internal Investigations, Whistle-Blowing, and Cooperation: The Struggle for Information in the Criminal Process*, in *Preventing Corporate Corruption*, cit., 69 ss.

3.2. Gran parte dei «*principi e criteri direttivi specifici*» della legge-delega in esame attengono ai compiti dell'autorità di vigilanza dei mercati finanziari, cui compete un ruolo di indubbio protagonismo anche nell'architettura normativa sovranazionale: l'armonizzazione delle prassi e il raccordo tra i sistemi punitivi degli Stati membri non possono che essere curati da *authorities* e dunque da Consob per quanto concerne il nostro ordinamento.

L'esperienza italiana nel decennio di vigenza della disciplina degli abusi di mercato derivata dalla MAD I ha tuttavia messo in luce le problematiche connesse alla moltitudine di funzioni assolve dalla Commissione nazionale per le società e la borsa, che oltre ai fisiologici compiti regolatori e di monitoraggio del mercato ha assunto un peso notevole nell'*enforcement*, dotata com'è di rilevanti potestà sanzionatorie nonostante sia priva della fisionomia e delle garanzie che caratterizzano la giurisdizione. A tale coacervo di ruoli – in evidente deroga al principio di separazione dei poteri, al punto da connotare Consob come nuovo Leviatano<sup>81</sup> – si aggiunge l'«aporia insuperabile»<sup>82</sup> della titolarità del diritto di costituirsi parte civile nei procedimenti penali per fatti di *market abuse*.

Gli argomenti a sostegno dell'attuale assetto normativo<sup>83</sup>, come pure gli accorgimenti adottati dall'autorità indipendente in discorso nella propria attività para-giurisdizionale<sup>84</sup>, sono stati in larga parte contraddetti dalla Corte europea, secondo cui l'*iter* sanzionatorio amministrativo deve nel complesso sottostare ai principi – sanciti

---

<sup>81</sup> Il suggestivo paragone è di M. de Mari, *I "nuovi" poteri della Consob e la vigilanza sull'attività d'intermediazione mobiliare*, in *Società* 2009, 833

<sup>82</sup> Così F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato*, cit., 363 ss., con ulteriori riferimenti. In senso egualmente critico sulla disciplina dettata dall'art. 187-undecies T.u.Int.Fin. v. C.E. Paliero, *Nuove prospettive*, cit., 73 s.

<sup>83</sup> In dottrina cfr. R. Rordorf, *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari*, in *Società* 2010, 981 ss., che, all'esito di un'approfondita disamina delle regole che presiedono al procedimento sanzionatorio Consob, esclude – pur in presenza di svariate criticità – la violazione di garanzie fondamentali, riconoscendo comunque l'opportunità di un *bilanciamento* tra «l'esigenza di assicurare il massimo dell'efficacia all'intervento con cui l'autorità di vigilanza contrasta fenomeni d'illegalità e la non meno importante necessità di garantire appieno i diritti individuali dei destinatari di provvedimenti afflittivi» (*ivi*, 993).

<sup>84</sup> L'impianto regolamentare Consob sulla procedura sanzionatoria, introdotto ai sensi della l. 262/2005, è stato modificato nel 2012 e di nuovo nel 2013, 2014 e nel 2015 (in quest'ultimo caso al fine di adeguarlo alle decisioni rese dal giudice amministrativo, avanti il quale era stata denunciata la non conformità alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo del procedimento sanzionatorio Consob: cfr., per una dettagliata rassegna delle richiamate pronunce e del connesso dibattito dottrinale, G.M. Flick, V. Napoleoni, *A un anno di distanza*, cit.).

Una critica alle modifiche apportate nel 2013 è formulata da A. Alessandri, *Prime riflessioni*, cit., 859, ad avviso del quale le disposizioni regolamentari sono state emendate «in un senso efficientista, non certamente nella direzione di un irrobustimento dei diritti della difesa». Egualmente F. D'Alessandro, *Tutela*, cit., 626.

Con delib. n. 19158 del 29 maggio 2015 (in *Gazz. Uff.* 8.6.2015 n. 130), come accennato, Consob ha da ultimo modificato il proprio regolamento sulla procedura sanzionatoria, accrescendo gli spazi di informazione degli interessati ed i margini del contraddittorio, senza tuttavia poter intervenire sulla non meno rilevante (in prospettiva Cedu) problematica della concentrazione di poteri istruttori e decisori in capo al medesimo organo di vertice (v. *infra* nel testo e in nota 86).

dall'art. 6 Cedu<sup>85</sup> – sul “processo equo” e la commistione tra organi inquirenti e giudicanti determina il venir meno dell'imparzialità *oggettiva* di chi infligge la “pena”<sup>86</sup>.

Sebbene la procedura all'esito della quale Consob irroga sanzioni per gli abusi di mercato sia stata ritenuta conforme alla Convenzione europea dei diritti umani, in ragione del controllo *ex post* da parte del giudice ordinario (verifica tuttavia non priva di profili di illegittimità convenzionale)<sup>87</sup>, è difficile non condividere l'auspicio che il legislatore ponga «rimedio alle mancanze strutturali del procedimento amministrativo e del procedimento giudiziario di applicazione e di controllo delle sanzioni amministrative»<sup>88</sup>.

La delega legislativa per il recepimento di MAD II e MAR non tiene in alcun modo conto di tale autorevole monito e come unica misura di adeguamento alla pronuncia *Grande Stevens* impone di eliminare il cumulo di misure punitive (v. *supra*, n. 3.1.), senza tuttavia preoccuparsi dell'effettività delle tutele nella procedura sanzionatoria amministrativa, cui continua ad essere attribuita centralità nonostante la virata eurounitaria verso il diritto penale come strumento principale di contrasto agli abusi di mercato.

L'imminente riforma rappresenta, insomma, l'ennesima occasione mancata per il ripensamento del ruolo di Consob, nonostante si tratti di un'esigenza manifestata da avvertiti interpreti<sup>89</sup> e alla quale non rimane insensibile, come ricordato, la Corte di

---

<sup>85</sup> Nella vasta letteratura sull'art. 6 della Convenzione europea dei diritti dell'uomo, disposizione-cardine in tema di garanzie *lato sensu* processuali, cfr. M. Chiavario, sub *Art. 6*, in *Commentario alla convenzione europea per la tutela dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, a cura di S. Bartole, B. Conforti, G. Raimondi, Padova 2001, 154 ss.; R. Chenal, F. Gambini, A. Tamietti, sub *Art. 6*, in *Commentario breve alla Convenzione*, cit., 173 ss.; nonché il recente studio monografico di M. Allena, *Art. 6 CEDU. Procedimento e processo amministrativo*, Napoli 2012.

<sup>86</sup> C.eur., sent. 4.3.2014, *Grande Stevens c. Italia*, cit., sul presupposto che le misure punitive irrogabili da Consob rientrino nella nozione di “*matière pénale*” e che dunque al relativo procedimento debbano applicarsi le garanzie convenzionali, conclude per la sostanziale violazione dell'art. 6 Cedu, «soprattutto per quanto riguarda la parità delle armi tra accusa e difesa e il mancato svolgimento di una udienza pubblica che permett[er] un confronto orale» (*ivi*, § 123).

Per quanto concerne l'indipendenza e la terzietà di Consob, la Corte di Strasburgo – riconoscendo l'imparzialità *soggettiva* della Commissione – rileva che gli uffici coinvolti nel procedimento sanzionatorio sono pur sempre «suddivisioni dello stesso organo amministrativo, che agiscono sotto l'autorità e la supervisione di uno stesso presidente. Secondo la Corte, ciò si esprime nel consecutivo esercizio di funzioni di indagine e di giudizio in seno ad una stessa istituzione; ora, in materia penale tale cumulo non è compatibile con le esigenze di imparzialità richieste dall'articolo 6 § 1 della Convenzione» (*ibidem*, § 137).

<sup>87</sup> C.eur., sent. 4.3.2014, *Grande Stevens c. Italia*, cit., esclude che le rilevate carenze di equità e imparzialità oggettiva di Consob abbiano definitivamente arrecato pregiudizio ai ricorrenti, i quali hanno beneficiato «del successivo controllo da parte di un organo indipendente e imparziale dotato di piena giurisdizione [*id est*: la Corte d'Appello, che tuttavia] non ha tenuto un'udienza pubblica, fatto che, nel caso di specie, ha costituito una violazione dell'articolo 6 § 1 della Convenzione» (*ivi*, § 161).

In senso critico sulla validità del rimedio costituito dal riesame postumo dell'autorità giudiziaria quale “compensazione” delle garanzie violate nel corso del procedimento sanzionatorio Consob v. M. Allena, *Il caso Grande Stevens c. Italia: le sanzioni Consob alla prova dei principi Cedu*, in *Giorn. dir. amm.* 2014, 1063; egualmente F. D'Alessandro, *Tutela*, cit., 623.

<sup>88</sup> Così la *Opinione in parte concordante e in parte dissenziale dei Giudici Karakaş e Pinto de Albuquerque*, allegata a C.eur., sent. 4.3.2014, *Grande Stevens c. Italia*, cit., § 32.

<sup>89</sup> A sostegno della necessità di riformare il procedimento sanzionatorio Consob per renderlo conforme alla Convenzione europea dei diritti umani si vedano M. Allena, *Interessi procedurali e Convenzione europea dei diritti*



Strasburgo: sarà forse quest'ultima a dover intervenire nuovamente per accertare la violazione, da parte dell'Italia, delle garanzie procedurali e materiali sancite dall'art. 6 della Convenzione europea dei diritti dell'uomo.

4. La legge-delega per il recepimento della nuova disciplina UE sul *market abuse* solleva non poche perplessità, sia di carattere strutturale, sia per quanto concerne la conformità del futuro assetto normativo domestico ai canoni sovranazionali e alle cogenti indicazioni di MAD II e MAR.

Le *pseudo-direttive* abbozzate dal Parlamento comporteranno, con ogni probabilità, il permanere di quasi tutte le criticità rinvenibili nell'attuale legislazione, essendo stata peraltro demandata al Governo ogni opzione di tipo politico-criminale, tanto da mettere in discussione il canone giuspenalistico della riserva di legge.

Per rimediare ai guasti di una legislazione frettolosa e non adeguatamente ponderata si dovrà, dunque, fare ricorso agli anticorpi dell'ordinamento italiano o alla robusta profilassi sovranazionale.

Le riserve sulla costituzionalità dell'art. 11 l. 114/2015, *prima facie* per contrasto con l'art. 76 della Carta fondamentale e, in via mediata, con l'art. 25 cpv. Cost. potrebbero condurre alla declaratoria di complessiva illegittimità di tale disposto normativo, in linea con la *nouvelle vague* di recente inaugurata dalla giurisprudenza della Consulta (v. *supra*, § 2.1.).

Alternativamente, non resterà che affidarsi alla dimensione *lato sensu* europea per far rientrare dalla finestra (eventualmente tramite l'art. 117 Cost.) le garanzie e i principi fondamentali messi alla porta dal legislatore interno.

---

*dell'uomo: verso un'autonomia di tutela?*, in *Giorn. dir. amm.* 2015, 67 ss.; E. Bindi, *L'incidenza delle pronunce della Corte EDU sui procedimenti sanzionatori delle autorità amministrative indipendenti*, in *GCos* 2014, 3007 ss.; M. Manetti, *Il paradosso della Corte EDU, che promuove la Consob (benché non sia imparziale) e blocca il giudice penale nel perseguimento dei reati di market abuse*, in *GCos*, 2014 2944; F. D'Alessandro, *op. ult. cit.*, 630.

In senso parzialmente diverso cfr. V. Zagrebelsky, *Le sanzioni Consob, l'equo processo e il ne bis in idem nella Cedu*, in *GI* 2014, ad avviso del quale le pressanti esigenze di riforma della procedura sanzionatoria Consob derivano dalla vigente legislazione nazionale, laddove le modifiche imposte dalla Corte europea riguardano a rigore il giudizio di opposizione in Corte d'Appello. Anche G.M. Flick, V. Napoleoni, *A un anno di distanza*, cit., 7 s., si attestano sulla posizione "minimalista" a proposito delle ricadute domestiche della sentenza *Grande Stevens*, sul rilievo che estendere *in toto* le garanzie della giurisdizione ai procedimenti sanzionatori amministrativi metterebbe a repentaglio la «logica deflattiva che sta in via generale alla base degli interventi di depenalizzazione», andando ben oltre il *dictum* e i precedenti della Corte di Strasburgo. Nel medesimo senso v. M. Ventoruzzo, *Abusi di mercato*, cit., 719.