



5/2017

Diritto penale contemporaneo  
issn: 2039-1676

## UNA NUOVA OCCASIONE (MANCATA) PER RIFORMARE IL COMPARTO PENALISTICO DEGLI ABUSI DI MERCATO?

[Lo schema del d.d.l. di delegazione europea 2016](#)

di Enrico Basile

**Abstract.** *A due anni dal conferimento di apposita delega legislativa – rimasta inattuata – per la riforma del market abuse, il Governo approva un nuovo schema di d.d.l. nel quale il comparto penalistico è volutamente trascurato. La scelta dell'esecutivo appare criticabile, sia per la persistente inadempienza agli obblighi di fonte UE, sia perché mantiene inalterate le criticità dell'attuale disciplina sanzionatoria degli abusi di mercato.*

SOMMARIO: 1. Il “pasticciaccio brutto” della legge di delegazione europea 2014 in tema di *market abuse*. – 2. L'art. 7 dello schema del d.d.l. di delegazione europea 2016. – 3. L'inspiegabile omissione di iniziative per il recepimento della Dir. 2014/57/UE. – 3.1. I nuovi confini applicativi del *market abuse*. – 3.2. Sfaccettature eurounitarie dell'*insider trading*. – 3.3. Manipolazione del mercato e frammentarietà. – 3.4. Il nodo del *ne bis in idem* sostanziale e processuale. – 4. Quali linee-guida per la riforma?

### 1. Il “pasticciaccio brutto” della legge di delegazione europea 2014 in tema di *market abuse*.

Il travagliato percorso di riforma della disciplina italiana degli abusi di mercato segna – sul versante penalistico – una nuova e preoccupante battuta d'arresto, a quasi un anno dalla scadenza del termine di recepimento della direttiva eurounitaria sulle sanzioni penali *in subiecta materia*. Si dovrebbe anzi parlare, come sarà illustrato nel prosieguo, di vera e propria *regressione* del Governo, che nello schema del d.d.l. di delegazione europea 2016 compie significativi passi indietro rispetto alle indicazioni fornite due anni prima dal Parlamento e rimaste lettera morta.

Conviene dunque ripercorrere brevemente le principali tappe della saga di mancata riforma del *market abuse*, per poi valutare le conseguenze delle ultime scelte dell'esecutivo (*infra*, nn. 2.-3.) e tentare infine di tracciare alcune coordinate per un auspicabile cambio di rotta (n. 4.).

Il Reg. (UE) 596/2014 sugli abusi di mercato (MAR) e la Dir. 2014/57/UE sulle sanzioni penali per gli abusi di mercato (MAD II) costituiscono l'esito di articolate attività preparatorie condotte a livello eurounitario, al precipuo scopo di superare le

differenze tra i vari regimi nazionali e introdurre con regolamento norme immediatamente applicabili, presidiate attraverso sanzioni amministrative, laddove la direttiva impone agli Stati Membri obiettivi di tutela da perseguire tramite disposizioni incriminatrici, secondo l'innovativo meccanismo contemplato dall'art. 83, § 2, TFUE.

Tralasciando di commentare in questa sede le novità normative sovranazionali<sup>1</sup>, l'attenzione sarà piuttosto concentrata sulle modalità con le quali il legislatore interno intendeva recepire i richiamati provvedimenti entro la scadenza – valevole per entrambi – del 3 luglio 2016.

L'avvio del percorso riformatore qui considerato non è tra i più felici, dal momento che il d.d.l. governativo di delegazione europea 2014 escludeva la MAD II dal novero delle direttive da attuare e siffatta omissione era frutto di una precisa scelta, posto che nell'allegata relazione illustrativa si affermava a chiare lettere 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>2</sup>.

La criticabile posizione dell'esecutivo è stata ribaltata in sede parlamentare, per effetto dell'iniziativa congiunta di esponenti di maggioranza e opposizione, apertamente sollecitati a rimediare la lacuna concernente il comparto penalistico degli abusi di mercato<sup>3</sup>. La *legge di delegazione europea 2014* (l. n. 114/2015) conteneva quindi, all'art. 11, apposito incarico al Governo affinché desse attuazione all'intero apparato normativo di derivazione UE, comprendente tanto la direttiva quanto il regolamento in materia di *market abuse*.

I «*principi e criteri direttivi specifici*» dettati dalla richiamata delega lasciavano invero non poco a desiderare, per due ordini di ragioni: da un lato, numerosi aspetti della disciplina penalistica, rimessi dal legislatore eurounitario alla discrezionalità degli Stati Membri, non erano affatto considerati; dall'altro, le linee-guida indicate dal delegante risultavano talmente vaghe e imprecise da far sorgere seri dubbi sulla legittimità costituzionale del provvedimento, per contrasto con gli artt. 25 e 76 della Carta fondamentale<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Per un'approfondita disamina della normativa UE sugli abusi di mercato a seguito del varo di MAD II e MAR si rinvia a F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, 78 ss.; L. FOFFANI, [Politica criminale europea e sistema finanziario: l'esempio degli abusi di mercato](#), in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 3-4, 2014, 65 ss.; F. MUCCIARELLI, [La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem](#), in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 4, 2015, 295 ss.; ID., *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in *Società*, 2016, 193 ss.; F. CONSULICH, *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, *ivi*, 203 ss.

<sup>2</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 luglio 2015, n. 114.

<sup>3</sup> Sui lavori preparatori della l. n. 114/2015, con specifico riguardo alla formulazione dell'art. 11, si veda, volendo, E. BASILE, [Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE](#), in *Legisl. pen.*, 10.12.2015, 12 ss.

<sup>4</sup> In argomento sia consentito rinviare ancora a E. BASILE, *Verso la riforma*, *cit.*, 17 ss.

In un quadro nel complesso a tinte fosche, tra i pochi elementi di segno positivo spiccava nondimeno la circostanza che fosse espressamente affrontata una delle questioni più spinose in materia di abusi di mercato, vale a dire la violazione del canone del *ne bis in idem* derivante dalla vigente disciplina contenuta nel d. lgs. n. 58/1998 (TUF). Al riguardo il Parlamento mostrava, se non altro, di essere consapevole del problema e di auspicarne il superamento, senza però enucleare alcun criterio risolutivo e lasciando – anche su questo decisivo aspetto – sconfinato arbitrio al delegato.

Nonostante il Governo disponesse di una sorta di “*mandato in bianco*” ai fini della riforma del *market abuse*, il termine per l’esercizio della delega legislativa spirava senza che alcuna iniziativa fosse messa in campo. Il 3 luglio 2016 è dunque entrato in vigore il MAR, che pur essendo direttamente applicabile non determina *eo ipso* il venir meno della necessità di coordinamento con le rimanenti disposizioni del TUF; sul fronte MAD II deve invece registrarsi la persistente inadempienza del legislatore domestico nel recepimento della disciplina sovranazionale concernente le misure prettamente penalistiche.

## 2. L’art. 7 dello schema del d.d.l. di delegazione europea 2016.

La prolungata inerzia del Governo sulla riforma del *market abuse* ha avuto (parzialmente) fine in sede di predisposizione del disegno di legge che, con cadenza annuale, è sottoposto alle Camere per ottenere l’incarico di attuare atti normativi eurounitari, nella fase c.d. *discendente*, tramite decreti legislativi o disposizioni regolamentari<sup>5</sup>.

L’art. 7 dello *schema del d.d.l. di delegazione europea 2016*, licenziato dal Consiglio dei Ministri il 28 aprile 2017, è appunto rubricato «*Delega al Governo per l’adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione*»<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Sull’assetto derivante dalla l. n. 234/2012 – normativa-quadro in materia di rapporti tra diritto interno e ordinamento UE – e per approfondimenti sulla struttura della “legge di delegazione europea” (cui si affianca la c.d. legge europea), v. R. ADAM, P. TIZZANO, *Manuale di diritto dell’Unione europea*, Torino, 2014, 882 ss.; P. CARETTI, U. DE SIERVO, *Diritto costituzionale e pubblico*, 2ª ed., Torino, 2014, 214 s.

<sup>6</sup> Si riporta, per comodità di consultazione, il testo dell’art. 7 cit.:

«1. Il Governo è delegato ad adottare, entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, con le procedure di cui all’articolo 31 della legge 24 dicembre 2012, n. 234, acquisito il parere delle competenti Commissioni parlamentari, uno o più decreti legislativi per l’adeguamento della normativa nazionale al regolamento (UE) n. 596/2014, 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.

2. I decreti legislativi di cui al comma 1 sono adottati su proposta del Presidente del Consiglio dei ministri e del Ministro dell’economia e delle finanze, di concerto con i Ministri della giustizia, degli affari esteri e della cooperazione internazionale e dello sviluppo economico.

Buona parte delle riserve critiche – nell’ottica della conformità a Costituzione – prospettabili con riguardo all’art. 11 l. n. 114/2015 possono senza difficoltà estendersi alla nuova previsione, che pur essendo sottratta ai vincoli dell’art. 25, cpv., Cost. (in quanto non concernente la materia penale *stricto sensu*) è nondimeno assoggettata all’art. 76 della Carta fondamentale per ciò che attiene alla *precisione* delle linee-guida di fonte parlamentare quale limite intrinseco della facoltà di delega<sup>7</sup>.

---

3. Nell’esercizio della delega di cui al comma 1, il Governo è tenuto a seguire, oltre ai principi e criteri direttivi generali di cui all’articolo 32, della legge 24 dicembre 2012, n. 234, anche i seguenti principi e criteri direttivi specifici:

a) adottare, in conformità alle definizioni e alla disciplina del regolamento (UE) n. 596/2014, le occorrenti modificazioni alla normativa vigente, anche di derivazione europea, per i settori interessati dalla normativa da attuare, al fine di realizzare il migliore coordinamento con le altre disposizioni vigenti, assicurando un appropriato grado di protezione dell’investitore, di tutela della stabilità finanziaria e dell’integrità dei mercati finanziari;

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

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

d) prevedere, in linea con quanto già stabilito dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, il ricorso alla disciplina secondaria adottata dalla CONSOB nell’ambito e per le finalità specificamente previste dal regolamento (UE) n. 596/2014 e dalla legislazione dell’Unione europea attuativa del medesimo regolamento;

e) coordinare le vigenti disposizioni del citato testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998 con quelle degli articoli 24, 25 e 26 del regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di cooperazione e scambio di informazioni con l’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), con le autorità competenti degli Stati membri, nonché con le autorità di vigilanza di Paesi terzi;

f) attribuire alla CONSOB il potere di imporre le sanzioni e le altre misure amministrative per le violazioni espressamente elencate dall’articolo 30 del regolamento (UE) n. 596/2014, nel rispetto dei criteri, dei limiti e delle procedure stabilite dal regolamento medesimo e della Parte V del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;

g) prevedere che la disciplina in materia di confisca di cui all’articolo 187-*sexies* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, trovi applicazione anche nei casi di violazione delle disposizioni del regolamento UE;

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

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

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

4. Dall’attuazione del presente articolo non devono derivare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica. L’autorità interessata provvede agli adempimenti di cui al presente articolo con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente».

<sup>7</sup> La dottrina costituzionalistica esprime da tempo preoccupazioni circa la legittimità di deleghe legislative per il recepimento di atti normativi UE nelle quali il Parlamento rinvia “in blocco” alla disciplina sovranazionale, che diviene l’unica fonte di istruzioni vincolanti per il legislatore delegato. Cfr. M.

La richiamata disposizione del disegno di legge di delegazione europea per il 2016 è d'altronde dedicata in via esclusiva al recepimento delle previsioni contenute nel Reg. (UE) 596/2014 e al coordinamento delle stesse con la vigente disciplina domestica in tema di abusi di mercato, trascurando tuttavia la circostanza che MAR e MAD II sono reciprocamente integrati e – anche in conseguenza di numerosi rimandi incrociati – danno vita a un reticolo di misure punitive penali e amministrative, tra le cui finalità principali rientrano il rafforzamento della cooperazione europea nel contrasto agli illeciti e l'osservanza del principio del *ne bis in idem*<sup>8</sup>.

Il canone appena menzionato rappresenta uno degli snodi maggiormente problematici nell'auspicabile percorso di riforma domestica del *market abuse*, posto che l'Italia aveva scelto di introdurre – in sede di attuazione della direttiva 2003/6/CE (MAD I) – un “doppio binario” sanzionatorio di tipo cumulativo e siffatta opzione è stata censurata dalla Corte EDU<sup>9</sup>, senza contare che rimane tuttora da dirimere la controversia sulla compatibilità del duplice accertamento e del cumulo delle “pene” rispetto alle garanzie sancite nella c.d. *piccola Europa* (in particolare dall'art. 50 CDFUE), in questa come in altre materie caratterizzate a livello interno da omologhi apparati punitivi<sup>10</sup>.

CARTABIA, *Principi della delega determinati con rinvio alle norme comunitarie e parametro doppiamente interposto*, in *Giur. cost.*, 1993, 2051 s.; G. D'ELIA, *Osservazioni in tema di determinazione per relationem dei principi e criteri direttivi*, in *Giur. cost.*, 1998, 2717; più di recente, A. BONOMI, *Le leggi comunitarie e la delimitazione 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.

<sup>8</sup> In senso contrario (ma non del tutto preclusivo) al cumulo di sanzioni penali e amministrative per il medesimo fatto cfr. i *Considerando* (23) MAD II e (72) MAR: quest'ultimo stabilisce invero che non è tassativamente proibito agli Stati Membri (se conforme al proprio diritto interno) prevedere «regole per sanzioni amministrative oltre che sanzioni penali per le stesse infrazioni». Ad avviso della dottrina tale clausola rappresenterebbe comunque una dissonanza più apparente che reale rispetto alla complessiva architettura normativa euounitaria, sfavorevole al cumulo punitivo: v. F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, cit., 304 ss.; egualmente M. SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina euounitaria degli abusi di mercato*, in *Società*, 2016, 218 ss.

<sup>9</sup> Corte EDU, II sez., sent. 4 marzo 2014, [Grande Stevens c. Italia](#), in questa Rivista, 9.3.2014, con nota di 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](#). Tra i numerosi lavori dedicati a tale importante decisione cfr., altresì, A. ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della CEDU riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 855 ss.; G.M. FLICK, V. NAPOLEONI, [Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? “Materia penale”. giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014, sul market abuse](#), in *Riv. AIC*, 3/2014; F. D'ALESSANDRO, *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, in *Dir. pen. proc.*, 2014, 614 ss.; 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>10</sup> Con riferimento al “doppio binario” in materia di *market abuse* sono stati formulati dalla Cassazione ben due rinvii pregiudiziali alla CGUE: cfr. F. VIGANÒ, [A never-ending story? Alla Corte di Giustizia dell'Unione europea la questione della compatibilità tra ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia, questa volta, di abusi di mercato](#), in questa Rivista, 17.10.2016; ID., [Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio: nuovo rinvio pregiudiziale della Cassazione in materia di abuso di informazioni privilegiate](#), in questa Rivista, 28.11.2016. Per un quadro aggiornato dello “stato dell'arte” in tema di *ne bis in idem* a proposito dei principali settori della legislazione penale si rinvia a CORTE DI CASSAZIONE, UFFICIO DEL MASSIMARIO PENALE, [Ne bis in idem. Percorsi interpretativi e recenti approdi della giurisprudenza nazionale ed europea](#), Relazione di Orientamento n. 26/17 del 21.3.2017, in questa Rivista, 30.3.2017.



5/2017

Con le medesime cadenze del d.d.l. di delegazione europea 2014, poi emendato in Parlamento, l'esecutivo persevera sorprendentemente nel ritenere *superfluo* ogni intervento sul comparto penalistico degli abusi di mercato e anche questa volta si tratta di una scelta deliberata, poiché la relazione illustrativa del provvedimento da ultimo approvato in Consiglio dei Ministri afferma senza mezzi termini che, «*per quanto riguarda le sanzioni penali e amministrative pecuniarie previste rispettivamente dal regolamento (UE) n. 596/2014 e dalla direttiva 2014/57/UE, l'attuale relativa disciplina sanzionatoria di riferimento è contenuta nella parte V del TUF. Nell'ordinamento interno, le condotte dolose previste dalla direttiva risultano già oggetto di previsione sanzionatoria*»<sup>11</sup>.

Il Governo ribadisce insomma l'assunto espresso in modo altrettanto netto nel 2015, così da ingenerare il sospetto che il mancato esercizio dell'originaria delega legislativa (comprendente, come ricordato, anche il versante penale del *market abuse*) sia stato consapevole e non dovuto a fattori estemporanei o contingenti. Una simile presa di posizione appare senz'altro criticabile sul piano della coerenza normativa con le fonti UE e dell'osservanza di canoni giuspenalistici fondamentali.

### 3. L'inspiegabile omissione di iniziative per il recepimento della Dir. 2014/57/UE.

L'approccio minimalista dell'esecutivo, secondo cui non occorrerebbe intervenire in alcun modo sulle vigenti disposizioni penali di contrasto agli abusi di mercato, si fonda verosimilmente su una non esatta esegesi del dato normativo sovranazionale e – a ben vedere – sulla limitata conoscenza delle criticità dell'attuale disciplina interna, così disattendendo anche il monito formulato dalla Consulta nella recente pronuncia sul “doppio binario” *in subiecta materia*, ove si statuisce che «*spetta anzitutto al legislatore stabilire quali soluzioni debbano adottarsi per porre rimedio alle frizioni che tale sistema genera tra l'ordinamento nazionale e la CEDU*»<sup>12</sup>.

Volendo schematizzare le ineludibili esigenze di adeguamento dell'apparato punitivo domestico alle prescrizioni della MAD II, possono individuarsi le seguenti aree: *i)* ambito di applicazione delle fattispecie di *market abuse*; *ii)* abuso di informazioni privilegiate e comunicazione illecita delle medesime; *iii)* tipizzazione della manipolazione del mercato; *iv)* cumulo sanzionatorio e *ne bis in idem*.

---

<sup>11</sup> Così la Relazione illustrativa dello [Schema di disegno di legge recante delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea – Legge di delegazione europea 2016](#).

<sup>12</sup> Corte cost., [sent. 8.3-12.5.2016, n. 102](#), pres. Grossi, red. Lattanzi e Cartabia, in *questa Rivista*, 16.5.2016, con nota di F. VIGANÒ, [Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della Consulta un assist ai giudici comuni](#).

L'attesa decisione del Giudice delle leggi sul cumulo di sanzioni per il *market abuse* si è per vero limitata a dichiarare inammissibili tutte le questioni sottoposte dai rimettenti, ma pur trattandosi di un “*non liquet*” (anche nell'auspicio, poi rivelatosi vano, di un intervento legislativo di riforma della materia) la sentenza ha senz'altro il merito di confermare «a chiare lettere che a creare un “*vulnus* all'art. 4 del Protocollo n. 7 alla CEDU” è l'intero sistema italiano di repressione degli illeciti amministrativi e penali nel campo del *market abuse*»: così M. BONTEMPELLI, *Ne bis in idem e legalità penale nel processo per gli abusi di mercato*, in *Arch. pen.*, 2016, 390.

### 3.1. I nuovi confini applicativi del market abuse.

Connotato saliente della disciplina eurounitaria in tema di abusi di mercato emanata nel 2014 è il rifiuto di qualsivoglia criterio selettivo con riguardo alla tipologia di strumenti finanziari costituenti oggetto delle condotte illecite, come pure delle relative sedi di negoziazione, ricomprendendo ora espressamente nella portata dei divieti anche l'*insider trading* sui c.d. certificati verdi e la manipolazione riferita a *benchmark*: inequivoca è, in proposito, la formulazione degli artt. 1 MAD II e 2 MAR.

Le disposizioni incriminatrici attualmente in vigore in Italia sono, per contro, limitate a ben precise categorie di strumenti finanziari e, in mancanza di apposito intervento legislativo, non è consentito estenderne in via interpretativa la portata (ad esempio con riferimento ai "*green certificates*" o alla *market manipulation* su indici finanziari), giacché un simile esito darebbe luogo ad analogia *in malam partem*, in aperta violazione del canone giuspenalistico di legalità.

Vi è di più. Le vigenti fattispecie di reato risultano altamente disomogenee tra le varie piattaforme di scambio, per via della coesistenza di ipotesi delittuose sanzionate con pene draconiane e fattispecie contravvenzionali punite in modo assai blando<sup>13</sup>. Il descritto assetto pone almeno due ordini di problemi: da un lato, la significativa differenziazione della tipologia di illecito penale appare in netto contrasto con l'approccio eurounitario, che – come detto – equipara i comportamenti vietati indipendentemente dal relativo oggetto materiale e dalla *trading venue* di riferimento; dall'altro, l'eccentrico regime differenziato in parola può indurre a revocare in dubbio la punibilità di condotte realizzate "fuori mercato" (*over the counter* – OTC – nel lessico UE).

Le disposizioni incriminatrici applicabili ai titoli scambiati su *sistemi multilaterali di negoziazione* (MTF) potrebbero invero rappresentare un argomento interpretativo non secondario per sostenere che il legislatore abbia volutamente circoscritto la tutela alle sedi "organizzate" di scambio, mentre tutto ciò che accade al di fuori di tali contesti sarebbe sottratto al magistero punitivo (penale e amministrativo)<sup>14</sup>, il che smentirebbe non soltanto esiti interpretativi ormai consolidati a livello nazionale<sup>15</sup>, ma finanche l'incontrovertita opzione eurounitaria a favore della rilevanza penale di abusi di mercato perpetrati *over the counter*<sup>16</sup>.

---

<sup>13</sup> Per una panoramica dei reati contravvenzionali introdotti nel TUF dal d. lgs. n. 101/2009 e una critica rispetto a tale scelta politico-criminale si veda, volendo, E. BASILE, *Contravvenzioni e contraddizioni in tema di abusi di mercato: tutela penale dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2011, 747 ss.

<sup>14</sup> Sostiene l'ipotesi prospettata nel testo F. MUCCIARELLI, (*sub*) art. 184, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Torino, 2012, 2355 s.

<sup>15</sup> Nel senso che ai fini della punibilità dell'*insider* primario possa venire «in rilievo ogni attività negoziale (...), anche se realizzata al di fuori dei mercati regolamentati» v., per tutti, V. NAPOLEONI, (voce) *Insider trading*, in *Dig. disc. pen., Agg.*, I, Torino, 2008, 596 e nt. 205 con ulteriori riferimenti.

<sup>16</sup> L'art. 1, § 5, MAD II stabilisce: «La presente direttiva si applica a qualsiasi operazione, ordine o altra condotta relativi agli strumenti finanziari di cui ai paragrafi 2 e 4, indipendentemente dal fatto che tale operazione, ordine o condotta avvenga in una sede di negoziazione (*trading venue*)».

Pertanto, contrariamente all'assunto espresso dal Governo nella relazione illustrativa allo schema di d.d.l. in esame, le previsioni sanzionatorie contenute nella MAD II trovano corrispondenza solo *parziale* nell'ordinamento italiano e non c'è modo – a legislazione penale invariata – di conseguire tutti gli obiettivi di *Kriminalpolitik* fissati dalla normativa UE.

### 3.2. Sfacettature eurounitarie dell'insider trading.

Per quanto specificamente concerne l'abuso di informazioni privilegiate, i profili di discrasia dell'attuale disciplina domestica rispetto a quella eurounitaria attengono, *in primis*, alla mancata criminalizzazione dell'*insider* c.d. secondario, che – salvi i casi di concorso con l'*insider* "primario" – è chiamato a rispondere soltanto dell'illecito amministrativo previsto dall'art. 187-bis TUF, mentre il combinato disposto degli artt. 3 e 7 MAD II impone di comminare sanzioni *penali* anche per il fatto commesso da tale peculiare soggetto attivo.

In secondo luogo, la direttiva 2014/57/UE opera una inedita *frantumazione* della fattispecie "classica" di *insider trading*, collocando da una parte le condotte di *trading/tuyautage* e, dall'altra, il c.d. *tipping*. Quest'ultima ipotesi (*id est* la «Comunicazione illecita di informazioni privilegiate», prevista dall'art. 4 MAD II) è ritenuta dal legislatore sovranazionale meritevole di una sanzione meno aspra rispetto alle altre<sup>17</sup>, laddove nell'ordinamento italiano i tre comportamenti sono – secondo tradizione – equiparati agli effetti penali.

Evidente l'impossibilità di ritenere conforme alla disciplina UE un sistema nazionale privo di comminatoria penale autonoma per l'*insider* "secondario", non essendo d'altronde consentito ovviare al descritto inconveniente in via interpretativa (a meno di dar luogo a un'inammissibile deroga al canone giuspenalistico di legalità)<sup>18</sup>.

Del pari insolubile, in mancanza di apposito intervento legislativo, è il cennato problema afferente al trattamento sanzionatorio dell'illecita comunicazione di informazioni privilegiate, che in base alla vigente normativa interna potrebbe già determinare l'insorgenza di una questione di legittimità costituzionale, sia per contrasto con l'art. 117 Cost., sia con riferimento al principio di *proporzione*, nella dimensione domestica e in quella sovranazionale<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> L'art. 7, § 3, MAD II indica quale "minimo del massimo edittale" per la comunicazione illecita di informazioni privilegiate «la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni due», mentre le residue ipotesi di *insider trading* e la manipolazione del mercato sono, secondo il legislatore eurounitario, meritevoli di pena detentiva non inferiore nel massimo a quattro anni (art. 7, § 2, MAD II).

<sup>18</sup> Per la sottolineatura dell'esigenza di criminalizzazione dell'*insider* "secondario" in sede di adeguamento delle ipotesi di reato domestiche ai dettami della MAD II v. F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, cit., 315.

<sup>19</sup> L'attuale equiparazione sanzionatoria del *tipping* alle condotte di *trading* e *tuyautage*, prevista dall'art. 184 TUF, si pone in evidente discrasia con l'approccio della MAD II. Una volta spirato il termine di recepimento della direttiva (3 luglio 2016), si può dunque sostenere senza sforzo che la vigente disciplina italiana in materia di *market abuse* non sia rispettosa dei vincoli indicati dall'art. 117, co. 1, Cost.: ciò si traduce in immediato pregiudizio per l'imputato di un fatto riportabile alla comunicazione di informazioni



### 3.3. Manipolazione del mercato e frammentarietà.

Passando alla *market manipulation*, tratto caratterizzante la disciplina eurounitaria (tanto nella direttiva, quanto nel regolamento) è l'impiego della «*tecnica analitica (...) sul piano della descrizione delle condotte vietate*»<sup>20</sup>, il che denota una precisa opzione normativa in chiave di *frammentarietà e meritevolezza di pena*<sup>21</sup>.

Incompatibili con il richiamato approccio risultano all'evidenza le *Generalklauseln* in atto adoperate a livello nazionale: se per certo le espressioni contenute nell'art. 185 TUF sono in grado di ricomprendere le dettagliate tipizzazioni di MAD II e MAR, appare nondimeno sconsigliabile «*confidare nell'adattamento per via interpretativa*[, che] *costringerebbe a operazioni ermeneutiche di dubbia fattura, costantemente a rischio di violare il divieto di analogia [e] foriere di incertezze applicative*»<sup>22</sup>.

Più in generale, riscrivere il fatto tipico della *market manipulation* – sulla base delle cogenti indicazioni ricavabili dalle fonti UE – potrebbe contribuire in modo decisivo a *differenziare* la (futura) fattispecie penale da una di illecito amministrativo, allo scopo di assicurare il superamento del “doppio binario” sanzionatorio di tipo cumulativo (*infra*, n. 4).

### 3.4. Il nodo del *ne bis in idem* sostanziale e processuale.

L'omesso recepimento della MAD II determina, da ultimo (e non per importanza), l'*elusione* delle problematiche che rendono nel complesso irrazionale la pluralità di sanzioni comminate a livello domestico per gli abusi di mercato, non solo in ragione dell'inusitata asprezza che le contraddistingue, ma prima ancora per le inevitabili sovrapposizioni tra accertamento amministrativo e penale in relazione al medesimo fatto.

Sul piano sostanziale appare difficile rinvenire una giustificazione per il cumulo punitivo ora vigente e, pur a fronte di un atteggiamento di tendenziale *neutralità* sul

---

privilegiate, destinatario di comminatoria penale *identica* a quella prevista nei confronti di chi tiene condotte ritenute *più gravi* dal legislatore eurounitario, tanto da meritare una sanzione pari al doppio del “minimo del massimo edittale” (quattro anni di reclusione anziché due, come previsto dall'art. 7, § 3, MAD II: v. *supra*, nt. 17).

La sproporzione punitiva appena evidenziata risulterebbe altresì costituzionalmente illegittima nella dimensione interna (cfr., per tutte, Corte cost., sent. 18 aprile 2014, n. 105, in *Giur. cost.*, 2014, 1849 ss.), come pure ai sensi dell'art. 49, § 3, CDFUE, disposizione certamente applicabile in quanto la disciplina penale degli abusi di mercato è ricompresa tra i “campi di materia” interessati dalla normazione UE (in base al controverso criterio prospettato da Corte cost., sent. 11 marzo 2011, n. 80, in *Giur. cost.*, 2011, 1224 ss.).

<sup>20</sup> F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, cit., 317.

<sup>21</sup> V. *amplius* F. CONSULICH, *Manipolazione*, cit., 204 s.

<sup>22</sup> F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, loc. ult. cit.

punto da parte del legislatore eurounitario<sup>23</sup>, possono manifestarsi serie perplessità circa la duplicazione in discorso: il meccanismo di contenimento delle sanzioni pecuniarie (giusta art. 187-*terdecies* TUF) non consente invero di superare tutte le criticità del sistema<sup>24</sup>, posto che – per esempio – le misure sanzionatorie amministrative di carattere accessorio *ex art. 187-quater* TUF (qualificabili nondimeno come rientranti nella “*matière pénale*”, in base agli arresti della Corte EDU<sup>25</sup>) si aggiungono in modo indiscriminato alle analoghe “pene accessorie” previste dall’art. 186 TUF. Ne segue che – indipendentemente dalla stretta osservanza del principio sancito dall’art. 4 Prot. 7 CEDU in chiave sostanziale – il fulcro della questione si sposta sul canone di *proporzione*, messo senza dubbio in crisi da un apparato nel quale trovano applicazione congiunta sanzioni penali di afflittività ben superiore al “minimo del massimo edittale” indicato dalle fonti UE e misure formalmente amministrative che secondo i giudici di Strasburgo integrano tutti i c.d. *Engel criteria*, ivi compresa la “*severity*”<sup>26</sup>.

Non meno rilevante il problema delle garanzie rispetto al “processo”, che ad avviso della Corte costituzionale italiana costituirebbe genuino (e unico) ambito di applicazione del *ne bis in idem* convenzionale<sup>27</sup>.

Tralasciando di considerare compiutamente in questa sede le consistenti menomazioni dei diritti dell’accusato, che tuttora affliggono il procedimento CONSOB – nonostante le reiterate modifiche regolamentari degli ultimi anni – con particolare riguardo all’art. 6 CEDU<sup>28</sup>, conviene soffermarsi su ulteriori profili *lato sensu* procedurali,

<sup>23</sup> L’art. 30 MAR, coerentemente con il *Considerando* (72) del medesimo atto, contempla (sia pure in forma implicita) la possibilità di *aggiungere* una sanzione amministrativa per i fatti di *market abuse* cui è già attribuita rilevanza penale nei singoli ordinamenti nazionali. Corte cost., sent. 102/2016, cit., § 6.1. (in fine), sottolinea tale prerogativa degli Stati Membri, così da ribadire che ogni scelta circa il mantenimento del “doppio binario” punitivo per gli abusi di mercato va rimessa nelle mani del legislatore domestico.

<sup>24</sup> In senso difforme v. Trib. Milano, sez. I pen., ord. 6.12.2016, Pres. Fazio, giud. Curami e De Luca, in *questa Rivista*, 23.12.2016, con nota di E. FUSCO, [La tutela del mercato finanziario tra normativa comunitaria, ne bis in idem e legislazione interna](#).

Ad avviso del Collegio milanese, l’esigenza di “proporzionalità” evidenziata dalla Grande Camera della Corte EDU nella recente pronuncia *A e B c. Norvegia* (v. *infra*, in nt. 29) sarebbe appunto garantita attraverso lo “scomputo” della sanzione amministrativa pecuniaria rispetto alla corrispondente specie di pena, il che si rivelerebbe «*sintomatico di una connessione tra i procedimenti prevista legislativamente*», tale da non pregiudicare l’art. 4 Prot. 7 CEDU.

<sup>25</sup> Sull’applicabilità dell’art. 6 CEDU con riferimento a sanzioni di tipo interdittivo v., in particolare, Corte EDU, V sez., sent. 11 giugno 2009, [Dubus S.A. c. Francia](#), § 37.

<sup>26</sup> Corte EDU, *Grande Stevens c. Italia*, cit., § 99.

<sup>27</sup> Corte cost., sent. 102/2016, cit., § 6.1., sostiene che è «*pacifico, in base alla consolidata giurisprudenza europea, che il divieto di bis in idem ha carattere processuale, e non sostanziale. Esso, in altre parole, permette agli Stati aderenti di punire il medesimo fatto a più titoli, e con diverse sanzioni, ma richiede che ciò avvenga in un unico procedimento o attraverso procedimenti fra loro coordinati, nel rispetto della condizione che non si proceda per uno di essi quando è divenuta definitiva la pronuncia relativa all’altro*».

In dottrina si è per contro osservato che sussiste un «collegamento fra il *ne bis in idem* processuale e il *ne bis in idem* sostanziale in vista del quale opera il divieto di doppia condanna previsto dall’art. 4 Prot. n. 7 CEDU»: così, da ultimo, M. BONTEMPELLI, *Ne bis in idem*, cit., 395, con ulteriori riferimenti.

<sup>28</sup> Il [Regolamento generale sui procedimenti sanzionatori della CONSOB](#) (nel testo risultante dalle ultime modifiche apportate nel febbraio 2016 e applicabile per le violazioni commesse a partire dall’8 marzo 2016) prevede in particolare – allo scopo di ovviare alla progressiva carenza di garanzie difensive nella fase

in ragione della centralità ad essi attribuita dalle decisioni della Corte EDU in merito a sistemi di “doppio binario” punitivo<sup>29</sup>.

La trasmigrazione degli esiti di accertamenti eseguiti in sede amministrativa al fascicolo delle indagini preliminari (e del dibattimento penale) rappresenta senza dubbio il precipitato immediato della consecutività di procedimenti e, non a caso, la descritta *osmosi* è espressamente contemplata dalla legge (art. 187-*decies* TUF). Tale dato potrebbe quindi essere valorizzato per ravvisare l'*unitarietà* della complessiva procedura sanzionatoria, così da escludere qualsivoglia *vulnus* del principio sancito dall'art. 4 Prot. 7 CEDU, almeno stando alla più recente giurisprudenza di Strasburgo<sup>30</sup>.

Rimane tuttavia da sciogliere, anche in una simile prospettiva efficientista, il nodo dell'*utilizzabilità* processualpenalistica di elementi probatori acquisiti senza l'osservanza delle prescrizioni del codice di rito.

istruttoria – la facoltà per i destinatari di contestazioni amministrative di presentare deduzioni scritte, ovvero chiedere di essere sentiti (v. art. 5 reg. cit.).

La riportata disposizione regolamentare è da valutare positivamente nella misura in cui consente una forma di “partecipazione” degli interessati all'istruttoria condotta dall'Ufficio Sanzioni Amministrative CONSOB, ma non altrettanto può dirsi a proposito del successivo art. 8, il cui comma 1 prevede che la relazione finale predisposta dall'organo istruttorio dell'Autorità sia trasmessa (oltre che alla Commissione) ai soli «destinatari della lettera di contestazione degli addebiti, che abbiano presentato le deduzioni scritte ai sensi dell'articolo 5, comma 2, ovvero abbiano partecipato all'audizione prevista dall'articolo 5, comma 4», i quali, entro trenta giorni, «possono presentare alla Commissione proprie controdeduzioni scritte in replica alle considerazioni dell'Ufficio Sanzioni Amministrative» (art. 8, cpv., reg. cit.).

Il fondamentale diritto al contraddittorio risulta quindi *compreso* nel momento cruciale della procedura (*id est* quello decisorio, in capo alla Commissione), essendo esercitabile – come visto – solo da coloro che hanno svolto attività difensiva nella fase istruttoria, il che si traduce nell'impossibilità di replicare agli addebiti da parte di chi non abbia inteso difendersi nello stadio iniziale del procedimento, così violando il “diritto al silenzio” dell'accusato, garantito dall'art. 6 CEDU anche quale corollario della presunzione di non colpevolezza. La richiamata previsione convenzionale è invero comunemente interpretata nel senso di ricomprendere la garanzia di tacere (e non contribuire alla propria incriminazione), secondo quanto previsto *expressis verbis* dal *Patto internazionale sui diritti civili e politici*: nella giurisprudenza di Strasburgo v., di recente, Corte EDU, V sez., sent. 14 ottobre 2010, [Brusco c. Francia](#), § 44; in dottrina cfr., per tutti, R. CHENAL, A. TAMIETTI, (sub) art. 6, in *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo*, dir. da S. Bartole, P. De Sena, V. Zagrebelsky, Padova, 2012, 199, con ulteriori riferimenti.

Per una sintetica rassegna dei persistenti profili di criticità della (rinnovata) procedura sanzionatoria CONSOB, nell'ottica del “diritto a un processo equo”, sia permesso rinviare, altresì, a E. BASILE, *Verso la riforma*, cit., 23 s.

<sup>29</sup> Tra le pronunce più recenti v. Corte EDU, GC, sent. 15 novembre 2016, [A e B c. Norvegia](#), in questa Rivista, 18.11.2016, con nota di F. VIGANÒ, [La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio](#); Corte EDU, I sez., sent. 18 maggio 2017, [Jóhannesson c. Islanda](#), in questa Rivista, 22.5.2017, con nota di F. VIGANÒ, [Una nuova sentenza di Strasburgo su ne bis in idem e reati tributari](#).

<sup>30</sup> Secondo la *Grand Chamber* della Corte europea dei diritti umani deve escludersi la violazione del *ne bis in idem* nei casi di duplicazione procedurale e sanzionatoria qualora i due procedimenti risultino «sufficiently connected in substance and time» (così Corte EDU, *A e B c. Norvegia*, cit., § 131). La “connessione sostanziale” sussiste quando gli scopi delle due procedure punitive sono (distinti, ma) *complementari*, sempre che l'avvio delle medesime sia “prevedibile” per il destinatario, evitando duplicazioni sotto il profilo *probatorio* e purché le sanzioni complessivamente irrogate siano *proporzionate*: in argomento v. *amplius* P. FIMIANI, [Market abuse e doppio binario sanzionatorio dopo la sentenza della Corte E.D.U., Grande Camera, 15 novembre 2016, A e B c. Norvegia](#), in questa Rivista, 8.2.2017, 3 ss.

Persino ammettendo che i procedimenti “consecutivi” siano convenzionalmente legittimi – perché di carattere unitario nella sostanza – non si potrebbero certo aggirare, per questa via, i capisaldi di garanzia in materia di prova, ché altrimenti i principi di civiltà giuridica consacrati (anche) dalla “grande Europa” finirebbero per produrre ingiustificati effetti sfavorevoli per l’imputato, con una *eterogenesi dei fini* tanto marcata quanto paradossale. Un conto è, infatti, ritenere che sussista un *continuum* tra accertamento amministrativo e penale, fino a negare la duplicazione procedimentale costituente di per sé violazione del canone del *ne bis in idem*, altro è consentire deroghe – più o meno vistose – a una fondamentale disposizione garantistica qual è l’art. 220 disp. att. c.p.p., destinata a essere svuotata di senso ove si ammetta, con lettura estensiva della giurisprudenza in materia di *market abuse*<sup>31</sup>, che veri e propri *apprezzamenti* circa l’illiceità dei fatti (e non mere *constatazioni di dati obiettivi*)<sup>32</sup>, provenienti dal procedimento sanzionatorio *extra*-penale condotto da CONSOB, possano entrare a far parte, in via pressoché automatica, del compendio probatorio alla base del susseguente scrutinio penalistico dell’*idem factum*.

Non superfluo segnalare, peraltro, che il requisito di “*sufficiently close connection ... in substance and in time*” – tale da legittimare, secondo la Corte EDU, accertamenti plurimi e sanzioni multiple – debba necessariamente essere inteso in senso restrittivo, allo scopo di salvaguardare il *ne bis in idem*. Risultano quindi censurabili, in prospettiva convenzionale, procedure amministrative rientranti nella “*matière pénale*” e caratterizzate da misure punitive che non differiscono in modo significativo da quelle costituenti “*the hard core of criminal law*”<sup>33</sup> (il che vale senza dubbio per le poderose sanzioni pecuniarie e interdittive inflitte da CONSOB), né tanto meno è ammissibile dilatare nel tempo i meccanismi di accertamento dell’illecito (dovendosi ravvisare, in caso contrario, la violazione dell’art. 4 Prot. 7 CEDU)<sup>34</sup>.

Le suesposte considerazioni rivelano, in definitiva, che l’ordinamento italiano è molto distante dagli *standard* di tutela sanciti dalla CEDU. Anche da questo punto di vista trova quindi conferma l’esigenza di intervenire in modo incisivo sulla disciplina domestica del *market abuse*.

---

<sup>31</sup> Si veda ad esempio il riferimento di P. FIMIANI, *Market abuse*, cit., 9 e nt. 17, a Cass. pen., sez. V, 8.11.2012 -dep. 29.1.2013-, n. 4324, pres. Teresi, rel. Zaza, imp. Dall’Aglio, in *CED Cass.*, rv. 254325, per sostenere che nel “doppio binario” sanzionatorio italiano in materia di abusi di mercato vi è “connessione” con riguardo agli elementi di prova, come richiesto da Corte EDU, *A e B c. Norvegia*, cit., al fine di escludere il *bis in idem*.

<sup>32</sup> La giurisprudenza sull’acquisibilità *ex art. 234 c.p.p.* di atti nei quali è compendiate attività amministrativa/ispettiva delle autorità di vigilanza (come CONSOB o Banca d’Italia) ha invero cura di precisare che tale documentazione *extra*-processuale può essere utilizzata «*ai fini probatori limitatamente ai dati oggettivi in essa contenuti, oltre che per ricavare elementi di giudizio dai fatti ivi rappresentati*» (così, *ex multis*, Cass. pen., sez. V, 2.12.2011 -dep. 17.4.2012-, n. 14759, pres. Ferrua, rel. Oldi, imp. Fiorani, in *CED Cass.*, rv. 252300; conforme Cass. pen., sez. V, sent. 4324/2013, cit.).

<sup>33</sup> Corte EDU, *A e B c. Norvegia*, cit., § 133.

<sup>34</sup> In questi termini Corte EDU, *A e B c. Norvegia*, cit., § 134. Ancor più netta, sul punto, Corte EDU, *Jóhannesson c. Islanda*, cit., §§ 54 ss.

#### 4. Quali linee-guida per la riforma?

La circostanza che l'iniziativa del Governo qui esaminata sia ancora allo stadio di schema di d.d.l. induce a confidare nell'intervento parlamentare, sotto forma di emendamento alla legge di delegazione europea, oppure in via autonoma. Indipendentemente dallo strumento che dovesse essere prescelto, si possono provare a tratteggiare, in conclusione, alcune embrionali ipotesi di lavoro in chiave riformatrice.

Preliminare aspetto da considerare ai fini del ripensamento delle misure sanzionatorie domestiche nell'ambito del *market abuse* attiene all'eventuale scelta di "pan-penalizzazione" della materia, eliminando del tutto gli illeciti amministrativi<sup>35</sup>. Una simile opzione, benché in armonia con la "virata" eurounitaria verso il *jus terribile*, risulterebbe forse poco compatibile con la complessiva architettura degli strumenti sovranazionali, che a ben vedere sembrano propendere per l'adozione di un sistema punitivo integrato e non (più) cumulativo<sup>36</sup>.

Svolta tale premessa, di per sé coerente anche con il carattere di *extrema ratio* che dovrebbe connotare qualsivoglia comminatoria penale, occorre ragionare sui margini di differenziazione tra fattispecie incriminatrici e illeciti amministrativi, compito non semplice sulla scorta dell'equivoco disposto normativo eurounitario. Gli artt. 3, 4 e 5 MAD II prescrivono infatti che gli abusi di mercato qualificati come «*gravi*» e perpetrati «*con dolo*» debbano essere contemplati da apposite norme penali: se risulta agevole operare il distinguo connesso al coefficiente psichico (relegando al comparto amministrativo le ipotesi colpose<sup>37</sup>), non altrettanto vale per l'ulteriore parametro (alla luce delle nozioni eterogenee e scarsamente afferrabili indicate dalle stesse fonti UE).

Le esigenze del presente lavoro non consentono di ripercorrere il dibattito dottrinale che negli ultimi tempi – nonostante l'inerzia del legislatore nazionale – si è misurato con la matassa degli indici di "gravità" degli abusi di mercato, sottolineando in particolare l'opportunità di superare la vaghezza delle formulazioni contenute negli strumenti eurounitari, così da individuare criteri razionali di riparto della tutela punitiva<sup>38</sup>.

L'obiettivo testé indicato non sembra realisticamente conseguibile servendosi di parametri incentrati sulle qualità personali del soggetto attivo<sup>39</sup>, né attraverso valori-soglia<sup>40</sup>.

Più promettente appare, per contro, la tipizzazione degli illeciti penali connessa a peculiari modalità della condotta, tali da esprimere un *disvalore (oggettivo) d'azione* sufficientemente marcato e giustificare la massima reazione punitiva anche nell'ottica

---

<sup>35</sup> A sostegno di tale prospettiva v. F. VIGANÒ, [Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani](#), in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 1, 2016, 202.

<sup>36</sup> F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, cit., 318.

<sup>37</sup> F. VIGANÒ, *Ne bis in idem*, loc. ult. cit.

<sup>38</sup> Sul punto v. F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, cit., 319 ss.; F. VIGANÒ, *Ne bis in idem*, cit., 201; M. VENTORUZZO, *Abusi di mercato*, cit., 721; M. SCOLETTA, *Doppio binario*, cit., 228 ss.

<sup>39</sup> F. VIGANÒ, *Ne bis in idem*, cit., 201.

<sup>40</sup> F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, cit., 320 s.

della *frammentarietà* del *jus terribile*<sup>41</sup>. Non è certamente possibile sviluppare in questa sede considerazioni più approfondite su un tema tanto complesso e ricco di implicazioni dogmatiche come quello appena evocato, sebbene risulti evidente il ruolo cruciale giocato dalle *modalità di offesa* nella struttura di molteplici fattispecie del diritto penale economico, tanto più se poste a tutela di beni giuridici superindividuali di evanescente consistenza empirica (come *l'integrità del mercato*)<sup>42</sup>.

Un recente intervento legislativo in materia di contrasto al riciclaggio può costituire efficace paradigma allo scopo di tracciare il confine tra illeciti penali e amministrativi nel contesto del *market abuse*. In sede di attuazione, tramite legge-delega, della Dir. 2015/849/UE (*IV direttiva antiriciclaggio*)<sup>43</sup> il Parlamento ha infatti stabilito di «limitare la previsione di fattispecie incriminatrici alle sole condotte (...) *perpetrate attraverso frode o falsificazione*»<sup>44</sup>.

L'indicazione contenuta nella *legge di delegazione europea 2015* per la riforma dell'apparato punitivo *extra codicem* in materia di antiriciclaggio rappresenta senz'altro un valido modello, non soltanto perché coerente con l'idea di un diritto penale frammentario (*ergo "minimo"*, in ottica *liberale* e non *liberista*<sup>45</sup>), ma anche in ragione del fatto che – con cadenze non dissimili rispetto agli abusi di mercato – nel contrasto al

<sup>41</sup> In dottrina evidenzia la necessità di individuare rispetto a qualsivoglia ipotesi di reato (ivi comprese quelle "causali pure") «un significato di disvalore riferibile alla condotta di per sé» G. DE VERO, *Corso di diritto penale*, I, 2ª ed., Torino, 2012, 396, sulle orme di M. ROMANO, *Pre-Art. 39*, in ID., *Commentario sistematico del codice penale*, I, 3ª ed., Milano, 2004, 306 s.

*Contra* R. RAMPIONI, *Il reato quale illecito di modalità e di lesione tipiche: l'impraticabilità di un "equivalente funzionale" al principio di riserva di legge*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2013, 594 ss., il quale, coerentemente alle posizioni interpretative prevalenti in Italia, attribuisce centralità al *disvalore d'evento* quale perno del reato, senza tuttavia negare la rilevanza delle modalità di offesa come espressione del carattere *frammentario* del diritto penale.

Per sintetici cenni al dibattito teorico sulla contrapposizione tra *disvalore (oggettivo) d'azione* e *disvalore d'evento* sia inoltre consentito rinviare a E. BASILE, *L'autoriciclaggio nel sistema penalistico di contrasto al money laundering e il nodo gordiano del concorso di persone*, in *Cass. pen.*, 2017, 1287 ss.

<sup>42</sup> Sulla maggiore percepibilità del *disvalore (oggettivo) d'azione* nelle fattispecie incriminatrici poste a presidio di beni giuridici rarefatti e poco afferrabili v. M. MANTOVANI, *Contributo ad uno studio sul disvalore di azione nel sistema penale vigente*, Bologna, 2014, 58 ss.

<sup>43</sup> Si veda l'art. 15 (*Delega al Governo per il recepimento della direttiva (UE) 2015/849 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2015, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo, che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 2006/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e la direttiva 2006/70/CE della Commissione, e per l'attuazione del regolamento (UE) 2015/847 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2015, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e che abroga il regolamento (CE) n. 1781/2006*) della l. 12 agosto 2016, n. 170, recante *Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2015*.

<sup>44</sup> Così l'art. 15, co. 2, lett. h), l. n. 170/2016.

<sup>45</sup> Per un'autorevole sottolineatura della necessità di non far arretrare il *jus terribile* al cospetto della delinquenza in ambito economico-affaristico cfr. G. MARINUCCI, E. DOLCINI, *Diritto penale 'minimo' e nuove forme di criminalità*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1999, 802 ss., i quali paventano il rischio che condivisibili istanze del garantismo possano essere strumentalizzate a beneficio esclusivo delle classi dominanti, così da proporre non già «un diritto penale *neoliberale*, bensì un diritto penale *neoliberista*» (*ivi*, 817, corsivi nel testo). In argomento v., inoltre, i contributi raccolti nel volume *Diritto penale minimo*, a cura di U. Curi, G. Palombarini, Roma, 2002.

*money laundering* si pone il problema della coesistenza di misure amministrative e penali (queste ultime presenti sia nel codice, sia nella legislazione di settore). I criteri direttivi della delega in parola hanno pertanto il dichiarato «*fine di garantire il rispetto dei principi di ne bis in idem sostanziale e di effettività, proporzionalità e dissuasività delle sanzioni*»<sup>46</sup>.

I parametri della “frode” e della “falsificazione” potrebbero, a ben vedere, rappresentare l’architrave delle nuove disposizioni incriminatrici anche in materia di *market abuse*, utilizzando gli ulteriori criteri indicati dal legislatore eurounitario allo scopo di introdurre meccanismi circostanziali (connessi, per esempio, alle qualifiche soggettive dell’agente o alla gravità delle conseguenze della condotta).

Con riguardo all’abuso (come pure alla comunicazione) di informazioni privilegiate, non è difficile scorgere note modali particolarmente riprovevoli nel comportamento di un soggetto attivo il quale non si limiti a utilizzare/comunicare la notizia *price sensitive*, ma ponga altresì in essere atti fraudolenti o dissimulatori a tal fine (ad esempio effettuando il *trading* per interposta persona), ovvero realizzi dei falsi (si pensi alla compilazione consapevolmente inesatta della c.d. *insider list*, così da non includere il nominativo di chi intende avvalersi in modo illecito dell’informazione privilegiata). In questi ultimi casi, le modalità insidiose della condotta giustificano senza dubbio la reazione penalistica, laddove fatti connotati da minor *disvalore (oggettivo) d’azione* (basti pensare al caso di *insider trading* realizzato in modo “trasparente”) sarebbero da tipizzare come ipotesi punibili soltanto in sede amministrativa, con indifferenza circa il relativo coefficiente psicologico doloso o colposo.

Analoga impostazione potrebbe essere adottata in tema di *market manipulation*, tanto più considerando che le stesse previsioni eurounitarie adoperano – come detto (*supra*, n. 3.3.) – una tecnica normativa analitica anziché servirsi di “clausole generali” (quali quelle contenute nel vigente art. 185 TUF). In questo specifico sotto-insieme, la *falsità* e, soprattutto, la *fraudolenza* – da riportare alle consuete nozioni di “artifici” e “raggiri” – dovrebbero plasmare la nuova fattispecie penale di manipolazione del mercato, mentre condotte (con effetti) meramente *fuorvianti* non poste in essere mediante vera e propria falsificazione, né tramite frode, potrebbero rientrare in via esclusiva nel perimetro di una rinnovata figura di illecito amministrativo (sanzionando sia i fatti dolosi, sia quelli commessi per colpa).

La cesura netta tra fattispecie penali e amministrative eliminerebbe in radice ogni fibrillazione del *ne bis in idem* sostanziale e processuale, evitando al contempo di mettere in discussione la proporzionalità della risposta sanzionatoria (ferma l’opportunità di rivedere al ribasso le attuali cornici edittali di pena detentiva e pecuniaria).

Una volta superato l’ostacolo dell’*actio finium regundorum* tra reati e illeciti amministrativi di *market abuse*, le ulteriori modifiche necessarie a recepire la MAD II avrebbero portata piuttosto limitata, consistendo essenzialmente nell’aggiornamento di alcune disposizioni definitorie e nella rimozione dell’eccentrico regime penalistico previsto in tema di MTF.

---

<sup>46</sup> Così l’art. 15, co. 2, lett. h), l. n. 170/2016.



5/2017

L'imminente avvio del percorso parlamentare del d.d.l. di delegazione europea 2016 e la celerità che di solito caratterizza tale *iter* consentiranno di sapere a breve se il legislatore coglierà finalmente l'occasione per razionalizzare il settore degli abusi di mercato e adeguarlo alla vigente disciplina eurounitaria.

*Spes ultima dea.*