



Università  
Ca'Foscari  
Venezia

Corso di Laurea magistrale  
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

**Gli abusi di mercato: l'insider trading**

**Relatore**

Ch. Prof. Leonardo Di Brina

**Correlatore**

Ch. Prof. Alberto Urbani

**Laureanda**

Ludovica Brunello

Matricola 898773

**Anno Accademico**

2024 / 2025



# INDICE

<b>Introduzione</b> .....	1
<b>Capitolo I L’insider trading e i suoi effetti</b>	
1.1 Gli abusi di mercato.....	3
1.2 Insider trading.....	5
<b>Capitolo II Analisi della normativa</b>	
2.1 Normativa europea di riferimento.....	15
2.2 Normativa italiana di riferimento.....	23
2.3 L’informazione privilegiata.....	26
2.4 I soggetti attivi.....	37
2.5 Le condotte penalmente rilevanti.....	42
2.5.1 <i>Il trading</i> .....	43
2.5.2 <i>Il tipping</i> .....	45
2.5.3 <i>Il tuyautage</i> .....	47
2.6 Il sistema sanzionatorio.....	48
2.6.1 <i>L’illecito amministrativo</i> .....	50
<b>Capitolo III Principio del <i>ne bis in idem</i>: evoluzione dalla disciplina europea a quella italiana</b>	
3.1 Il <i>ne bis in idem</i> e l’ampliamento della materia penale nella disciplina europea.....	56
3.2 <i>L’idem factum</i> .....	61
3.3 Il “bis”.....	63
3.4 La sentenza Grande Stevens c. Italia.....	66
3.5 La posizione della Corte di Giustizia Europea.....	70
3.6 Primi riflessi sull’ordinamento italiano.....	73
3.7 Un ulteriore sviluppo: la sentenza A e B c. Norvegia.....	79
3.8 La posizione della CGUE post-A e B c. Norvegia.....	81
3.9 Nuovi fronti per l’ordinamento italiano.....	84
<b>Conclusioni</b> .....	87
<b>Bibliografia</b> .....	91
<b>Sitografia</b> .....	95
<b>Giurisprudenza</b> .....	96

## INTRODUZIONE

Il fenomeno degli abusi di mercato rappresenta uno dei temi più attuali e rilevanti quando si tratta di mercati finanziari. Le sue implicazioni circa la trasparenza delle transazioni che in essi si consumano lo ha portato ad essere particolarmente attenzionato dai legislatori a livello mondiale, visto la dimensione sempre più ampia che tali mercati hanno raggiunto e si prevede raggiungeranno nel tempo. Esso raggruppa due tipologie di condotte: da un lato la manipolazione di mercato e dall'altro l'abuso di informazioni privilegiate o insider trading.

Il presente elaborato si occupa principalmente di definire il fenomeno di insider trading con una particolare attenzione all'interno del primo capitolo agli effetti sui mercati e sugli operatori che in essi vi operano. Tale analisi sarà fondamentale per comprendere le motivazioni alla base che hanno spinto il legislatore nazionale ed europeo ad attivarsi in un'ottica di prevenzione e contrasto alla condotta stessa con il fine ultimo di salvaguardare l'integrità di un mercato dove transita uno dei beni economici più importanti: il risparmio. All'interno del secondo capitolo, l'elaborato, infatti, si occupa di presentare la disciplina europea e quindi quella italiana, con maggior riguardo all'evoluzione della normativa e all'efficacia dell'apparato sanzionatorio e di prevenzione. Saranno presentati con dettaglio i disposti del Decreto legislativo 58/1998, meglio noto come Testo Unico della Finanza, che all'interno del titolo V cura tutti gli aspetti del fenomeno, dalla parte definitoria alle modalità di accertamento dell'infrazione, fino ad arrivare all'apparato sanzionatorio. L'analisi del TUF non potrà ovviamente prescindere da quanto è stato disposto a livello europeo, con particolare riferimento a tre interventi legislativi (Direttiva 2014/57/UE - MAD, Regolamento UE n. 596/2014 – MAR, Direttiva 2014/57/UE – MAD2) che si sono susseguiti nel tempo e che hanno prodotto effetti non indifferenti sulla disciplina nazionale.

Una peculiare attenzione verrà infine riservata al sistema sanzionatorio previsto all'interno dell'ordinamento nazionale. In particolare, sarà scrupolosamente analizzato il rapporto che intercorre tra doppio binario sanzionatorio (presenza contemporanea di apparato amministrativo e apparato penale) stabilito dalla normativa nazionale e uno dei principi fondamentali dei diritti dell'uomo: il *ne bis in idem*. La motivazione risiede nel fatto che, come si avrà modo di notare, uno degli aspetti più critici e oggetto di notevole lavoro da parte della giurisprudenza sia europea che italiana è quello di capire se e quando

il doppio binario lede il diritto a non essere giudicati due volte per la medesima condotta. Una sfida assai ardua, che l'elaborato si pone di presentare attraverso un'analisi delle sentenze della giurisprudenza europea (Corte Europea dei diritti dell'uomo – Corte EDU e Corte di Giustizia Europea – CGUE) e della giurisprudenza italiana (Corte di Cassazione). Le stesse mostrano molto evidentemente l'evoluzione delle posizioni nella valutazione di tale rapporto critico, denotando la fondamentale importanza della ricerca di un equilibrio tra quella che è l'esigenza di disporre di un sistema sanzionatorio efficace sotto il punto di vista preventivo e repressivo e d'altra parte l'esigenza di rispettare, ad ogni modo, il diritto di ognuno di essere soggetto ad un trattamento proporzionato al reato commesso e in particolare di non essere soggetto a doppio giudizio per lo stesso fatto.

# CAPITOLO I ABUSI DI MERCATO: L'INSIDER TRADING E I SUOI EFFETTI

## 1.1 Gli abusi di mercato

Il fenomeno degli abusi di mercato, in generale, si verifica quando soggetti possessori di determinate informazioni “privilegiate” sfruttano le stesse per trarre vantaggi all’interno dei mercati finanziari, a danno dei normali investitori operanti negli stessi (insider trading), oppure quando si opera una manipolazione del mercato al fine di falsare il meccanismo di determinazione dei prezzi attraverso la divulgazione di informazioni ingannevoli (aggiotaggio).<sup>1</sup>

In primo luogo, è importante sottolineare che i mercati finanziari hanno subito negli ultimi anni un’evoluzione non indifferente e, proprio in virtù degli strumenti che sono negoziati, si possono definire anche “mercati delle informazioni”.<sup>2</sup> A ben guardare, infatti, la materia prima è l’informazione stessa, in quanto conduttrice delle scelte degli investitori, oltre che elemento fondamentale della teoria economica. Il fatto che i soggetti siano informati e soprattutto abbiano tutti accesso allo stesso tipo e alla stessa quantità di informazione permette loro di trovarsi in una situazione paritaria che contrasta situazioni di vantaggio che causerebbero le normali distorsioni del mercato. Non a caso, l’assenza di asimmetrie informative è proprio uno dei postulati dell’efficienza dei mercati all’interno della teoria economica. Di conseguenza, affinché si verifichi un corretto funzionamento dei mercati e, in particolar modo, un corretto esercizio della concorrenza all’interno di essi è necessario che i soggetti dispongano di informazioni oggettive e comparabili.

Come già accennato in precedenza, se ogni tipologia di mercato dev’essere trasparente, la questione assume maggior valore nel caso dei mercati finanziari in virtù della tipologia di beni che sono negoziati al loro interno. I prodotti (strumenti) finanziari, infatti, sono delle merci prive di caratteristiche fisico-qualitative oggettive, determinate o determinabili e senza valore d’uso, in quanto esse vengono definite dal contratto di

---

<sup>1</sup> D. Cirasole, Market Abuse. Gli Abusi di mercato, *in* Diritto Bancario Tidona, 2007

<sup>2</sup> F. Guariniello, Gli abusi di mercato. La manipolazione di mercato: fattispecie penale e amministrativa *in* Diritto bancario Tidona, 2006

sottoscrizione. Non si deve, inoltre, sottovalutare il fatto che si tratta di mercati il cui elemento fondamentale è il rischio, di cui si può avere una stima solo grazie al possesso di informazioni e conoscenze circa il panorama all'interno del quale il titolo si colloca. Acquistare un'azione, un titolo obbligazionario o un fondo di investimento, sottoscrivere un contratto *future*, un'opzione o uno *swap* sui tassi, è diverso rispetto all'acquisto di un bene merceologico poiché impone ai mercati un grado di trasparenza più elevato non essendoci una definizione fisica percepibile del bene.

Come già sottolineato, il fenomeno degli abusi di mercato si distingue in due categorie specifiche: insider trading e manipolazione di mercato (o aggio).<sup>3</sup> Le due condotte si differenziano, in primo luogo, in termini di finalità. Nella maggior parte dei casi, chi opera come manipolatore del mercato ha nel proprio interesse rendere manifesta la propria condotta su un determinato titolo, mentre chi opera da insider tende a non rendere percepibile la propria presenza all'interno del mercato, per poter sfruttare un'informazione in suo possesso rispetto alla totalità degli investitori. Ciò significa che l'insider, a differenza del manipolatore, opera da *price taker*. In secondo luogo, mentre l'insider trading prevede sempre per definizione il possesso e lo sfruttamento dell'informazione privilegiata, nel caso dell'aggio tale condizione non è per forza necessaria.<sup>4</sup> La terza differenza riguarda, infine, la modalità di gestione dell'informazione nelle due condotte: nella manipolazione, le informazioni non sono veritiere, anzi sono spesso addirittura senza alcun tipo di fondamento, rese pubbliche e divulgate nel mercato solo per fini speculativi. Nel caso dell'insider trading, l'informazione è assolutamente veritiera, tuttavia ottenuta attraverso canali non disponibili agli altri investitori e utilizzata, in virtù di ciò, a proprio vantaggio a fini speculativi all'interno dei mercati finanziari.<sup>5</sup> Oltre al fine, ciò che invece accumuna le due condotte è il dislivello informativo in cui trova origine il reato potenzialmente lesivo del risparmio degli altri investitori. Tale dislivello è dato, nel caso dell'insider trading, dal fatto che il pubblico non abbia a disposizione la notizia, nel caso della manipolazione, dal fatto che il manipolatore sia a conoscenza della falsità dell'informazione divulgata, mentre gli altri

---

<sup>3</sup> La manipolazione di mercato può essere a sua volta di due tipologie: manipolazione operativa, quando si opera in maniera diretta sui mercati finanziari attraverso le negoziazioni; manipolazione informativa, quando vengono diffuse false informazioni sui titoli di società quotate nei mercati finanziari.

<sup>4</sup> M.Minenna, L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo, in *Quaderni di Finanza CONSOB*, n. 54, 2003

<sup>5</sup> Definizione e differenze tra aggio e insider trading in *Rivista diritto penale di impresa*, 2022

operatori di mercato si trovano coinvolti in negoziazioni ‘viziate’ dalla falsificazione o non correttezza dell’informazione messa a loro disposizione.<sup>6</sup>

Individuare i fenomeni di abuso di mercato non è un’operazione agevole in tutti i casi. Le Autorità di vigilanza hanno elaborato un metodo quantitativo che permette di analizzare alcune variabili circa le negoziazioni sui titoli dei vari agenti del mercato: i prezzi, le quantità, la denominazione degli operatori interessati a quel titolo specifico. Procedendo ad analizzare tali variabili in termini di volumi di negoziazione del titolo, di rendimento, di concentrazione di mercato statica e dinamica è possibile giungere all’identificazione di alcuni alert, che si generano ogni qualvolta gli indici elaborati risultino non coerenti con quanto previsto dal modello base sul quale si fonda quella determinata negoziazione. Tale procedura è molto utile in quanto permette all’autorità di vigilanza di prevenire e al contempo di rintracciare il fenomeno qualora non fosse ancora stato segnalato, al fine di evitare che il danno diventi sempre più ingente.<sup>7</sup>

## 1.2 Insider Trading

Dopo aver definito l’insider trading come quella condotta che si verifica quando un determinato soggetto, definito insider, sottoscrive operazioni di compravendita nei mercati finanziari traendo profitti maggiori attraverso lo sfruttamento di informazioni privilegiate, è possibile scendere nel dettaglio di tale fenomeno. Esistono altri due casi specifici che si possono definire come insider trading: il *tipping*, quando il soggetto decide di comunicare l’informazione ad altri investitori e il *tuyautage*, quando le operazioni vengono raccomandate a terzi, sfruttando il vantaggio informativo in possesso.<sup>8</sup> L’insider trading è reato, come sancisce la legge del 17 maggio 1991, n. 157 e successivamente modificata con il d.lgs. n. 54, 24 febbraio 1998 (testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, T.U.F.). E’ necessario sottolineare che i soggetti “attivi” del suddetto reato sono sia coloro che vengono in possesso dell’informazione «in ragione della qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell’emittente

---

<sup>6</sup> E. Amati, Abusi di mercato e sistema penale, Torino, G. Giappichelli Editore, 2012

<sup>7</sup> M.Minenna, L’individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo in *Quaderni di Finanza CONSOB*, n. 54, 2003

<sup>8</sup> C. Addons, Insider trading. L’importanza dell’informazione, in *riv. giur. Ius Itinere*, 2018

ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione, o di una funzione anche pubblica o di un ufficio»<sup>9</sup> (insider primari), sia coloro che ottengono, direttamente o indirettamente, la medesima informazione dai soggetti insiders appena citati (*tippees*, o insiders secondari). Gli insiders primari si possono suddividere in insiders istituzionali<sup>10</sup> oppure *temporary insiders*.<sup>11</sup> I primi sono coloro che hanno un collegamento "fisico" con la società e dunque sono costantemente a contatto con le informazioni privilegiate, proprio in funzione del ruolo che esercitano all'interno di essa (sovente sono coloro che devono prendere determinate decisioni o devono analizzare la società al fine di redigerne bilanci, indici). I secondi, invece, entrano in contatto con la società e con il suo patrimonio informativo solo temporaneamente, in funzione dell'attività che sono tenuti a svolgere per quel determinato periodo.<sup>12</sup>

L'art 184 del T.U.F. co. 1, lett. a vieta agli insiders di «acquistare, vendere o compiere altre operazioni, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime (privilegiate)».<sup>13</sup> Come si evince, non è sufficiente il mero il possesso dell'informazione, bensì è necessario anche lo sfruttamento della stessa nella negoziazione, al fine di trarre profitti maggiori a danno di tutti quegli investitori che effettuano le proprie scelte ignari di quanto a conoscenza dell'insider. Se la normativa precedente vietava agli insiders primari, possessori dell'informazione privilegiata, di acquistare, vendere, eseguire operazioni sui valori mobiliari, con un semplice e generale obbligo di astensione; ora la questione è più precisa: chi è in possesso di informazioni privilegiate può operare nei mercati finanziari, l'importante è che l'operazione che va ad eseguire non sia in alcun modo influenzata o dettata dall'informazione privilegiata in suo possesso. In breve, per definire un'operazione come insider trading essa deve avere un nesso causale con l'informazione.<sup>14</sup>

A questo punto, è opportuno occuparsi dei vantaggi che conducono un soggetto a commettere il reato. In primo luogo, effettuare insider trading comporta dei guadagni non indifferenti in termini di profitto. In secondo luogo, e come si tratterà meglio in seguito,

---

<sup>9</sup> Art. 184 T.U.F, Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58

<sup>10</sup> Come, ad esempio, azionisti di maggioranza che partecipano al cda, dirigenti d'azienda (es. CFO), amministratori, sindaci, revisori contabili, liquidatori.

<sup>11</sup> Come, ad esempio, avvocati, consulenti finanziari, consulenti manageriali.

<sup>12</sup> E. Ragni, L'articolo 180 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: l'abuso di informazioni privilegiate (insider trading) *in riv. dir. pen. Diritto.it*

<sup>13</sup> Art. 184 T.U.F

<sup>14</sup> E. Ragni, L'articolo 180 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: l'abuso di informazioni privilegiate (insider trading), cit., *in riv. dir. pen. Diritto.it*

il reato non è facilmente individuabile e, a livello probatorio, si incorre in svariate difficoltà. In altre parole, i due fattori che possono incentivare tale pratica sono la spinta data dall'ingente guadagno e la pena, ritenuta raggirabile nella maggior parte dei casi: se quest'ultima fosse effettivamente più dissuasiva dei benefici apportati dal fenomeno, la probabilità del verificarsi del fenomeno stesso diminuirebbe. In terzo luogo, gioca un ruolo importante il "conformismo": la possibilità di commettere il reato unita al fatto che un altro individuo abbia subito sanzioni più blande rispetto a quanto effettivamente abbia guadagnato funge da incentivo a commettere il reato, proprio in conformità a quanto è successo agli altri. Come sottolineato in precedenza, è da non sottovalutare il fatto che l'insider trading porta a dei guadagni molto elevati e le persone che solitamente hanno accesso alle informazioni privilegiate sono persone "potenti", ossia con ruoli importanti, circondati da una rete sociale che potrebbe aiutarli ad ottenere enormi benefici oltre che ad evadere qualsiasi tipo di responsabilità. Un ulteriore fattore da tenere in considerazione, infine, risiede nel senso etico che ogni individuo possiede: gli standard morali degli individui, infatti, sono alla base della scelta di effettuare o meno un'operazione ingiusta nei confronti dell'intera società.<sup>15</sup> Anche se, proprio sotto il punto di vista etico, alcuni investitori potrebbero essere soggetti all'illusione di superiorità, ovvero, potrebbero credere di possedere una giustificazione morale per il loro comportamento, nella convinzione di giovare le rispettive aziende oppure di rendere i mercati più efficienti. Potrebbero anche essere spinti a pensare che alla fine, gli investimenti nel mercato finanziario sono talmente vasti, che i profitti che riescono ad ottenere non sono minimamente paragonabili agli altri guadagni che si ottengono con l'inganno o con i crimini. Quando poi si parla di etica, non si può prescindere anche dalla cultura di riferimento di un determinato paese: un investitore statunitense (sempre sotto il punto di vista finanziario) ha percezioni sicuramente diverse da un investitore cinese, dove l'insider trading è ritenuto appropriato.<sup>16</sup>

Al fine di comprendere più approfonditamente il fenomeno e il ruolo che ha avuto e che continua ad avere la legislazione è l'analisi dei suoi effetti. Nonostante l'insider trading sia considerato reato, non tutta la letteratura lo considera tale. Tra gli studiosi dell'insider trading spicca il professor H. G. Manne che, nell'opera *Insider trading and Stock Market*,

---

<sup>15</sup> Z. Yao, Analysis on psychological factors impacting insider trading in *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, vol. 543, 2021

<sup>16</sup> S. Wenzel, Insider Trading: What Would Rawls Do? in *sevenpillarsinstitute*

mette radicalmente in discussione tutte le regole contro il fenomeno.<sup>17</sup> In sostanza, egli sostiene che l'insider trading non causa alcun danno di rilievo al pubblico degli investitori, alle società coinvolte o a qualunque altro soggetto che abbia un interesse sulla questione. In particolare, egli ritiene che non esista alcuna valida ragione per cui i profitti derivanti da tale attività debbano essere considerati socialmente e legalmente non accettabili. Una delle ragioni principali che Manne postula a sostegno della sua tesi è che i vantaggi ottenuti sono una giusta forma di compensazione per le attività imprenditoriali. In particolare, viene analizzato il ruolo del capitalista, del manager e dell'imprenditore e le loro forme di remunerazione: l'azionista investe in una determinata azienda e percepisce i dividendi/interessi, il manager si occupa di coordinare e gestire l'attività di impresa in modo redditizio e riceve il proprio salario. Il ruolo dell'imprenditore, invece, ha una natura molto più dinamica: deve costantemente innovare, creare nuove combinazioni, nuovi approcci, nuove metodologie che sono fondamentali per riuscire a combattere la concorrenza, rimanere attivi e presenti sul mercato. In tale caso Manne conclude che le forme tradizionali di compensazione non siano sufficienti a remunerare l'attività imprenditoriale. Per tale motivo va a considerare i profitti che un imprenditore riesce ad ottenere sfruttando le informazioni privilegiate in suo possesso, come giusto compenso per l'attività svolta. Non solo, esse fungerebbero anche da incentivi che inducono e incoraggiano uomini capaci ad intraprendere e continuare efficacemente la propria attività. Una critica che è stata sollevata da Alan H. Vogt nel suo articolo *Insider Trading and The Stock market by Henry G. Manne* è che il commercio illimitato di informazioni privilegiate non garantirebbe che le parti coinvolte fossero solo gli imprenditori che hanno contribuito alla crescita della realtà societaria, ma anche altri soggetti che non risultano avere la 'giustificazione' del mancato o ingiusto guadagno dell'imprenditore.<sup>18</sup> Un'altra argomentazione esposta da Manne a favore del fenomeno riguarda il fatto che l'insider trading permette di bloccare rapidamente le informazioni nei prezzi dei titoli e questo porta ad una miglior efficienza nei mercati di capitali. Dal momento che le imprese guardano il prezzo dei titoli per prendere decisioni a livello di investimenti e di bilancio del capitale, una maggior efficienza del mercato comporta anche una miglior produttività. Oltre a ciò, l'efficienza dei prezzi che si ottiene con le

---

<sup>17</sup> In particolare, viene messo in discussione quanto redatto all'interno del Security Exchange Act, legge federale statunitense che nel 1934 ha introdotto il S.E.C (autorità di vigilanza dei mercati) e soprattutto fornito i pilastri per la regolamentazione del mercato finanziario primario e secondario.

<sup>18</sup> Alan H. Vogt, *Insider Trading and the Stock Market*. by Henry G. Manne., 16 Buff. L. Rev. 520, 1967

operazioni di insider trading anziché con la divulgazione diretta può proteggere meglio le informazioni privilegiate aziendali stesse.<sup>19</sup> Viene anche sostenuto che l'insider trading conduce alla stabilità dei prezzi: in particolare, il commercio di informazioni privilegiate fa sì che il prezzo di mercato del titolo interessato si muova verso il prezzo che il titolo avrebbe imposto se le informazioni fossero state rese disponibili al pubblico, portando di conseguenza a una maggior accuratezza e precisione dei prezzi. Ciò sicuramente avvantaggia la società in quanto migliora l'allocazione degli investimenti di capitale e riduce anche la volatilità dei prezzi delle proprie obbligazioni, diminuendo la probabilità di guadagni imprevisti individuali e aumenta anche l'attrattiva per tutti gli investitori più avversi al rischio.

È chiaro che quanto dichiarato dal professor Manne riflette alcune criticità: prima fra tutte è che non si può negare che l'insider trading nella pratica comporti un danno all'investitore: se sul mercato un determinato titolo vale 20, ma l'insider conosce informazioni riservate tali per cui è portato a pensare che il prezzo del titolo salirà entro un mese, tutti gli altri investitori che stanno vendendo ora il titolo, ignari del probabile aumento di valore, andranno a perderci, rispetto all'insider. Si può sicuramente obiettare che risulta fortuito il fatto che dall'altra parte ci sia un insider e che esattamente come chi vende il titolo ci sarà anche chi lo acquisterà e che quindi beneficerà del guadagno.<sup>20</sup> La questione qui, in realtà, è che non si è messi nella stessa condizione di scegliere, proprio perché il bagaglio informativo è viziato. Può sorgere inoltre anche una domanda spontanea: tutti gli operatori economici di fatto traggono vantaggi informativi in una normale economia di mercato, perché, allora, lo sfruttamento del vantaggio informativo quando si parla di titoli viene considerato un problema? La risposta a questa domanda rivela una critica a quanto dichiarato da Manne nella sua analisi del fenomeno. Il punto centrale di queste questioni risiede nel fatto che gli insider ottengono queste informazioni da rapporti fiduciari che intrattengono; abusare delle informazioni a titolo di vantaggio puramente personale rappresenta una vera violazione di tale dovere, per non parlare del fatto che il pubblico che subisce il danno è molto vasto, vista l'enorme dimensione che ormai hanno raggiunto tali mercati.<sup>21</sup> Un'altra argomentazione a sostegno del fatto che l'insider trading, in realtà, non abbia bisogno dell'intervento legislativo si basa sul

---

<sup>19</sup> J. Hu T. H. Noe, The insider trading debate, in *Federal Reserve bank of Atlanta Economic Review*, 1997

<sup>20</sup> S. M. Bainbridge, Manne on Insider trading, in *The Social Science Research Network Electronic Paper Collection*

teorema di Coase,<sup>22</sup> secondo cui in assenza di regolamentazione il diritto all'informazione privilegiata sarà attribuito alla parte (investitore oppure insider) che lo valorizza maggiormente. Se il danno subito dagli investitori da operazioni di insider trading risulta superiore rispetto ai profitti guadagnati dagli insider sarà l'impresa stessa a vietare tali operazioni, ma se i guadagni degli insider superano le 'perdite' degli investitori della società, la negoziazione sarà consentita perché gli investitori potranno vendere il diritto di negoziare e quindi entrambi potranno trarre profitto. Seguendo, dunque, tale teoria l'insider trading dovrebbe essere gestito da accordi contrattuali interni all'impresa. Una critica che può essere sollevata è che tale regolamentazione "interna" potrebbe risultare troppo costosa: innanzitutto le imprese non dispongono della tecnologia di cui può disporre un'autorità di vigilanza per tenere monitorati i trasferimenti di denaro e più in generale le operazioni nel mercato, oltre che le parti interessate sono molto numerose e comprendono sia i soggetti attuali, ma anche quelli futuri.<sup>23</sup>

Dal punto di vista prettamente economico gli effetti dell'insider trading possono essere considerati principalmente sotto due aspetti: effetti sulla performance economica complessiva ed effetti sul benessere dei vari partecipanti al mercato. Quando si parla di performance economica complessiva si deve tenere conto di alcune variabili aggregate, su cui impatta maggiormente il fenomeno. Nei vari modelli economici sviluppati, infatti, si considerano la liquidità del titolo, che indica la sua capacità di essere venduto/acquistato; il costo del capitale, che delinea il possibile sviluppo futuro di una certa impresa (indica la capacità di raccogliere nuovo capitale); il contenuto informativo del prezzo, valore fondamentale nella determinazione della domanda (permette di dedurre il rischio dell'investimento in quella determinata impresa); il livello di investimento, che indica quante risorse sono utilizzate per l'espansione della capacità produttiva e quindi per lo sviluppo. In generale, molti modelli dimostrano che consentire operazioni di commercio di informazioni privilegiate circa i titoli di una determinata impresa conduce a una riduzione di liquidità, ad un aumento del costo del capitale per l'impresa, ma anche ad un miglioramento dell'efficienza informativa del loro prezzo. Infatti, gli investitori in liquidità quando sono costretti a vendere il titolo, per far fronte ai loro fabbisogni di liquidità, possono incorrere in ingenti perdite di negoziazione. In tal modo viene

---

<sup>22</sup> R. H. Coase, "The Problem of Social Cost." in *Journal of Law and Economics*, 1960

<sup>23</sup> J. Hu T. H. Noe, The insider trading debate, in *Federal Reserve bank of Atlanta Economic Review*, cit., 1997

scoraggiata la loro attività di negoziazione e si riduce in toto la liquidità delle azioni dell'impresa. A fronte di ciò, si deve applicare uno sconto di liquidità all'acquisto delle azioni, che determina un conseguente aumento del costo del capitale della società. Le informazioni private, tuttavia, saranno incorporate nel prezzo delle azioni attraverso la negoziazione e quindi il livello informativo del prezzo sarà molto più elevato e di conseguenza il rischio di detenere quelle azioni sarà minore. Per quanto riguarda invece il livello di investimenti, alcuni modelli suggeriscono che l'insider trading ne comporti una riduzione.<sup>24</sup> Dal momento che gli investitori si aspettano che gli insider traggano un vantaggio economico, prezeranno il capitale di investimento andando, di conseguenza, a ridurre anche il loro apporto. Anche gli stessi insider ridurranno l'apporto di capitale poiché sanno che la qualità del capitale è deteriorata dal momento che la parte che proviene da terzi è diminuita. Se l'insider trading, viene invece vietato, gli investimenti possono avere un rendimento maggiore e ciò porta gli investitori ad investire di più e di conseguenza, a maggior ragione, anche gli insider. Per quanto riguarda gli effetti sul benessere dei singoli partecipanti al mercato è necessario fare una premessa: quando si discute l'impatto sul benessere, ogni categorizzazione degli agenti interessati potrebbe non essere perfetta nel senso che ogni modello ha la propria, che risulta essere leggermente diversa rispetto agli altri. Suddividere, tuttavia, i soggetti in insider, professionisti del mercato, operatori di liquidità e investitori generici, risulta essere un modo univoco, seppur approssimativo, per inquadrare e presentare al meglio la letteratura economica esistente.

Per insiders si intende, come già ben definito sopra, coloro che in virtù della propria posizione lavorativa acquisiscono informazioni privilegiate (es. direttori, responsabili d'azienda); per professionisti del mercato si intendono invece tutte le persone che si occupano di trading, (es. arbitraggisti, analisti di titoli) che riescono ad acquisire informazioni spendendo le risorse del proprio lavoro e chiaramente non avendo alcun rapporto fiduciario con le aziende. Gli operatori di liquidità sono investitori a 'breve termine', che detengono quote spesso trascurabili di una società solo per coprirsi dai rischi o bilanciare i propri portafogli: non sono a conoscenza delle prospettive dell'azienda. Infine, gli investitori possono essere grandi o piccoli azionisti che non hanno un ruolo attivo nella gestione della società, però hanno tutto l'interesse in una buona performance

---

<sup>24</sup> L. Ausubel, Insider Trading in a Rational Expectations Economy, in *American Economic Review* 80, 1990, pp. 1022-41

dell'azienda.<sup>25</sup> In generale si sostiene che l'insider trading colpisca negativamente gli operatori di liquidità, i quali sono spesso costretti a fare trading per ribilanciare i loro portafogli o per coprire alcune loro posizioni. Essendo, tuttavia, svantaggiati dal punto di vista informativo, determinate operazioni che essi svolgono possono subire grosse perdite a vantaggio degli insider. Non sono solo gli insider, tuttavia, che traggono profitto dall'asimmetria informativa, ma anche i professionisti del mercato; consentire in una certa misura l'insider trading, in realtà può diminuire le perdite di liquidità in quanto entra in gioco la concorrenza tra insider e professionisti del mercato circa il vantaggio informativo di cui dispongono. Tale competizione porta da un lato ad una rivelazione dell'informazione più rapida e completa, dall'altro a minori perdite per i trader di liquidità. I professionisti del mercato, tuttavia, se fosse consentito l'insider trading, sicuramente si troverebbero in una situazione peggiore poiché a differenza dell'insider che ottiene l'informazione gratuitamente nell'esercizio delle proprie funzioni, i professionisti pagano un certo sforzo. La presenza di insider trading significa minori rendimenti a fronte di quelle spese e quindi diminuirebbe anche il valore delle informazioni stesse. Per quanto riguarda gli investitori, l'insider trading scoraggia gli investimenti aziendali esterni: i trader sono in grado di appropriarsi di una parte dei rendimenti degli investimenti effettuati a danno degli azionisti esterni. Tale appropriazione tende poi a scoraggiare i futuri investimenti aziendali e quindi a ridurre l'efficienza economica. Gli azionisti esterni sono, infatti, soggetti a selezione avversa: è più probabile che le azioni siano disponibili agli investitori esterni quando, a loro insaputa, il valore economico della società è basso rispetto a quando è alto poiché gli insider acquistano azioni quando il valore dell'azienda è alto o per lo meno quando hanno a disposizione informazioni che ne presumono il rialzo. Un ulteriore effetto, dunque, potrebbe essere il sotto-investimento aziendale: gli azionisti aziendali di base sostengono gli investimenti poiché le azioni che possiedono trasmettono diritti sui proventi di questi ultimi. Qualora, tuttavia, gli investimenti diventassero particolarmente rischiosi e gli azionisti debbano vendere le loro azioni, prima che i proventi diventino effettivamente noti al mercato, i futuri acquirenti, essendo a conoscenza della selezione avversa, non saranno disposti a pagare l'intero valore atteso dei rendimenti di quell'investimento. Gli azionisti in carica non riusciranno a recuperare l'intero valore atteso dei rendimenti

---

<sup>25</sup> J. Hu T. H. Noe, The insider trading debate, in *Federal Reserve bank of Atlanta Economic Review*, cit, 1997

societari. Ciò porterà a smorzare il sostegno anche degli azionisti interni e quindi ad un livello di investimenti al di sotto di quello economicamente efficiente.<sup>26</sup>

Alla luce di quanto affermato è evidente che definire se l'efficienza economica globale sia migliorata o peggiorata dalla presenza di insider trading non è sempre agevole. Ciò che è certo è che il fenomeno non comporta una situazione in cui tutti gli agenti traggono benefici dalla presenza dello stesso. Questo spiega, anche sotto il punto di vista economico, perché sia stata necessaria una regolamentazione che non si limitasse a governare il fenomeno, bensì a bloccarlo e impedirlo. A spingere i legislatori verso tale direzione si devono considerare anche gli aspetti etici e sociali. Come già accennato sopra l'insider acquisisce informazioni private nell'esercizio delle proprie funzioni. Ciò significa che durante l'esecuzione del proprio lavoro all'interno della società di cui fa parte viene a conoscenza di alcuni temi rilevanti, che se vengono sfruttati nel mercato possono portare a vantaggi personali. Proprio il fatto di venire a conoscenza in virtù di un determinato ruolo, tuttavia, pone il tema del dovere fiduciario che l'insider dovrebbe avere nei confronti dell'azienda per cui lavora.<sup>27</sup> Oltre a ciò, le operazioni di insider trading vengono considerate scorrette e sleali poiché coloro che partecipano al mercato non godono delle stesse opportunità di sfruttare le informazioni, quindi tale fenomeno lede tutti gli altri investitori che non possono godere dei vantaggi informativi, andando a disincentivare e impedire il flusso all'interno dei mercati finanziari. Quando un individuo opera in un mercato finanziario si aspetta un luogo dove giustizia ed equità distributiva siano dei punti chiave e che tutti i valori che entrano in conflitto con tali caratteristiche debbano essere gestiti affinché tutto funzioni correttamente. Può risultare spontaneo, a questo punto, chiedersi cosa significhi equità all'interno dei mercati finanziari. La risposta la forniscono Hersh Shefrin e Meir Statman, esperti di finanza comportamentale, i quali affermano che «equità significa che tutte le parti hanno pari accesso alle informazioni riguardanti la valutazione delle attività e non hanno diritto a nulla di più».<sup>28</sup> Tale definizione rende esplicito il fatto che il fenomeno dell'insider trading sia ingiusto anche dal punto di vista dell'equità, in quanto oltre a non essere rispettata la parità informativa, l'aggravante è che il vantaggio dell'insider non sia nemmeno legato alle sue

---

<sup>26</sup> M. Manove, The Harm of Insider Trading and Informed speculation, in *the Quarterly journal of economics*, 1989

<sup>27</sup> J. Hu T. H. Noe, The insider trading debate, in *Federal Reserve bank of Atlanta Economic Review*, cit., 1997

<sup>28</sup> H. Shefrin M. Statman, "Ethics, Fairness and Efficiency in Financial Markets," in *Financial Analysts Journal*, Vol. 49 no. 6, 1993

migliori competenze rispetto agli altri investitori. Ciò spiega anche molto efficacemente il motivo per cui invece un fenomeno come la speculazione in borsa non sia severamente vietato e attenzionato, quanto l'insider trading. Si può inoltre osservare il problema etico anche dal punto di vista del rischio: nei mercati finanziari l'investimento può essere interpretato come un rischio 'socialmente utile'. Quando tuttavia il trasferimento di tale rischio è pregiudicato dalla presenza di asimmetrie informative, inganni, abusi di potere, allora ne derivano problemi etici. Se prendiamo il fenomeno dell'insider trading ci imbattiamo nel tema delle asimmetrie poiché i rischi possono essere trasferiti da una parte informata a una che non lo è; la parte non informata dunque sarebbe esposta ad un rischio che normalmente non sarebbe accettabile e sostenibile dal punto di vista etico-sociale.<sup>29</sup> L'insider trading, inoltre, si pone in contrasto con la moderna teoria economico-finanziaria. Essa, infatti, prevede che gli investitori siano tutti razionali, con aspettative omogenee circa i rendimenti, avversi al rischio e massimizzatori dell'utilità. L'insider trading, di fatto, viola alcuni di questi postulati: in primo luogo, molte persone potrebbero essere portate ad uscire volontariamente dal mercato proprio per evitare di non essere trattati adeguatamente e alle stesse condizioni di tutti; in secondo luogo, come accennato in precedenza, la presenza di asimmetrie informative disturba le aspettative circa i rendimenti, che invece dovrebbero essere omogenee. Oltre alla teoria economica, l'insider trading è una pratica scorretta anche dal punto di vista della giustizia distributiva per il fatto che il diritto all'informazione, materia prima fondamentale di questi mercati, oltre che base delle scelte di investimento di ciascun individuo, dovrebbe essere uguale per tutti gli operatori del mercato. Realisticamente parlando, ciò non sarebbe possibile: è chiaro che una persona che dirige o amministra una società ha accesso a informazioni che un investitore che deve decidere se acquistarne o meno le azioni non ha. Ciò nonostante, quello che deve essere garantito è che il direttore della società sia consapevole delle informazioni che ha a disposizione e che un loro sfruttamento può danneggiare una platea di investitori che non può sapere e conoscere ciò di cui lui dispone. In virtù di queste consapevolezze, ciò che deve essere garantito per un senso di giustizia ed etica è il non sfruttamento delle informazioni a titolo personale ed è proprio questo che la legge nel tempo è giunta a tutelare.

## **CAPITOLO II ANALISI DELLA NORMATIVA**

---

<sup>29</sup> S. Wenzel, Insider Trading: What Would Rawls Do?, cit., in sevenpillarsinstitute

## 2.1 Normativa europea di riferimento

La legislazione comunitaria ha cominciato ad interessarsi al tema degli abusi di mercato a partire dal 1989 emanando la Direttiva n. 89/592/CE. Quest'ultima aveva l'obiettivo di impegnare tutti gli Stati membri a sanzionare in modo efficace le condotte di insider trading.<sup>30</sup> Ciò perché l'Europa si è resa conto che un atteggiamento permissivo nei confronti di tale reato avrebbe portato ad una perdita di fiducia del mercato finanziario, conducendo gli investitori ad allontanarsene e quindi portando a tutte le problematiche di liquidità e non solo, illustrate sopra. Successivamente, circa dieci anni dopo nel 1999 si è avuta un'importante svolta con il Piano di azione per i servizi finanziari e con il Rapporto Lamfalussy, che trattava i mercati europei dei valori immobiliari.

All'interno del piano di azione si può osservare la presa di coscienza del legislatore europeo della necessità di una regolamentazione riguardante il tema della tutela sia degli investitori sofisticati che di quelli comuni e quindi nello specifico il divieto di abusi e manipolazioni del mercato.<sup>31</sup>

Con il rapporto Lamfalussy, invece, si è prevista l'introduzione di una nuova tecnica legislativa fondata su quattro livelli: individuazione dei principi generali, misure di attuazione, cooperazione ed enforcement, con una conseguente vigilanza sul rispetto della normativa in essere.<sup>32</sup>

Proprio sulla scia di questi due atti si è arrivati nel 2003 all'emanazione della Direttiva n. 2003/6/CE, rubricata "*Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato*" (MAD – Market Abuse Directive). Tale direttiva riflette l'orientamento previsto dal rapporto Lamfalussy, in quanto è presente uno scheletro normativo nuovo composto dalla direttiva principale appena citata, che di fatto detta i principi generali e i criteri ispiratori della disciplina sul market abuse.

In particolare, la Direttiva europea nei postulati iniziali evidenzia le motivazioni che hanno portato alla sua creazione: la premessa è, infatti, che i mercati finanziari, affinché

---

<sup>30</sup> Fino a quel momento solo Regno Unito e Francia avevano seguito quanto condotto dagli Stati Uniti, circa l'adozione di sanzioni penali per punire il reato di abuso di informazioni privilegiate.

<sup>31</sup> Comunicazione della Commissione, dell'11 maggio 1999, "Attuazione del quadro di azione per i servizi finanziari: Piano d'azione.

<sup>32</sup> Il quadro regolamentare europeo, in *www.consob.it*

portino ad uno sviluppo economico debbano essere autentici ed efficienti. Per garantire ciò è necessario che se ne tuteli l'integrità.<sup>33</sup> Ciò si verifica perché il legislatore europeo si è reso perfettamente conto che il quadro giuridico di riferimento era incompleto: tutti i vari requisiti giuridici variavano da uno stato all'altro, senza alcun tipo di conformità in merito creando un problema per gli operatori economici circa la chiarezza riguardo definizioni, concetti e anche applicazioni, in mercati che avevano ormai superato i confini nazionali da molto tempo. Ad aggravare la situazione, era il fatto che in taluni stati non era nemmeno presente alcun tipo di normativa in tema di manipolazione di mercato, di prezzi e di diffusione e abuso di informazioni privilegiate.<sup>34</sup>

Si è giunti, dunque, alla conclusione che per garantire autenticità ed efficienza fosse necessario tutelare la trasparenza del mercato e di conseguenza la fiducia di tutti gli investitori, andando a regolamentare le pratiche di abuso che, invece, avrebbero indebolito e minato tale sistema.<sup>35</sup>

A norma della suddetta direttiva, sono evidenziati i principi che la Commissione deve rispettare, riguardo: alla necessità di assicurare la fiducia degli investitori attraverso la tutela della trasparenza di mercato, alla necessità di fornire agli investitori una diversità di investimenti e un livello di informazione adeguato in merito agli stessi, alla necessità che le varie autorità di regolamentazione indipendenti applichino tutte le norme in modo corretto e coerente, alla necessità di spingere l'innovazione dei mercati finanziari per garantirne la dinamicità ed efficienza continua, alla riduzione del costo del capitale e un miglioramento dell'accesso allo stesso, all'equilibrio tra costi e benefici nel lungo periodo per tutti gli investitori, al costante stimolo della competitività internazionale senza mai

---

<sup>33</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), considerando n. 2 «Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati»

<sup>34</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) considerando n. 11 «Il vigente quadro giuridico comunitario a tutela dell'integrità del mercato è incompleto. I requisiti giuridici variano da uno Stato membro all'altro, creando incertezza per gli operatori economici per quanto attiene ai concetti, alle definizioni e all'applicazione. In alcuni Stati membri non esiste alcuna normativa in materia di manipolazione dei prezzi e diffusione di informazioni ingannevoli.»

<sup>35</sup> Ibid considerando n. 15 «L'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato sono di ostacolo alla reale e piena trasparenza del mercato, che è requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati.»

compromettere però la cooperazione e alla necessità di garantire la coerenza con tutti gli altri atti legislativi europei nel settore.<sup>36</sup>

Si evince dunque che l'Unione Europea, nel voler puntare alla creazione di un mercato finanziario unico e integrato, fondato sulla parità di condizioni di accesso e operatività, nonché nel prendere atto della crescente globalizzazione e internazionalizzazione dei mercati, abbia avvertito quanto fosse importante una regolamentazione molto più dettagliata, tale da garantire una maggior correttezza, trasparenza ed efficienza e soprattutto armonizzazione delle varie legislazioni interne di tutti gli Stati membri.<sup>37</sup>

In virtù di tali scopi, la direttiva nei suoi articoli si occupa di fornire una definizione adeguata di informazione privilegiata e di manipolazione del mercato, basandosi sull'individuazione delle condotte vietate;<sup>38</sup> di introdurre sanzioni di tipo amministrativo,

---

<sup>36</sup> Ibid considerando n. 43 «Nell'esercizio delle proprie competenze di attuazione, a norma della presente direttiva, la Commissione dovrebbe rispettare i seguenti principi: la necessità di assicurare la fiducia degli investitori nei mercati finanziari, promuovendo elevati livelli di trasparenza su tali mercati, la necessità di proporre agli investitori un'ampia gamma di investimenti competitivi e di proporre loro un livello di informazione e di tutela adeguato alle loro circostanze, la necessità di garantire che le autorità di regolamentazione indipendenti applichino le norme in modo coerente, in particolare per quanto riguarda la lotta contro la criminalità economica, la necessità di garantire un elevato grado di trasparenza e di consultazione con tutti i partecipanti del mercato, nonché con il Parlamento europeo e il Consiglio, la necessità di favorire l'innovazione nei mercati finanziari affinché essi possano essere dinamici ed efficienti, la necessità di garantire l'integrità del mercato attraverso un monitoraggio attento e reattivo dell'innovazione finanziaria, l'importanza di ridurre il costo del capitale e di migliorare l'accesso al medesimo, l'equilibrio tra costi e benefici sul lungo periodo per i partecipanti del mercato (incluse le PMI e i piccoli investitori) in qualsiasi misura di esecuzione, la necessità di stimolare la competitività internazionale dei mercati finanziari dell'UE, senza pregiudicare l'estensione alquanto necessaria della cooperazione internazionale, 12.4.2003 IT Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 96/19 ( 1 ) GU L 191 del 13.7.2001, pag. 45. la necessità di creare condizioni di parità per tutti i partecipanti del mercato, creando regolamentazioni a livello di UE ogni qualvolta ciò sia opportuno, la necessità di rispettare le differenze tra i mercati finanziari nazionali, laddove queste non pregiudichino indebitamente l'omogeneità del mercato unico, — la necessità di garantire la coerenza con gli altri atti legislativi dell'UE in questo settore, poiché squilibri nell'informazione e la mancanza di trasparenza potrebbero pregiudicare il funzionamento dei mercati e soprattutto danneggiare i consumatori e i piccoli investitori.»

<sup>37</sup> F. Guariniello, Gli abusi e le manipolazioni di mercato: profili di diritto penale e amministrativo, ottobre 2006, in *riv. dir. bancario dirittobancario.it*

<sup>38</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) articolo 1 «Ai fini della presente direttiva si intende per: 1) «informazione privilegiata», un'informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi. In relazione agli strumenti derivati su merci, si intende per «informazione privilegiata» un'informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più strumenti derivati siffatti, e che gli utenti dei mercati su cui tali strumenti derivati sono negoziati si aspetterebbero di ricevere conformemente a prassi di mercato ammesse in tali mercati. Nel caso delle persone

accanto a quelle penali, che fossero efficaci e proporzionate alla gravità del reato;<sup>39</sup> di individuare per ciascun Stato membro un'unica autorità di vigilanza a cui competa il controllo del rispetto delle disposizioni adottate ai sensi della direttiva;<sup>40</sup> di creare una maggior collaborazione e cooperazione tra i diversi stati membri, creando una rete unica europea di autorità competenti.<sup>41</sup>

Per quanto riguarda la definizione di informazione privilegiata e quella di manipolazione del mercato è necessario rifarsi all'art. 1 della MAD. Negli articoli seguenti vengono poi delineate le condotte che costituiscono gli estremi del reato e anche gli obiettivi che devono essere perseguiti dagli operatori economici. Degna di nota è una clausola residuale inserita al termine del par. 2 art. 1: "Le definizioni di manipolazione di mercato sono adattate in modo da garantire la possibilità di includere nuovi tipi di attività che in base alla prassi costituiscono manipolazioni di mercato". Ciò permette di osservare come la direttiva lasci una certa flessibilità in quanto il legislatore è conscio del fatto che i

---

incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, per «informazione privilegiata» si intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di evasione, che ha un carattere preciso e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi;»

<sup>39</sup> Ibid art. 14 «1. Fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, gli Stati membri sono tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, che possano essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli Stati membri sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive. 12.4.2003 IT Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 96/23 2. La Commissione stila, in conformità della procedura di cui all'articolo 17, paragrafo 2, un elenco indicativo delle misure e delle sanzioni amministrative di cui al paragrafo 1. 3. Gli Stati membri fissano le sanzioni da applicare per l'omessa collaborazione alle indagini di cui all'articolo 12. 4. Gli Stati membri provvedono affinché l'autorità competente possa divulgare al pubblico le misure o sanzioni applicate per il mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva, salvo il caso in cui la divulgazione possa mettere gravemente a rischio i mercati finanziari o possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte.»

<sup>40</sup> Ibid art. 11 «Fatte salve le competenze delle autorità giudiziarie, ogni Stato membro designa un'unica autorità amministrativa competente a vigilare sull'applicazione delle disposizioni adottate ai sensi della presente direttiva. Gli Stati membri stabiliscono efficaci meccanismi e procedure di consultazione con i partecipanti al mercato concernenti eventuali modifiche nella legislazione nazionale. Tali meccanismi possono includere comitati consultivi presso ogni autorità competente, la cui composizione dovrebbe riflettere il più possibile la diversità dei partecipanti al mercato, siano essi emittenti, prestatori di servizi finanziari o consumatori.»

<sup>41</sup> Ibid art. 16 «1. Le autorità competenti degli Stati membri cooperano tra di loro ogni qualvolta ciò si renda necessario per l'espletamento dei compiti loro assegnati, avvalendosi dei poteri loro conferiti dalla presente direttiva o dal diritto nazionale. Le autorità competenti prestano assistenza alle autorità competenti di altri Stati membri. In particolare, esse si scambiano informazioni e collaborano nelle indagini.»

mercati finanziari siano altamente dinamici e dunque potrebbero nascere in seguito nuovi aspetti inerenti alla materia da dover includere all'interno della regolamentazione.<sup>42</sup>

Il cuore vero della direttiva riguarda l'aspetto sanzionatorio, indicato come sistema sanzionatorio "misto", che prevede, oltre al regime penale, l'introduzione di sanzioni di tipo amministrativo a carico delle persone responsabili del mancato rispetto della normativa prevista. Ogni Stato membro è inoltre tenuto a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive. Come si vedrà meglio in seguito, tale disposizione nel nostro ordinamento ha generato un doppio binario punitivo che conduce le nuove fattispecie amministrative a includere condotte già tipizzate dall'area penale e quindi già soggette ad uno specifico sistema punitivo. Ciò si pone in contrasto con i principi di ragionevolezza e di proporzione che caratterizzano il diritto punitivo e soprattutto con la regolamentazione dei rapporti tra sanzione amministrativa e penale.<sup>43</sup>

Per quanto riguarda invece l'individuazione per ogni Stato membro di un'unica autorità competente, la direttiva cerca di far sì che ogni Stato predisponga un certo grado di vigilanza sul fenomeno, ai fini di prevenirlo oltre che vigilarlo. In particolare, l'autorità competente ha a disposizione tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari allo scopo e può esercitarli direttamente o in collaborazione con altre autorità; in alternativa, sotto la propria responsabilità, può delegarli alle altre autorità o ai gestori di mercato. Tali poteri includono la possibilità di avere accesso ad ogni documentazione, di eseguire ispezioni locali, di richiedere informazioni a qualsiasi persona, di richiedere la cessazione di qualsiasi prassi contraria alle disposizioni previste dalla direttiva, di sospendere le negoziazioni dei titoli oggetto dell'illecito, di richiedere congelamento o sequestro dei beni e di richiedere la temporanea interdizione dall'esercizio dell'attività.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> F. Guariniello, Gli abusi e le manipolazioni di mercato: profili di diritto penale e amministrativo, ottobre 2006, in *riv. dir. bancario dirittobancario.it*

<sup>43</sup> Tali rapporti sono regolati in Italia dall'art. 9 della legge n. 689/1981

<sup>44</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) art. 12 «2. Fatto salvo l'articolo 6, paragrafo 7, i poteri di cui al paragrafo 1 del presente articolo sono esercitati in conformità della legislazione nazionale e includono almeno il diritto di: a) avere accesso a qualsiasi documento sotto qualsiasi forma e ottenerne copia; b) richiedere informazioni a qualsiasi persona, incluse quelle che intervengono successivamente nella trasmissione degli ordini o nell'esecuzione delle operazioni in questione, e ai loro mandanti e, se necessario, convocare e procedere all'audizione di una persona; c) eseguire ispezioni in loco; d) richiedere le registrazioni telefoniche esistenti e le informazioni esistenti relative al traffico; e) richiedere la cessazione di qualsiasi prassi contraria alle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva; f) sospendere la negoziazione degli strumenti finanziari in questione; g) richiedere il congelamento ovvero il sequestro dei beni; h) richiedere la temporanea interdizione dall'esercizio dell'attività professionale.»

Infine, l'ultimo punto della MAD riguarda la collaborazione tra le varie autorità degli Stati membri. Questo è fondamentale poiché, come già affermato, i mercati finanziari hanno ormai superato i confini nazionali da molto tempo e, dunque, una collaborazione transfrontaliera è senza dubbio necessaria per poter indagare correttamente sulle condotte e bloccarle.<sup>45</sup>

A rafforzare maggiormente la disciplina sono stati due provvedimenti legislativi emanati dal regolatore europeo una decina di anni dopo la MAD. Si tratta del Regolamento UE n. 596/2014 (Market Abuse Regulation – MAR), che ha direttamente abrogato la Direttiva 2003/6/CE e della Direttiva 2014/57/UE (Market Abuse Directive 2 – MAD2). Questo nuovo pacchetto legislativo si è reso necessario per rinnovare l'importanza della disciplina in merito agli abusi di mercato e soprattutto per favorirne una maggior uniformità all'interno della Comunità Europea, dopo che si è notato che quanto precedentemente disposto non era riuscito a portare una sufficiente omogeneità all'interno dei vari Stati membri, a discapito di tutti gli obiettivi di tutela e di trasparenza dei mercati finanziari, sempre più globalizzati, che invece la Commissione si era prefissata.

Il Regolamento, alquanto corposo - 89 considerando e 39 articoli – mette in luce sin da subito la necessità sopra indicata di dover integrare la disciplina, considerata l'evoluzione repentina avuta dai mercati nel tempo.<sup>46</sup> In particolare si rende necessario rielaborare la normativa al fine di uniformare la legislazione europea in merito, evitare il potenziale arbitraggio normativo e soprattutto ridurre la complessità di interpretazione per tutti coloro che partecipano al mercato.<sup>47</sup>

---

<sup>45</sup> Ibid art. 16

<sup>46</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) considerando 3 «La direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (4) ha completato e aggiornato il quadro giuridico dell'Unione a tutela dell'integrità del mercato. Tuttavia, in considerazione degli sviluppi legislativi, tecnologici e di mercato intervenuti dall'entrata in vigore di tale direttiva, che hanno comportato cambiamenti notevoli nel panorama finanziario, è ormai necessario sostituire la direttiva in questione. Occorre pertanto un nuovo strumento legislativo per garantire regole uniformi e chiarezza dei concetti di base nonché un testo normativo unico in linea con le conclusioni della relazione del 25 febbraio 2009 del gruppo di esperti ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'Unione europea, presieduto da Jacques de Larosière («gruppo de Larosière»).»

<sup>47</sup> Ibid considerando 4 «È necessario stabilire un quadro più uniforme e più rigoroso per tutelare l'integrità del mercato ed evitare il rischio di potenziale arbitraggio normativo, garantire l'assunzione di responsabilità in caso di tentata manipolazione e offrire maggiore certezza del diritto e ridurre la complessità normativa per i partecipanti al mercato. Il presente regolamento intende contribuire in modo determinante al corretto funzionamento del mercato interno e dovrebbe pertanto basarsi sull'articolo 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Per una questione di uniformità, l'Unione Europea ha scelto di utilizzare lo strumento legislativo del Regolamento, il quale, essendo direttamente applicabile negli stati membri, garantisce che ciò che viene sancito non possa essere oggetto di interpretazioni diverse e risulta estremamente più oggettivo e chiaro per ogni operatore di qualsiasi paese della comunità europea.

Una delle principali novità apportate dal MAR riguarda l'ambito di applicazione della disciplina: essa viene estesa anche su quei mercati che precedentemente non venivano considerati, quali i MTF (*Multilateral trading facilities*)<sup>48</sup> e OTF (*Organised trading facilities*).<sup>49</sup> In realtà, l'estensione riguarda non solo nuovi mercati, ma anche scambi che avvengono fuori mercato (OTC – *Over the counter*).<sup>50</sup> La disciplina precedente si limitava, infatti, a regolare esclusivamente strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per cui fosse stata fatta richiesta di ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato.<sup>51</sup> Tale inclusione, prevista invece dal Regolamento, vale nella misura in cui il prezzo di un titolo negoziato fuori dal mercato dipenda dal prezzo del titolo correttamente negoziato in Borsa. Se, ad esempio, si possiede un derivato quotato in un mercato OTC, il cui valore dipende da un indice replicante un determinato titolo obbligazionario, il derivato può essere a sua volta utilizzato per beneficiare di prezzi manipolati o addirittura se si hanno a disposizione informazioni private circa quello specifico titolo, queste si possono utilizzare tramite il derivato a proprio vantaggio, a discapito della platea di investitori.<sup>52</sup>

---

(TFUE), come interpretate in modo costante nella giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea.»

<sup>48</sup> Si tratta di circuiti di negoziazione, gestiti da privati, in cui si acquistano e vendono strumenti finanziari già quotati presso una o più Borse nazionali, attraverso regole non discrezionali.

<sup>49</sup> Si tratta di sistemi organizzati di negoziazione che consentono di negoziare prodotti finanziari quali obbligazioni, strumenti derivati, ma non azioni. La differenza sostanziale con gli MTF è che nei sistemi organizzati le regole di abbinamento degli ordini non possono essere non discrezionali.

<sup>50</sup> Tali mercati sono non regolamentati e decentralizzati e permettono lo scambio di strumenti finanziari al di fuori delle borse ufficiali.

<sup>51</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) art. 1 par. 3. Il disposto fornisce un elenco di cosa la disciplina intendesse per «strumenti finanziari», presentando all'ultimo punto la seguente dicitura «qualsiasi altro strumento ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato in uno Stato membro o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un siffatto mercato».

<sup>52</sup> Direttiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2004 relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) considerando 10 «Nuovi sviluppi finanziari e tecnici accrescono gli incentivi, i mezzi e le opportunità per commettere abusi di mercato: attraverso nuovi prodotti, nuove tecnologie, l'incremento delle attività transfrontaliere e Internet.»

Con il regolamento viene inoltre operata una definizione più minuziosa dell'informazione privilegiata, delle condotte di abuso della stessa e di quelle di manipolazione del mercato. Di esse, viene fornito un elenco esplicativo, seppur non tassativo allo scopo di fornire maggior concretezza e chiarezza a quanto definito.

Vengono anche ampliati gli obblighi di prevenzione e segnalazione in capo a tutti gli intermediari e gestori del mercato e viene imposto agli stati membri di realizzare una forma di tutela e di incentivazione delle segnalazioni di violazione (c.d. *whistleblowing*).<sup>53</sup>

La direttiva, invece, come precedentemente accennato, si occupa principalmente di disciplinare l'aspetto sanzionatorio. In particolare, l'Unione Europea si è accorta che non tutte le autorità nazionali disponevano dei poteri necessari per emanare sanzioni appropriate al reato di abuso che veniva commesso e inoltre si è notato che non tutti gli stati membri prevedevano sanzioni amministrative pecuniarie e che molto spesso le sanzioni variavano notevolmente da stato a stato a parità di gravità del reato.<sup>54</sup> Si è dovuto inoltre fare i conti con il fatto che le sanzioni amministrative adottate dagli Stati membri fino a quel momento non erano risultate sufficienti a garantire il rispetto della normativa e quindi a prevenire il fenomeno; pertanto, la direttiva prevede formalmente l'introduzione di sanzioni penali più rilevanti per dare un chiaro segnale di quanto il fenomeno venga considerato serio e importante e di quanto il reato commesso in forma grave possa dare origine a problemi sociali che devono essere per forza sanzionati penalmente.<sup>55</sup> Il legislatore europeo, tuttavia, vista la presenza del doppio binario

---

<sup>53</sup> A. Laudonio, *Informazioni privilegiate: nuove istruzioni per l'(ab)uso*, in *riv. dir. com.* Orizzonti del diritto commerciale, 2015.

<sup>54</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) considerando n. 4 «Per funzionare correttamente il quadro legislativo relativo agli abusi di mercato deve essere attuato efficacemente. Da una valutazione dei regimi nazionali delle sanzioni amministrative effettuata a norma della direttiva 2003/6/CE è emerso che non tutte le autorità nazionali competenti disponevano dei poteri necessari per rispondere agli abusi di mercato con le sanzioni appropriate. In particolare, non tutti gli Stati membri prevedevano sanzioni amministrative pecuniarie per l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato e il livello delle sanzioni variava considerevolmente da uno Stato membro all'altro. È pertanto necessario un nuovo atto legislativo al fine di garantire norme minime comuni nell'Unione.»

<sup>55</sup> Ibid considerando n. 5 «L'adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato.» e considerando n. 6 «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

sanzionatorio per tali reati, cerca di porre l'attenzione di tutti gli stati membri sul rispetto del principio legislativo del *ne bis in idem*<sup>56</sup>, pretendendo una definita distinzione tra le due responsabilità, quella amministrativa e quella penale.

## 2.2 Normativa italiana di riferimento

In Italia si è cominciato a parlare di disciplina del market abuse negli anni 90, con l'introduzione della prima legge proprio nel 1991, la l. 17 maggio 1991 n. 157. Quest'ultima regolava tali reati con un generale obbligo di astensione ad operare nei mercati, in capo a chiunque entrasse in possesso di un'informazione privilegiata. Vigeva, infatti, il divieto di acquistare e vendere, anche per interposta persona, valori mobiliari qualora si possedessero informazioni privilegiate e di consigliare a terzi una determinata operazione anche senza dover esplicitare il contenuto dell'informazione (art 2. co. 1 e 2). Tale divieto riguardava anche quelli che oggi definiamo come insider secondari, ossia coloro che hanno ottenuto l'informazione (conoscendone il carattere privilegiato) dagli insiders primari (art. 2 co. 4).

Con tale legge lo Stato italiano aveva inoltre deciso di reprimere tali reati attraverso l'apparato sanzionatorio penale, andando dunque ad adempiere alla richiesta del legislatore europeo di "sanzioni sufficientemente dissuasive". In particolare, l'abuso di informazioni privilegiate era punito con la reclusione fino ad un anno e con la multa da dieci milioni di lire a trecento milioni di lire, con la facoltà per il giudice di aumentarla fino al triplo, qualora la gravità del fatto lo avesse reso necessario (art. 2 co. 5).

Tale legge, tuttavia, presentava alcune criticità che la hanno resa difficilmente applicabile nel tempo. In primo luogo, il divieto generico di operare nei mercati, senza alcun tipo di prova dello sfruttamento effettivo dell'informazione privilegiata, conduceva a punire gli operatori anche quando le negoziazioni non avevano alcun tipo di nesso con l'informazione che era a disposizione di quest'ultimo, generando quindi una repressione troppo generalizzata. In secondo luogo, la disposizione non forniva una sufficiente

---

particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti.»

<sup>56</sup> Tale principio si desume dal disposto dell'art. 649 Cod. proc. Pen. co. 1 che sancisce quanto segue "L'imputato prosciolto o condannato con sentenza o decreto penale divenuti irrevocabili non può essere di nuovo sottoposto a procedimento penale per il medesimo fatto, neppure se questo viene diversamente considerato per il titolo, per il grado o per le circostanze, salvo quanto disposto dagli articoli 69 comma 2 e 345."

differenziazione circa il trattamento sanzionatorio, vista la notevole ampiezza della categoria dei soggetti attivi.

Date le lacune appena evidenziate, nel 1998, con l'entrata in vigore del d.lgs. 58/ 1998, ad oggi noto come Testo Unico della Finanza (T.U.F.) viene interamente abrogata la legge 151 e sostituita dagli articoli 180 e 181, inseriti all'interno del Capo IV, Titolo I, Sezione V del testo appena citato. In particolare, gli stessi vanno a sostituire le precedenti fattispecie di reato, introducendo nuove tipologie di illecito. Innanzitutto, viene completamente eliminato l'obbligo di astensione ad operare, inserendo come elemento fondamentale a distinguere un'operazione viziata, lo sfruttamento dell'informazione in possesso al trader: diventa necessario dimostrare che, affinché si verifichi il reato, l'operatore abbia avviato una negoziazione in virtù di un'informazione privilegiata, da cui trae vantaggi personali. Tale novità, da un lato rende sicuramente più complicato provare il reato, in quanto è necessario far emergere il nesso tra operazione e informazione. Dall'altro lato però permette di punire chi effettivamente ha commesso il reato e non qualsivoglia operatore che, ad esempio, sta eseguendo un'operazione necessaria per la sua liquidità, ma che non ha nulla a che vedere con le informazioni in suo possesso. In secondo luogo, viene operata inizialmente una distinzione tra le responsabilità dell'insider primario e dell'insider secondario (*tippee*). In particolare, il primo ha il divieto di eseguire operazioni sia di trading (sempre sfruttando l'informazione privilegiata), sia di *tipping* (comunicazione a terzi senza ragionevole motivo) e *tuyautage* (consigliare a un terzo un'operazione, sulla base dell'informazione in possesso). Il secondo, invece, ha esclusivamente il divieto di fare trading sulla base dell'informazione che ha ricevuto dall'insider primario.

Successivamente la legge n. 62 del 2005, va a recepire la direttiva comunitaria MAD del 2003, discussa nel precedente paragrafo. Tale disposizione è fondamentale in quanto accorpa tutta la normativa inerente agli abusi del mercato all'interno del Titolo I – bis, costituito ex novo per accogliere in modo ordinato tutta la disciplina.

Attraverso tale legge, sono riformulati gli articoli 181 – 184 T.U.F.; in particolare vengono inseriti nuovi elementi costitutivi, vengono riformulate alcune fattispecie e vengono depenalizzate alcune condotte precedentemente sanzionate. Viene poi definito in modo più preciso il concetto di informazione privilegiata. La vera riforma, però, si nota sull'aspetto sanzionatorio: viene introdotto un aggravamento delle misure penali; l'insider trader è punito con la reclusione da uno a sei anni e la multa da ventimila a tre milioni di euro, fatta salva la possibilità per il giudice di aumentare la sanzione pecuniaria

fino al triplo o fino a dieci volte il profitto conseguito a seguito della negoziazione operata dall'insider, quando il massimo della sanzione applicabile non risulta ancora sufficiente data «la rilevante offensività del fatto, le qualità personali del colpevole e l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato». <sup>57</sup>

Viene inoltre introdotta la “responsabilità dell'ente”: quando le condotte di insider trading attuate da una persona fisica vanno a vantaggio anche della società, questa potrà essere punita con una sanzione pecuniaria variabile tra le quattrocento e le mille quote, oltre che ritenuta responsabile sul piano amministrativo.<sup>58</sup>

È stato introdotto poi l'articolo 187 bis<sup>59</sup>, il quale affianca l'illecito amministrativo alla fattispecie penale contenuta già nell'articolo 184. Tale illecito dovrà essere accertato e sanzionato, quindi con un procedimento autonomo e completamente separato da quello penale. Il procedimento deve essere affidato *in toto* alla Commissione Nazionale per le Società e per la Borsa – CONSOB – ovvero l'autorità nazionale che si occupa di controllare il mercato finanziario e di reprimerne gli abusi, la cui individuazione era stata esplicitamente richiesta dal legislatore comunitario.<sup>60</sup>

Un ulteriore aggiornamento circa la disciplina italiana sugli abusi di mercato, in seguito alla legge 62 del 2005, riguarda l'articolo 39 che prevede un generico raddoppio di tutte le pene (detentive e pecuniarie) di tutti i reati contenuti nel T.U.F. (quindi anche degli abusi di mercato), mentre le pene amministrative si vedono addirittura quintuplicate. Ciò crea un aumento esponenziale delle sanzioni, che porta gli operatori a considerare tra gli effetti anche una potenziale disparità nell'applicazione delle pene. Questa si rivelerà essere la principale ragione per la quale tali aumenti per quanto concerne la disciplina degli abusi di mercato verranno esclusi dall'art. 6 comma 3 del d.lgs. 72/2015 che riporterà il sistema a seguire il principio del quantum<sup>61</sup> per quanto riguarda le sanzioni e

---

<sup>57</sup> Art. 184 co. 3 e art. 185 co. 2 T.U.F.

<sup>58</sup> D.lgs. 231/2001

<sup>59</sup> Art. 187 bis T.U.F. “1. Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro chiunque viola il divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate di cui all'articolo 14 del regolamento (UE) n. 596/2014. 5. Le sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente articolo sono aumentate fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito ovvero le perdite evitate per effetto dell'illecito quando, tenuto conto dei criteri elencati all'articolo 194 bis e della entità del prodotto o del profitto dell'illecito, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo. 6. Per le fattispecie previste dal presente articolo il tentativo è equiparato alla consumazione.”

<sup>60</sup> Direttiva 2003/6/CE art. 11

<sup>61</sup> Per quantum nel contesto del diritto si intende la misura del valore monetario della perdita subita, determinata da un giudice che prima stabilisce la responsabilità.

che tutt'oggi troviamo in vigore. Con la successiva emanazione della MAD II nel 2014 il legislatore italiano non ha disposto alcun formale recepimento della stessa, in quanto l'ordinamento risultava già conforme a quanto previsto dalla direttiva (all'interno del T.U.F. infatti era già presente la rilevanza penale per i reati di *market abuse*).

Diversamente è andata invece per quanto riguarda il regolamento europeo, MAR. Per quest'ultimo infatti è stato necessario apportare alcune modifiche alla disciplina allora in vigore. Ciò è stato possibile grazie alla legge delega n. 163/2017 che ha portato all'emanazione il 10 agosto 2018 del d.lgs. 107/2018 e alla legge 23 dicembre 2021 n. 238<sup>62</sup>, le quali hanno riformato come si vedrà con maggior dettaglio in seguito le norme previste dal T.U.F., rendendole maggiormente conformi, principalmente attraverso la tecnica del diretto rinvio a quanto disposto dal Regolamento Europeo.

### 2.3 L'informazione privilegiata

L'elemento costitutivo principale del reato di insider trading riguarda l'informazione privilegiata, il cui possesso e conseguente abuso determina le condotte sanzionate ai sensi del T.U.F..

Capire, dunque, quando un'informazione deve considerarsi privilegiata risulta essenziale al fine di individuare o meno il reato che si sta analizzando.

Nell'ordinamento italiano la definizione viene fornita dall'ex art. 181<sup>63</sup> del T.U.F., il quale qualifica l'informazione privilegiata come quell'informazione “di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari, o uno o più strumenti finanziari che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari”.<sup>64</sup> Si desume dunque che

---

<sup>62</sup> Tali leggi sono rubricate rispettivamente “orme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/UE, 2003/125/CE e 2004/72/CE” e “Disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea - Legge europea 2019-2020”

<sup>63</sup> Ad oggi l'articolo è stato abrogato dal d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107, in quanto l'art. 181 contiene definizioni circa l'informazione privilegiata identicamente contenute all'interno dell'art. 7 del MAR (il quale ha solo disposto degli ampliamenti circa la disciplina degli strumenti anche derivati). Attualmente la definizione di informazione privilegiata la si trova all'interno dell'art. 180, non a caso, mediante un richiamo diretto all’*“informazione contemplata dall'articolo 7, paragrafi da 1 a 4, del regolamento (UE) n. 596/2014”* (cfr. la nuova lett. b-ter) del comma 1)

<sup>64</sup> La definizione deriva e non si discosta in alcun modo dall'art.1 della Direttiva comunitaria 2003/6/CE, che si ritrova anche al considerando 16 della Direttiva stessa.

le tre caratteristiche che qualificano l'informazione come privilegiata sono la precisione, la non pubblicità e la *price sensitivity*. Tali elementi distintivi si trovano invariati, ad oggi, all'art. 7 par. da 1 a 4, del regolamento (UE) n. 596/2014, richiamato espressamente all'interno dell'art. 180 co. 1 lett. b-ter)<sup>65</sup>.

Prima di procedere all'analisi dettagliata di quest'ultime è importante definire in modo generale il concetto di informazione: essa in termini letterari è “notizia, dato o elemento che consente di avere conoscenza più o meno esatta di fatti, situazioni, modi di essere. In senso più generale anche la trasmissione di dati e l'insieme delle strutture che la consentono”.<sup>66</sup>

Il carattere generale dell'informazione viene chiaramente a mancare quando questa risulta essere riservata. Nel caso specifico dell'insider trading è importante comprendere quando un'informazione deve essere diffusa al pubblico e quindi mantenere il carattere generale, proprio per evitare che chi la conosce prima, la possa sfruttare a proprio vantaggio e quando invece un'informazione deve rimanere riservata e non deve essere comunicata ad altri che potrebbero utilizzarla a proprio vantaggio.

È inoltre importante distinguere l'informazione dai cosiddetti *rumors* o voci di corridoio. Queste ultime, infatti, non devono considerarsi in alcun modo né informazioni né tanto meno informazioni privilegiate: l'informazione deve avere una fonte certa affinché il suo contenuto possa avere una qualsiasi rilevanza. Quando si parla di *rumors*, inoltre, viene del tutto a mancare il concetto di riservatezza in quanto essi hanno di solito origine dal “sentito dire” o da qualche notizia pubblicata su quotidiani, da cui però si possono trarre conclusioni e informazioni distorte e non veritiere. L'informazione privilegiata è ben diversa, presenta delle fonti solide e concrete. I pochi o il solo che ne è in possesso conosce molto bene il carattere riservato della notizia ed è perfettamente consapevole anche del potenziale economico dello sfruttamento della stessa a danno di chiunque invece non ne sia ancora in possesso. Date tali caratteristiche, l'informazione non può che qualificarsi come “hard information”, ossia deve attenersi ad eventi già realizzati che porterebbero a dei vantaggi certi e sicuri, e non di tipo “soft information”, ossia che riguarda eventi totalmente ipotetici che quindi danno luogo a vantaggi casuali e non certi. Questo è un fattore fondamentale per delineare in maniera chiara e definita la sfera

---

<sup>65</sup> Art. 180 co. 1 lett b-ter) ““informazione privilegiata”: l'informazione contemplata dall'articolo 7, paragrafi da 1 a 4, del regolamento (UE) n. 596/2014”

<sup>66</sup> Informazione, in Treccani.it – Enciclopedie online, Roma, Istituto dell'Enciclopedia italiana

dell'illecito che si sta trattando e soprattutto non doversi trovare in circostanze per cui sarebbe molto complicato individuare i colpevoli, e non, di un certo fatto.

Tornando alle caratteristiche specifiche che deve avere l'informazione per essere considerata privilegiata, delineate dai paragrafi da 1 – 4 art. 7, del regolamento (UE) n. 596/2014, il primo elemento che viene citato è la precisione. In merito a ciò, al par. 1 dello stesso articolo si trova che: «Un'informazione si ritiene di carattere preciso se:

- a) fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà.
- b) tale informazione è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni.»

Come già accennato in precedenza un'informazione si dice precisa, dunque, quando si fonda su basi che alcuni preferiscono definire come concrete: essa deve riguardare eventi certi, già avvenuti o che si presume ragionevolmente che avverranno. Da qui, dunque, risulta chiara l'esclusione dalle fattispecie penalmente rilevanti di tutte quelle informazioni 'soft', ossia che danno luogo ad eventi totalmente fortuiti su cui non sussistono basi concrete e dunque un loro eventuale impatto sui prezzi degli strumenti finanziari non è prevedibile in modo ragionevole.

Si escludono inoltre dal novero delle informazioni privilegiate anche tutte le valutazioni e gli studi relativi ad un determinato strumento finanziario o settore di mercato condotti da professionisti. Questo perché si tratta di informazioni che vengono acquisite da una maggior capacità analitica ed interpretativa di dati che sono già noti a tutti gli altri operatori di mercato.<sup>67</sup> In tal caso è chiaro che l'asimmetria informativa è presente, ma

---

<sup>67</sup> Nel concetto di "precisione" concernente l'informazione privilegiata risulta utile la sentenza della Corte di Cassazione del 15 aprile 2019, n.39999, la quale torna a parlare del tema. Nel caso in specie, la Corte era chiamata a valutare se l'incarico di "due diligence" dovesse essere incluso nel novero delle informazioni privilegiate. La Corte aderisce all'orientamento secondo cui possono assumere rilievo anche fatti di per sé "soft", ma che assumono significato agli occhi dell'agente alla luce delle sue conoscenze e afferma inoltre che: «nella nozione di "informazione privilegiata" rientrano le vicende pericolose in quanto prodromiche al delinearsi dell'informazione privilegiata». Oltre a ciò, conviene con quanto prescritto già nella normativa europea sul fatto che possono costituire informazione privilegiata anche le fasi intermedie delle fattispecie a formazione progressiva.

non deriva dalla conoscenza anticipata di un dato rispetto al mercato.<sup>68</sup> La condotta, tuttavia, può essere oggetto di reato e quindi sanzionabile, qualora il mercato si aspetti che l'informazione venga pubblicata e soprattutto quando tale pubblicazione comporti effetti o, ad ogni modo, contribuisca a formare il prezzo dello strumento a cui si riferisce.<sup>69</sup> Un altro tema importante circa la precisione di un'informazione privilegiata riguarda la circostanza in cui quest'ultima risulta parziale poiché riguarda, ad esempio, solo una fase di un lungo processo decisionale (come quello che si attua in caso di fusioni e acquisizioni, oppure di una trattativa commerciale più complessa delle altre). Sulla questione è intervenuto il MAR che ha postulato che le "tappe intermedie" di un processo prolungato sono da considerarsi informazioni precise quando «sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri.»<sup>70</sup> A conferire ulteriori interpretazioni circa il significato dell'attributo della precisione è intervenuto anche il CESR (Comitato UE dei regolatori delle Borse) all'interno delle linee guida pubblicate nel 2007.<sup>71</sup> In particolare viene ritenuto che la natura precisa delle

---

<sup>68</sup> Direttiva 2003/6/CE considerando n. 31 "Non si dovrebbero considerare informazioni privilegiate le ricerche e le valutazioni elaborate a partire da dati di dominio pubblico e, pertanto, qualsiasi operazione effettuata in base a tale tipo di ricerca o valutazione non dovrebbe essere considerata di per sé utilizzazione di informazioni privilegiate ai sensi della presente direttiva"

<sup>69</sup> Regolamento (UE) n. 594/2014 considerando n. 28 «Non dovrebbero essere considerate informazioni privilegiate le ricerche e le valutazioni basate su dati di dominio pubblico e il semplice fatto che un'operazione sia effettuata in base a tale tipo di ricerca o valutazione non dovrebbe pertanto essere considerata un'utilizzazione di informazioni privilegiate. Tuttavia, ad esempio, quando il mercato si aspetta che, di regola, l'informazione sia pubblicata o distribuita e quando tale pubblicazione contribuisce alla formazione del prezzo di strumenti finanziari o l'informazione fornisce opinioni di un commentatore o di un'istituzione di mercato riconosciuti, che possono influire sui prezzi di strumenti finanziari collegati, le informazioni possono costituire informazioni privilegiate. Pertanto, per determinare se negozierebbero sulla base di informazioni privilegiate, i partecipanti al mercato devono considerare in quale misura l'informazione sia non pubblica e quale potrebbe essere l'effetto sugli strumenti finanziari di compravendite effettuate sulla base di tale informazione prima che essa sia resa pubblica o comunicata.»

<sup>70</sup> Regolamento (UE) n. 594/2014 art. 7 par. 2 «Ai fini del paragrafo 1, si considera che un'informazione ha un carattere preciso se essa fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà e se tale informazione è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni. A tal riguardo, nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso.»

<sup>71</sup> Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market

informazioni debba essere chiaramente valutata caso per caso, in quanto non ritenuto un elemento stimabile per una generalità di casi. Per sostenere se un insieme di circostanze o eventi si sia verificato, risulta tuttavia essenziale l'esistenza di prove concrete e oggettive a sostegno, in altre parole è necessario dimostrare che le circostanze di cui sopra siano effettivamente avvenute. Per quanto riguarda invece la locuzione "ciò che ci si può ragionevolmente attendere", il CESR sottolinea di valutare se le informazioni disponibili *ex ante*, siano informazioni chiave per aspettarsi ragionevolmente l'accadimento di un determinato evento.

Tornando al concetto delle informazioni riguardanti tappe intermedie di un processo prolungato, prima che intervenisse il MAR, anche il CESR aveva fornito una linea di interpretazione, definendo che ogni fase del processo anche se ancora non completato, può costituire informazione precisa: l'esempio riportato è quello dell'offerta pubblica di acquisto. Quest'ultima è chiaramente un processo molto lungo costituito da decisioni e tappe intermedie che spesso non equivalgono alla decisione finale. Il CESR sostiene che il fatto che una proposta di acquisto potrebbe non essere la definitiva oppure non avvenire per niente, non significa che l'approccio alla società bersaglio non possa essere considerato un'informazione precisa.

Viene poi sottolineato che la precisione non presuppone la completezza dell'informazione: il fatto di conoscere la società bersaglio di un'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) è sufficiente nel determinare la precisione dell'informazione, anche se la stessa non è chiaramente completa (ad esempio non si conosce il prezzo o la tempistica). Per lo stesso principio vale anche che un dato è preciso anche se riguarda due circostanze alternative, ossia l'informazione è conforme a requisito della precisione anche quando si conoscono le due società bersaglio alternative di un'OPA, ma non si conosce ancora su quale delle due ricadrà la decisione definitiva.

Per quanto concerne, infine, il fatto che la notizia debba essere sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni circa il suo impatto sui prezzi, il CESR offre due esempi in cui ciò si potrebbe verificare. Il primo riguarda il caso in cui l'informazione è in grado di consentire all'investitore ragionevole di trarre conclusioni certe (o quasi) circa un determinato investimento, ossia quando l'investitore grazie all'informazione è in grado di capire con certezza l'impatto di questa sullo strumento finanziario in questione. Per riportare un esempio concreto si pensi al caso in cui l'informazione riguardi un'OPA su una certa società bersaglio: qualunque investitore ragionevole, in possesso dell'informazione, sa per certo che i prezzi dei titoli dell'emittente saliranno una volta

resa pubblica l'OPA. Il secondo esempio invece si riferisce al caso in cui l'informazione è immediatamente sfruttabile sul mercato: qualora fosse resa pubblica tutti gli investitori opererebbero sulla base di essa.

La seconda caratteristica che deve avere l'informazione per essere considerata privilegiata è la non pubblicità della notizia. Quando si tratta tale attributo non si può non considerare l'art. 114 T.U.F., che tratta gli obblighi di comunicazione (c.d. obblighi di disclosure) al mercato in capo agli emittenti quotati. Risulta chiaro che la non pubblicità dell'informazione è requisito essenziale, poiché è proprio il fatto stesso di conoscere anticipatamente la notizia rispetto a tutti gli altri operatori che costituisce il vantaggio informativo. Il fatto di dover diffonderla al pubblico è la chiave preventiva al fine di eliminare l'asimmetria informativa che si è generata.

L'art. 114 co. 1 si occupa di garantire proprio questo: "Gli emittenti quotati comunicano al pubblico le informazioni privilegiate ai sensi dell'articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014, secondo le modalità stabilite dalle norme tecniche di attuazione adottate dalla Commissione europea ai sensi del medesimo articolo 17, paragrafo 10".

Quanto disposto nei paragrafi del MAR (ex art. 181) e nell'art.114 sono sicuramente altamente correlati tra loro, tuttavia non perfettamente sovrapponibili, in quanto esistono dei casi in cui l'informazione rientra in quanto sancito dal MAR, ma non è soggetta all'obbligo di comunicazione dell'art. 114. Quest'ultimo infatti ammette il ritardo nella comunicazione al pubblico qualora si tratti di notizie che rispondono ai requisiti sanciti dal MAR art. 17 par. 4.<sup>72</sup>

Ciò significa di fatto che rientrano tra le informazioni oggetto di obbligo di comunicazione solo quelle riguardanti fatti certi e compiuti e non quelle riguardanti fatti

---

<sup>72</sup> L'articolo sancisce "L'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni può ritardare, sotto la sua responsabilità, la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, a condizione che siano soddisfatte tutte le condizioni seguenti: a) la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni; (Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE (GU L 390 del 31.12.2004, pag. 38). IT 12.6.2014 Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 173/35 b) il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico; c) l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni. Nel caso di un processo prolungato, che si verifichi in fasi e sia volto a concretizzare o che comporti una particolare circostanza o un evento particolare, l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni può, sotto la propria responsabilità, ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate relative a tale processo, fatte salve le lettere a), b) e c) del primo comma.

che potrebbero ragionevolmente generare un determinato evento, contemplate invece dall'art. 7 MAR (ex art. 181).

Con l'ipotesi del ritardo sono escluse anche tutte quelle informazioni riguardanti singole fasi di un processo decisionale lungo, poiché ci si può appellare al fatto che la notizia comunicata potrebbe indurre in errore gli investitori o pregiudicare i rapporti tra gli organi della società o la conclusione finale dell'operazione.<sup>73</sup>

C'è inoltre da considerare che nell'art. 7 MAR rientrano non solo le informazioni che riguardano direttamente un emittente o uno strumento finanziario (c.d. *corporate information*), ma anche le informazioni che li riguardano indirettamente, ossia quelle concernenti il mercato in generale di quel determinato strumento o emittente (c.d. *market information*).<sup>74</sup> Ciò non vale invece per gli obblighi di disclosure sanciti dall'art. 114 che invece riguardano solo le *corporate information*.<sup>75</sup> Chiaro che informazioni che impattano indirettamente sull'emittente possono tramutarsi in informazioni privilegiate proprio a seguito dell'impatto seppur indiretto. Alcuni esempi sono riportati all'interno delle Linee Guida n.1/2017 pubblicate dalla CONSOB. Essi riguardano casi in cui, qualora il Governo adotti un provvedimento di cui possono beneficiare, a determinate condizioni, società del settore in cui opera l'emittente, allora l'emittente potrebbe essere il solo a conoscere anticipatamente se sia conforme a quelle condizioni e il beneficio che potrebbe trarne; oppure se un determinato giudizio positivo degli analisti finanziari incrementa il valore dell'emittente, sulla base però di dati, situazioni, che l'emittente sa essere privi di fondamento, allora l'informazione potrebbe diventare privilegiata; infine, se il gestore di un indice azionario include all'interno dell'indice strumenti finanziari dell'emittente, lo stesso, dal momento che l'informazione non lo riguarda direttamente non espone un comunicato (salvo il caso in cui l'informazione abbia un impatto specifico

---

<sup>73</sup> S. Seminara, Atti del XXV Convegno di studio Enrico de Nicola "Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro", in *riv. dir. pen. Informazione finanziaria e diritto penale*, 2008

<sup>74</sup> Ciò lo si trova anche espressamente sancito al considerando 13 della Direttiva 2003/6/CE "Un'informazione che potrebbe influire in modo sensibile sull'evoluzione e la formazione dei prezzi di un mercato regolamentato in quanto tale potrebbe essere considerata un'informazione che concerne indirettamente uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari derivati connessi".

<sup>75</sup> Lo si può anche notare dalle linee guida della CONSOB dell'ottobre 2017 le quali al paragrafo 4.2.1 sanciscono "Le informazioni che devono essere rese pubbliche dall'emittente sono solo quelle che "riguardano direttamente" l'emittente [articolo 17(1) MAR] e, quindi, non anche quelle che riguardano "indirettamente" l'emittente, cioè, ad esempio, quelle che, pur influenzando sui prezzi degli strumenti finanziari emessi dall'emittente, originano da soggetti esterni all'emittente.

sui prezzi degli strumenti dell'emittente ancora non noto al mercato), dunque l'informazione diventa anche in questo caso privilegiata.

Un altro fatto meritevole di attenzione riguarda il momento effettivo in cui una determinata informazione è considerata "pubblica" e quindi legittimamente utilizzabile. L'art. 17 del MAR stabilisce che un'informazione può considerarsi pubblica quando viene diffusa con modalità che consentano un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva da parte del pubblico.

Finché l'emittente non pubblica le informazioni seguendo le suddette modalità gli investitori potrebbero ritenere l'informazione non ancora pienamente sicura; infatti, una non corretta pubblicazione potrebbe riflettersi sull'andamento dei prezzi degli strumenti finanziari che non incorporerebbero a pieno l'informazione stessa. Se, invece, l'informazione fosse resa pubblica con modalità asimmetriche, ad esempio solo sul sito internet dell'emittente, i prezzi probabilmente andrebbero a incorporare molto più lentamente l'informazione in quanto di solito gli investitori che monitorano in modo continuo un certo sito non sono molti o, comunque non minimamente rappresentativi dell'intero pubblico del mercato. Stesso discorso vale quando l'informazione è resa pubblica solo attraverso quotidiani locali, nazionali o esteri poiché anche in tal caso la diffusione risulta lenta e disomogenea.<sup>76</sup>

Nel valutare, invece, se l'informazione è già pubblica bisogna effettuare alcune considerazioni: l'emittente sicuramente deve tener presenti le informazioni che possono già essere state pubblicate da terzi circa l'accaduto cui fa riferimento l'informazione stessa; tuttavia, ai sensi del MAR, l'informazione non può essere considerata pubblica finché non è diffusa direttamente dall'emittente stesso; infatti informazioni previamente divulgate da analisti finanziari, piuttosto che giornalisti o altri soggetti, non verranno considerate certe e sicure dal pubblico finché non ufficialmente diffuse dall'emittente stesso (che è l'unico che effettivamente ha la certezza di una determinata notizia). Nel caso in cui l'informazione fosse comunicata da agenzie di stampa, le quali assicurano la certezza che la fonte sia proprio l'emittente, allora quelle informazioni sono da considerarsi pubbliche e quindi non privilegiate; tuttavia nel caso in cui l'agenzia indichi come fonte non l'emittente ma, ad esempio, un suo top manager, allora l'informazione non gode del requisito della pubblicità per il semplice fatto che il top manager o chi per

---

<sup>76</sup> Linee guida Consob n.1/2017 par. 4.3.1

esso potrebbe essere portato a divulgare le informazioni per finalità strategiche, come quelle di far velocizzare determinati processi di decisione.

Un ulteriore caso in cui l'informazione viene considerata già pubblica anche ai sensi del MAR è quello in cui la stessa è già stata pubblicata precedentemente da altri soggetti emittenti ugualmente coinvolti: nel caso di una fusione societaria, se l'informazione viene comunicata da una delle società coinvolte nell'operazione (rispettando le modalità di comunicazione previste dal MAR), allora l'informazione può essere considerata pubblica anche qualora le altre società non la comunicano.<sup>77</sup>

L'ultima caratteristica che contribuisce a connotare un'informazione come privilegiata riguarda la materialità o la *price sensitivity*. Ciò si riferisce al fatto che si ha reato di insider trading solo quando l'informazione, se resa pubblica, sarebbe in grado di influire sensibilmente sul prezzo dello strumento finanziario cui si riferisce. Per determinare il probabile effetto significativo sui prezzi è necessario innanzitutto capire, tramite un'analisi *ex ante*, il grado di probabilità con cui ci si può attendere quel determinato effetto. Le linee guida CESR forniscono una definizione del "probabile": da un lato non è sufficiente la mera possibilità che l'informazione abbia un effetto sui prezzi e, dall'altro, non è necessario un grado di probabilità prossima alla certezza. Per esaminare, quindi, quando un evento è da ritenersi probabile è necessario valutare i seguenti fattori: l'entità dell'evento prevista nel contesto della totalità dell'attività societaria, la pertinenza del contenuto delle informazioni circa le determinanti del prezzo dello strumento finanziario, l'affidabilità delle fonti, le variabili di mercato che incidono sullo strumento in questione (ad esempio rendimenti, volatilità, liquidità, volume, domanda, offerta, ecc...).

Per quanto riguarda la significatività inoltre non è sufficiente un criterio quantitativo o una soglia fissa come riferimento, in quanto ci sono prodotti con caratteristiche tali per cui metodi quantitativi sono irrilevanti o non sono individuabili soglie certe (es. prodotti altamente fluttuanti all'interno del mercato). A ben guardare, se si considera inoltre, la pluralità di strumenti finanziari, la diversità gli uni dagli altri, il fatto che se ne costituiscono sempre di nuovi con caratteristiche intrinseche sempre più sofisticate e particolari, la ricerca di criteri quantitativi univoci risulta alquanto irrealizzabile.<sup>78</sup>

---

<sup>77</sup> Linee Guida CONSOB n.1/2017 par. 4.3.2 e ss.

<sup>78</sup> È inoltre da considerare che la stessa Corte Costituzionale esprimendosi in merito all'inammissibilità di alcuni ricorsi circa la presunta incostituzionalità delle norme riguardanti abuso di informazioni privilegiate, ha affermato precisamente con la sentenza n. 382/2004 che l'idoneità dell'informazione a produrre effetti significativi sui prezzi è altamente collegata alle caratteristiche intrinseche dello strumento finanziario cui si riferisce.

Esistono, tuttavia, alcuni indicatori che possono essere utili a valutare la possibilità di un effetto significativo sui prezzi: in primo luogo sarebbe importante capire se la tipologia di informazione è la stessa di una che in passato ha prodotto effetti sui prezzi; in secondo luogo valutare se precedenti analisi o ricerche di analisti ed esperti indicano che l'informazione è price sensitive; in terzo luogo verificare se l'emittente ha già trattato informazioni simili come privilegiate.

A complicare la valutazione, non si può non considerare il fatto che la significatività di un'informazione varia non solo in funzione dello strumento, ma anche in funzione della società emittente e del settore di riferimento (ad esempio in base a dimensioni, sviluppi, stato di maturità, sentiment del mercato).<sup>79</sup>

Quando si tratta la *price sensitivity* non si può non esaminare il disposto del par. 4 dell'art. 7 MAR il quale cita: «Per informazione che, se comunicata al pubblico, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari, degli strumenti finanziari derivati, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, s'intende un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento.»

Si evince che il parametro su cui si concentra la *price sensitivity* è il criterio dell'investitore ragionevole, che deriva dalla giurisprudenza statunitense e secondo il quale un'informazione è *material* se esiste una probabilità che il fatto omesso sarebbe stato considerato dall'investitore ragionevole come idoneo ad alterare in modo significativo l'insieme dell'informazione già disponibile.<sup>80</sup> Tale concetto, tuttavia non desta poche criticità. In primo luogo, è necessario, per delimitare il perimetro delle informazioni *material*, capire cosa la disciplina intenda per investitore ragionevole e quali siano le sue caratteristiche.

L'opinione maggiormente condivisa dalla giurisprudenza è quella che considera l'investitore ragionevole come l'investitore medio, non per forza professionale, che interpreta le notizie del mercato sulla base di criteri razionali, sui quali poi fonda le proprie decisioni di (dis)investimento. L'investitore ragionevole sarebbe dunque in grado di valutare tutta l'informazione a sua disposizione, a prescindere da altri elementi come, ad esempio, la sua propensione e attitudine al rischio.

---

<sup>79</sup> Linee Guida CONSOB n. 1/2017 par. 4.5.3

<sup>80</sup> S. Seminara, Atti del XXV Convegno di studio Enrico de Nicola "Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro", in *riv. dir. pen. Informazione finanziaria e diritto penale*, 2008

Viene, dunque escluso che l'investitore ragionevole possa essere assimilato all'*homo eiusdem condicionis et professionis*<sup>81</sup>, poiché la prospettiva di tutela in questo caso considera l'informazione sensitive, come quella che ogni investitore, indipendentemente dalla categoria all'interno della quale viene classificato, vorrebbe conoscere prima di prendere qualsiasi decisione di investimento. Risulta molto complicato ridurre *ad unum* la figura dell'investitore, proprio perché sul mercato gli operatori sono molteplici e con caratteristiche differenti tra loro.

Ulteriori criticità risiedono nella locuzione propria contenuta all'interno del par. 4 sopra citato: «un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe», in quanto lascia spazio a connotazioni particolarmente soggettive che ledono la determinatezza del concetto di informazione privilegiata.

In particolare, troviamo, oltre al concetto di ragionevolezza, anche l'avverbio "probabilmente", il quale porta a pensare che affinché l'informazione sia considerata privilegiata è sufficiente anche solo che, in via ipotetica, sia stata uno degli elementi sui cui è basata una determinata scelta. Ciò lascia spazio ad un'ampia discrezionalità e soggettività che non permette di ricondurre a dati oggettivi e non permette di fissare i fattori a situazioni verificabili da un punto di vista sempre oggettivo. Oltre a ciò, si aggiunge il fatto che se l'informazione deve essere solo uno degli elementi su cui l'investitore fonda le proprie scelte, si genera sia una diminuzione della sua incidenza all'interno del processo decisionale sia un aumento di rilevanza anche di dati secondari. Si determina, dunque, un'ulteriore diminuzione di precisione del requisito normativo che piuttosto che delineare i confini tra informazioni privilegiate e non, sembra sfocarli e renderli sempre più labili, lasciando spazio a dubbi interpretativi non di poca rilevanza, vista anche l'entità del reato e della conseguente sanzione di cui verrà discusso in seguito. Data tale breve analisi, sembra che il criterio maggiormente oggettivo, sia quello citato sopra, ossia quello della valutazione della *price sensitivity* dell'informazione e quindi dell'idoneità della stessa influire sul prezzo, sulla base al patrimonio informativo disponibile *ex ante*. Sulla questione è infatti, tornato anche il MAR, che pur ribadendo l'importanza e la centralità del criterio dell'investitore ragionevole, prevede di basarsi sulle informazioni precedentemente a disposizione dell'investitore, quando si tratta di

---

<sup>81</sup> Utilizzato nella responsabilità colposa ai fini dell'imputazione di un evento antigiuridico: nella teoria generale del reato per l'individuazione dell'agente modello vengono spesso innalzati gli standard di diligenza, cercando anche di valorizzare conoscenza e professionalità all'interno del singolo caso concreto.

verificare se una data notizia è rilevante ai fini della scelta di un determinato investimento. Nell'effettuare tale verifica, inoltre, il MAR prevede di valutare l'impatto dell'informazione sulla base dell'attività dell'emittente in questione, dell'attendibilità delle fonti e di ogni altra variabile di mercato che abbia una rilevanza per l'emittente o lo strumento. Viene chiarito che, invece, le informazioni a posteriori devono essere trattate in modo delicato, nel senso che sicuramente possono essere uno strumento per capire se le informazioni precedenti potevano risultare sensibili sul piano dei prezzi, tuttavia, non possono essere utilizzate nei confronti di coloro abbiano semplicemente tratto conclusioni ragionevoli grazie alle informazioni precedentemente acquisite.<sup>82</sup>

## 2.4 I soggetti attivi

Nel descrivere i soggetti attivi del reato, delineati all'interno dell'art. 184 T.U.F.<sup>83</sup>, è importante chiarire sin da subito un concetto: l'art. 184 descrive l'insider come

---

<sup>82</sup> Regolamento (UE) n. 594/2014, considerando n. 14 “Un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, vale a dire su informazioni disponibili precedentemente. Pertanto, per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni precedentemente disponibili. Nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente in questione, l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sugli strumenti finanziari, sui contratti a pronti su merci collegati o i prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni” e considerando 15 “Le informazioni a posteriori possono essere utilizzate per verificare l'ipotesi che le informazioni precedenti fossero sensibili sul piano dei prezzi. Tuttavia, esse non dovrebbero essere usate per intervenire nei confronti di quanti abbiano tratto conclusioni ragionevoli da informazioni precedentemente in loro possesso.”

<sup>83</sup> Art. 184 TUF co. 1 “È punito con la reclusione da due a dodici anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio:

a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;  
b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio o di un sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell'articolo 11 del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014;  
c) raccomanda o induce altri, sulla base di tali informazioni, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)” e co. 2 “La stessa pena di cui al comma 1 si applica a chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o dell'esecuzione di attività delittuose, commette taluno dei fatti di cui al medesimo comma 1.”

‘chiunque’, anche se non ci si trova affatto dinnanzi ad un reato a soggettività aperta. Si sta infatti trattando di un reato proprio, data la stretta relazione tra l’autore del reato e il bene giuridico che viene tutelato: i commi 1 e 2 dell’articolo, delineano poi in modo specifico i soggetti colpiti dal divieto. La norma, tuttavia, non stila un elenco dettagliato, ma delimita le varie categorie sulla base della modalità con cui il soggetto è venuto a conoscenza dell’informazione. Questa soluzione del legislatore si è rivelata sicuramente la più elastica e soprattutto la più adattabile ai vari casi concreti della realtà finanziaria poiché basa la qualità di soggetto attivo su un elemento fondamentale del reato stesso: il nesso di causalità tra la funzione svolta dal soggetto e il vantaggio informativo conseguito.<sup>84</sup>

Tradizionalmente gli insider sono distinti, come già accennato precedentemente, in insider primari e insider secondari. La distinzione è operata sulla base delle modalità attraverso cui il soggetto viene in possesso dell’informazione ed è molto importante in quanto la riforma del 2005 ha escluso gli insiders secondari dal novero sanzionatorio penale, sanzionando le condotte solo dal punto di vista amministrativo ai sensi dell’art. 187 bis del T.U.F.. Tale distinzione risulta coerente con la logica secondo cui si rivelano meritevoli di pena solo gli individui che hanno appreso la notizia (e poi successivamente abusato di essa), in virtù della posizione che detengono, dato lo stretto contatto fisiologico con queste tipologie di informazioni.<sup>85</sup>

Tra gli insiders primari, figurano coloro che possiedono l’informazione privilegiata in ragione dell’attività che svolgono. Tra questi viene operata un’ulteriore classica distinzione: quella tra corporate insiders e temporary insiders. I primi sono coloro che apprendono l’informazione in virtù del ruolo svolto all’interno dell’ente emittente, sia per la diretta partecipazione al capitale, sia per l’assunzione di cariche organizzative gestionali o apicali (ad esempio CFO, Direttori generali, responsabili d’area e così via). I secondi invece sono coloro che entrano in contatto con l’informazione, in ragione di una determinata professione, funzione, ufficio, anche se di fatto non hanno nulla a che fare

---

<sup>84</sup> D. Cirasole, Market Abuse. Gli abusi di mercato, in *riv. dir. bancario Tidona*, 26 febbraio 2007

<sup>85</sup> E. Amati, Abusi di mercato e sistema penale, in *Itinerari di Diritto Penale*, G. Giappichelli editore – Torino, 2012, p. 124. Vedasi sul tema anche V. Napoleoni, L’insider trading, in Santoriello, (a cura di) *La disciplina penale dell’economia. Società, fallimento, finanza*, volume I, Giappichelli, 2008, p. 696

con la struttura organizzativo-gestionale dell'ente (ad esempio avvocati, commercialisti, analisti d'impresa e così via).<sup>86</sup>

Oltre a tali due categorie è inserita anche quella del c.d. *criminal insider*, ovvero colui che è venuto a conoscenza dell'informazione a seguito della preparazione o esecuzione di attività illecite<sup>87</sup> (ad esempio mediante accesso abusivo a sistemi informatici o alla corrispondenza elettronica oppure mediante istigazione alla rilevazione di informazioni, corruzione, mediante indebita sottrazione di documenti riservati e così via).<sup>88</sup>

Alcune perplessità possono essere sollevate sia per quanto riguarda la figura del membro dell'organo emittente circa le informazioni che viene a possedere riguardanti altre società, sia per quanto riguarda la figura dell'azionista.

Nel primo caso, in realtà, nulla sembrerebbe vietare di considerarli ugualmente come insiders primari. Questo perché, di fatto, le informazioni privilegiate circa altre società, sicuramente non li possono classificare come corporate insider (infatti non riguardano precisamente la società per cui lavorano), ma nulla vieta di considerarli come temporary insider. Un determinato soggetto, infatti, come ad esempio un membro della direzione commerciale di una data società, viene a conoscenza di un'informazione privilegiata circa un'altra società con cui sta intrattenendo rapporti commerciali, esattamente come un classico avvocato e commercialista viene a conoscere informazioni proprio in virtù della funzione svolta nell'esercizio del proprio lavoro.<sup>89</sup>

Altro caso è invece quello dell'azionista, il quale viene considerato nel novero degli insiders primari a prescindere dall'entità della sua partecipazione al capitale della società. Tale disposizione potrebbe essere oggetto di critiche se si assume che un pacchetto azionario di controllo o di dimensioni importanti comporta l'accesso ad un vantaggio informativo che sicuramente non esiste per un piccolo azionista, che, dunque, si troverebbe alla pari di qualsiasi altro comune investitore. Quanto appena evidenziato ai fini della presente disciplina, perde di rilevanza: la partecipazione al capitale diventa importante solo se produce il possesso dell'informazione privilegiata; se tale avvenimento

---

<sup>86</sup> Tali due tipologie di insiders sono quelle descritte al co. 1 art. 184 T.U.F., il quale inserisce infatti tra i soggetti passibili di reato “chiunque sia in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio”.

<sup>87</sup> La figura del criminal insider è citata al co. 2 art. 184 “chiunque è in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o dell'esecuzione di attività delittuose”

<sup>88</sup> E. Amati, Abusi di mercato e sistema penale, in *Itinerari di Diritto Penale*, G.Giappichelli editore, Torino, 2012, cit., p. 125

<sup>89</sup> ibidem

non sussiste l'azionista verrà trattato alla pari di ogni altro investitore e quindi come ogni altro soggetto meritevole di tutela.<sup>90</sup>

Gli insiders secondari, invece, sono coloro che ottengono l'informazione, non in ragione dell'attività svolta, ma perché l'informazione viene loro comunicata dagli insiders primari. La questione fondamentale nel caso di insiders secondari è che, affinché sussista il reato, è necessario (oltre chiaramente all'abuso), che il soggetto sia pienamente consapevole circa il carattere privilegiato dell'informazione comunicatagli.<sup>91</sup>

È necessario evidenziare, tuttavia, che la riforma comunitaria della disciplina (MAR e MAD2) ha reso più labile la distinzione appena citata soprattutto dal punto di vista sanzionatorio. Si è finito, infatti, per estendere la responsabilità penale a tutti i soggetti che vengono a conoscenza dell'informazione price sensitive in situazioni anche diverse a quelle originariamente contenute nelle disposizioni legislative, purché si provi che tali soggetti fossero pienamente consapevoli del carattere privilegiato della notizia.<sup>92</sup> Attualmente dunque, a seguito della L. 23 dicembre 2021, n. 238 (Disposizioni per

---

<sup>90</sup> F. Parmeggiani, La disciplina dell'insider trading, in *www.reatisocietari.it*, 2005. Sulla posizione dell'azionista si è espresso in tal senso anche F. Mucciarelli, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Giuffrè editore Milano, 1995, p.75

<sup>91</sup> Sull'illecito di insider secondario si è anche pronunciata la Corte di Appello di Milano con sentenza n. 1542/2020. Il caso riguardava un illecito in cui il soggetto ha utilizzato informazioni privilegiate comunicategli circa un progetto di cessione del 45% del capitale sociale di Italcementi, che avrebbe dato origine ad un'OPA totalitaria sulle azioni. La Corte dà esclusivo rilievo al fatto che «il soggetto fosse in possesso di informazioni privilegiate e le utilizzasse, conoscendo o potendone conoscere, in base ad ordinaria diligenza, il carattere privilegiato, per compiere taluno degli illeciti previsti, prescindendo dalla fonte informativa e dall'acquisizione dolosa della notizia privilegiata. Inoltre, ai fini della configurabilità dell'illecito di insider trading secondario non assumono rilievo decisivo le modalità attraverso cui l'informazione privilegiata sia stata acquisita dall'accipiens, né la consapevole comunicazione dell'informazione da chi originariamente l'abbia detenuta. La sanzione amministrativa prevista per l'insider trading secondario non postula né che sia accertata la divulgazione imputabile all'insider primario, né che sia provata l'appropriazione dell'informazione da parte dell'insider secondario, incentrando la propria operatività, piuttosto, sulla conoscenza della natura privilegiata dell'informazione stessa in possesso dell'agente e la sua utilizzazione. Deve essere accertato non un collegamento causale tra l'informazione posseduta e l'attività trasmissiva di un informatore qualificato, ma il nesso eziologico tra il possesso dell'informazione e l'utilizzo che se ne faccia compiendo operazioni su strumenti finanziari.»

<sup>92</sup> Regolamento (UE) n. 594/2014, art. 8 par. 4 “Il presente articolo si applica a qualsiasi persona che possieda informazioni privilegiate per il fatto che: a) è membro di organi amministrativi, di direzione o di controllo dell'emittente o partecipante al mercato delle quote di emissioni; b) è una partecipazione al capitale dell'emittente o un partecipante al mercato delle quote di emissioni; c) ha accesso a tali informazioni nell'esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione; oppure d) è coinvolto in attività criminali. Il presente articolo si applica anche a qualsiasi persona che possieda informazioni privilegiate per circostanze diverse da quelle di cui al primo comma, quando detta persona sa o dovrebbe sapere che si tratta di informazioni privilegiate.”

l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea - Legge europea 2019-2020.) insiders primari e secondari risultano allineati sotto il profilo sanzionatorio, infatti l'art. 184 è stato riscritto e sono stati inseriti al comma 3 anche gli insiders secondari, che quindi tornano partecipi del regime sanzionatorio di tipo penale.<sup>93</sup> L'art. 187 bis invece è diventato un semplice rimando a quanto previsto dal MAR, il quale sottopone la responsabilità amministrativa sia ad insiders primari sia a quelli secondari, generando quindi per entrambi il c.d. doppio binario sanzionatorio, oggetto di molte discussioni circa la coerenza e il rispetto con il principio del *ne bis in idem*, di cui si tratterà meglio in seguito.

Un'ultima categoria di insider emersa sul mercato è il c.d. insider di se stesso: trattasi del soggetto dalla cui attività professionale deriva proprio l'informazione privilegiata. Sul tema si alternano due correnti di pensiero: la prima predilige l'irrilevanza dal punto di vista penale del fenomeno poiché ritiene che il concetto di informazione debba implicare il trasferimento della conoscenza da un soggetto ad un altro, ossia l'atto trasmissivo è condizione necessaria. La seconda corrente, invece, non presuppone l'esistenza dell'atto appena citato, ma considera l'informazione in quanto tale, a prescindere da come/da chi viene trasmessa. La recente giurisprudenza ha dimostrato una tendenza interpretativa che sembra prediligere più la seconda ottica presentata. A ben guardare, la sentenza della Cassazione penale, sez. V, 11 agosto 2021, n.31507 circa un caso di rastrellamento di titoli di una società operato dall'amministratore delegato e dal presidente del consiglio di amministrazione, si è pronunciata come segue "Ai fini della configurabilità del reato di abuso di informazioni privilegiate, non occorre la trasmissione dell'informazione da un terzo all'agente, né che essa abbia ad oggetto un fatto prodotto da un terzo", ribadendo però "sempre che l'utilizzazione dell'informazione privilegiata non si identifichi nell'attuazione della decisione assunta ma si traduca in una distinta operazione di mercato".<sup>94</sup>

Ciò significa che non importa da chi l'informazione sia prodotta oppure trasmessa, chiunque ne faccia abuso, a danno di chi l'informazione non la conosce, commette reato.<sup>95</sup>

---

<sup>93</sup> La distinzione, infatti, tra insiders primari e secondari non era in vigore prima del d.lgs. del 2005, come si vedrà meglio in seguito.

<sup>94</sup> Avv. A. Brunetti, Cassazione, l'insider trading di se stesso è penalmente rilevante, in *Compliance e development blog*, 2021

<sup>95</sup> Sul tema la giurisprudenza italiana era già intervenuta nel 2017 con la sentenza n. 24310 della Cassazione civile sez II. Il caso riguardava dei soggetti accusati di insider trading, i quali erano gli stessi ideatori dell'OPA, ossia l'informazione privilegiata era il loro possesso semplicemente perché il progetto era stato da loro delineato. Ai tempi i soggetti, in loro difesa, ecceperono come

## 2.5 Le condotte penalmente rilevanti

Ai sensi dell'art. 184 T.U.F. le condotte rilevanti si sostanziano nelle tre tipologie, già accennate precedentemente: in primo luogo commette reato chi acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime (trading); chi comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del proprio lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio o di un sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell'art. 11 del regolamento UE n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014 (*tipping*); chi raccomanda o induce altri, sulla base di tali informazioni al compimento di taluna delle operazioni di trading descritte sopra (*tuyautage*).<sup>96</sup> Come si può notare si tratta di obblighi di *non facere*, dove viene intimato a chiunque possieda l'informazione privilegiata di astenersi dall'operare negoziazioni mediante il suo sfruttamento, dal comunicarla o raccomandare a terzi una determinata negoziazione fondata su di essa.

Prima di esaminare più da vicino queste tre condotte è bene svolgere alcune precisazioni. In primo luogo, è importante considerare che non rientra tra le condotte sanzionate il c.d. "trading di segno opposto" rispetto all'operazione che sfrutta l'informazione privilegiata: non c'è causalità tra l'operazione e l'informazione. In secondo luogo, non viene sanzionato nemmeno il "non trading", ossia quando un soggetto decide di astenersi dal compiere un'operazione di trading, che invece avrebbe compiuto, qualora non fosse venuto a conoscenza dell'informazione sensibile. Ciò perché si è deciso di non estendere l'ambito applicativo dell'art. 184 a mere condotte di astensione (seppur operate in presenza di asimmetrie informative), in quanto non sono ritenute paragonabili alle condotte attive. Diverso è invece il caso delle operazioni di trading instaurate per evitare perdite: se il soggetto ottiene informazioni negative circa un determinato prodotto

---

da un lato lo stesso termine informazione indichi espressamente un trasferimento del materiale conoscitivo, dall'altro come l'ex art 187 – bis utilizzando la locuzione "in quanto in qualità di.." (ad oggi si è superato tale aspetto, proprio per inglobare qualsiasi tipo di condotta, utilizzando volutamente il termine "chiunque"), stesse ad indicare una relazione fiduciaria necessaria tra il soggetto e l'emittente presso cui era in essere il rapporto. La Cassazione ha respinto completamente le due istanze sottolineando come l'espressione "informazione" debba essere intesa come conoscenza generica, indipendentemente dalla sua trasmissione e come nonostante la locuzione, l'ex art. 187 bis già ai tempi non operava alcuna distinzione tra chi utilizzasse l'informazione da lui stesso creata o trasmessa perché creata da altri.

<sup>96</sup> Art. 184 co. 1 T.U.F.

finanziario ed attua operazioni di trading volte ad evitare perdite associate a quel prodotto, allora è prevista l'ordinaria applicazione legislativa, in quanto in questo caso sono attuate attivamente operazioni sul mercato.

### **2.5.1 Il trading**

La prima condotta citata riguarda le operazioni di diretta negoziazione (acquisto, vendita e ogni altra operazione) all'interno dei mercati finanziari, che hanno come origine l'informazione privilegiata in possesso. Secondo quanto disposto, queste ultime possono essere operate "direttamente, indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi". Nella precedente formulazione veniva utilizzata la generica locuzione "per interposta persona". Tale cambiamento è volto ad ampliare l'ambito di applicazione dei divieti, infatti rientrano più fattispecie: non solo le operazioni dell'insider direttamente e indirettamente a proprio vantaggio, ma anche le operazioni dell'insider a vantaggio di terzi soggetti, sulla cui sfera patrimoniale ricadono i benefici dell'operazione stessa.

Un ulteriore cambiamento terminologico rispetto alla previgente normativa risiede nell'uso del termine "utilizzando le informazioni privilegiate", anziché del termine "avvalendosi". Il significato del verbo "utilizzare" infatti sembra marcare in modo più significativo il collegamento motivazionale che deve sussistere tra possesso dell'informazione e operazione di negoziazione.<sup>97</sup>

C'è da sottolineare che per quanto il reato di insider trading abbia come movente principale il guadagno o il ritorno economico di una certa negoziazione, l'art. 184 non fa alcun riferimento al conseguimento di un profitto. Per la normativa vigente è necessario il nesso causale tra informazione e operazione di trading avviata, indipendentemente dall'eventuale ritorno economico che ne deriva.

Tale collegamento poi, dal punto di vista probatorio, deve essere dimostrato dall'accusa e ciò risulta spesso assai complicato. Effettivamente sotto il profilo penalistico potrebbe essere considerato assai oneroso, dal momento che, si ricorda, per poter irrogare sanzioni penali è necessaria la prova "oltre ogni ragionevole dubbio". Attualmente, tuttavia, rimane sempre la via amministrativa che permette di scavalcare tutti i timori circa

---

<sup>97</sup> E. Amati, *Abusi di mercato e sistema penale*, in *Itinerari di Diritto Penale*, G. Giappichelli editore – Torino, 2012, cit., p. 132

l'eccessiva onerosità della prova, la quale potrebbe portare ad un affievolimento della percezione della tutela.

Per proporre qualche esempio, tra le condotte che rientrano nella macrocategoria del "trading" si possono ricondurre, il front running, che si verifica quando un operatore finanziario (ad esempio una banca), a seguito della ricezione da parte di un cliente di un certo ordine di acquisto o vendita che conduce ad un effetto sui prezzi, decide di avviare un'operazione, sulla scia di quella ricevuta, per conto proprio.<sup>98</sup>

Un altro comportamento tipico, che rientra nella fattispecie, è quello posto in essere dall'intermediario che, essendo a conoscenza della società bersaglio di un'OPA futura di un proprio cliente, rastrella completamente le azioni di quella società, per poi rivenderle a prezzi maggiori al cliente stesso.

Con il MAR, sono state estese, per altro, le condotte relative all'abuso delle informazioni privilegiate all'ambito della revoca o della modifica di ordini già avviati prima del possesso delle stesse, inserendo per altro l'inversione dell'onere della prova che in questo caso risulta a carico di chi ha commesso il fatto.<sup>99</sup>

Esistono, ad ogni modo, delle casistiche di esenzione rispetto a quanto appena discusso. Quest'ultime sono sancite all'interno dell'art. 183 T.U.F.<sup>100</sup> e sono state ampliate notevolmente a seguito del Regolamento europeo.

Tra le condotte esenti si trovano tutte le operazioni riguardanti la condotta della politica monetaria, dei cambi, della gestione del debito pubblico attuate dagli Stati membri, dai membri del SEBC, da un ministero, un'agenzia o una società veicolo di uno o più stati membri, dalla Commissione, dall'Unione, dalla Banca europea per gli investimenti, dal Fondo europeo per la stabilità finanziaria, dal meccanismo europeo di stabilità, oppure anche da una società internazionale (composta almeno da due o più Stati membri) solo

---

<sup>98</sup> Glossario-finanziario, [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>99</sup> Regolamento (UE) n. 594/2014, considerando n. 25 "...Tale presunzione potrebbe tuttavia essere confutata se la persona dimostra che non ha utilizzato le informazioni privilegiate nell'effettuare l'operazione."

<sup>100</sup> Art. 183 T.U.F. "Le disposizioni di cui al presente titolo non si applicano: a) alle operazioni, agli ordini o alle condotte previsti dall'articolo 6 del regolamento (UE) n. 596/2014, dai soggetti ivi indicati, nell'ambito della politica monetaria, della politica dei cambi o nella gestione del debito pubblico, nonché nell'ambito delle attività della politica climatica dell'Unione o nell'ambito della politica agricola comune o della politica comune della pesca dell'Unione; b) alle negoziazioni di azioni proprie effettuate ai sensi dell'articolo 5 del regolamento (UE) n. 596/2014<sup>(1)</sup>; b-bis) alle negoziazioni di valori mobiliari o strumenti collegati di cui all'articolo 3, paragrafo 2, lettere a) e b), del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, per la stabilizzazione di valori mobiliari, quando tali negoziazioni sono effettuate conformemente all'articolo 5, paragrafi 4 e 5, del medesimo regolamento

quando deve attuare operazioni di assistenza finanziaria a beneficio dei suoi membri che si trovano in uno stato di grave difficoltà di finanziamento.

Quanto disposto dalla disciplina, non viene applicato inoltre all'attività relativa alle quote di emissioni e alla politica climatica designata dall'Unione, così come non viene applicato per le attività intraprese allo scopo di perseguire la politica agricola e la politica della pesca dell'Unione in conformità agli atti adottati o agli accordi internazionali conclusi a norma del TFUE.<sup>101</sup>

Al di là di tali esenzioni di cui beneficiano gli Stati e gli organi principali, chiaramente per finalità di tipo macroeconomico, all'art. 5 del Regolamento europeo (a cui rimanda espressamente il comma 1 lettere b) e b-bis) dell'art. 183 T.U.F.), si prevedono anche esenzioni per quanto riguarda le operazioni di negoziazioni di azioni proprie o programmi di riacquisto di azioni al sussistere di determinate condizioni e rispettando, in ogni caso, tutti gli obblighi e le tempistiche di comunicazione previste. In particolare, devono trattarsi di operazioni volte a ridurre il capitale dell'emittente, a soddisfare tutti gli obblighi circa gli strumenti di debito convertibili in azioni e ad adempiere agli obblighi derivanti da qualsiasi assegnazione di azioni a dipendenti, membri di organi di amministrazione o controllo, società collegate.

Sempre rimanendo all'interno dell'ambito più macroeconomico e all'interno del disposto dell'art. 5 del regolamento, sono infine esenti dagli obblighi previsti anche le operazioni di negoziazione di valori mobiliari finalizzate alla loro stessa stabilizzazione. Anche in questo caso devono verificarsi determinate circostanze: la stabilizzazione deve essere effettuata solo per un periodo limitato, devono essere comunicate tutte le informazioni all'autorità competente, devono essere rispettati i limiti di prezzo, oltre che seguiti i progetti di norme tecniche redatte dall'ESMA, ai fini dell'armonizzazione.

### **2.5.2 Il tipping**

La seconda tipologia di divieto ai sensi dell'art. 184 T.U.F. co. 1 lett. b), riguarda il divieto di comunicare le informazioni privilegiate ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio o di un sondaggio di mercato.

Si nota certamente, rispetto al passato, una maggior precisione nel definire la condotta; infatti, la previgente normativa prevedeva l'inciso più generico di "comunicazione senza

---

<sup>101</sup> Regolamento (UE) n. 594/2014, art. 6 par. 1 – 4

giustificato motivo”, invece ad oggi si è deciso di valorizzare il comportamento atteso del soggetto che svolge una certa attività o ha un certo ruolo, in modo tale da escludere e giustificare a pieno e con certezza una presunta comunicazione, qualora sia conseguenza necessaria delle attività tipiche svolte nell’esercizio della propria mansione.

Se da un lato è sicuramente stata operata una maggior precisione, a destare alcune perplessità è l’utilizzo del termine “normale”, in quanto essendo un termine denotato da una certa elasticità può destare problemi di indeterminatezza e, in ogni caso, lasciare ampi margini di discrezionalità al giudice, soprattutto quando il panorama è ricco di soggetti diversi tra loro e di realtà societarie sempre più peculiari.

È opportuno sottolineare che, affinché sussista il reato, il soggetto possessore dell’informazione, la comunichi al terzo con consapevolezza. Proprio la consapevolezza, infatti, intesa come elemento di dolo generico, è uno degli elementi fondamentali che delimita il reato. A ben guardare, non rientrano in alcun modo tra le condotte sanzionate comunicazioni completamente fortuite di informazione, ossia comunicazioni dove il soggetto non è minimamente cosciente del fatto che l’informazione a sua disposizione sia di carattere privilegiato.<sup>102</sup>

Non viene indicata nella norma alcuna specifica modalità con cui debba avvenire la comunicazione, dunque, si desume che essa possa avvenire in qualsiasi modo, oltre che non è nemmeno richiesto alcuno scopo preciso o qualsivoglia vantaggio che spinga l’insider a comunicare l’informazione. Una scelta sicuramente contemplabile da parte del legislatore, dal momento che indicare un elenco di modalità di comunicazioni o di scopi sarebbe stato del tutto vano e un terribile limite all’operatività della norma.

Ciò che si vuole evitare con tale divieto è la c.d. *selective disclosure*, che di fatto conduce all’aumento delle persone a conoscenza dell’informazione privilegiata e quindi, di conseguenza, all’aumento dei potenziali abusi. Indirettamente, infatti, la norma cerca di tutelare, ma soprattutto prevenire potenziali operazioni di insider trading, ponendo l’obbligo di segretezza dell’informazione in possesso, almeno fino a quando non venga resa ufficialmente pubblica e, dunque, perda il proprio carattere privilegiato. A differenza della precedente fattispecie, al centro della norma non si pone una condotta pericolosa, ma la potenziale pericolosità dovuta dall’allargamento della platea in grado di commettere il reato.<sup>103</sup>

---

<sup>102</sup> F. Parmeggiani, La disciplina dell’insider trading, in *www.reatisocietari.it*, 2005

<sup>103</sup> E. Amati, Abusi di mercato e sistema penale, in *Itinerari di Diritto Penale*, G. Giappichelli editore – Torino, 2012, p. 145. Sull’argomento anche V. Napoleoni, *L’insider trading*, p. 721

Per inciso, proprio perché fa fede il dovere di segretezza, non è nemmeno richiesto che il soggetto che riceve l'informazione debba commettere in seguito il reato, questo perché la violazione del dovere di astensione si è già verificata al momento della comunicazione della notizia.

### 2.5.3 Il *tuyautage*

L'ultima fattispecie di rilevanza penale contemplata dall'art.184 lett. c) del T.U.F. riguarda il divieto di raccomandare o indurre terzi, sulla base delle informazioni privilegiate, al compimento di operazioni di trading designate dallo stesso comma lett. a). Il disposto previgente prevedeva il divieto di 'consiglio', mentre ad oggi il legislatore ha optato per due termini maggiormente adeguati al contesto di riferimento e al fine della norma stessa: si richiede un più rigoroso accertamento dell'effettiva influenza sulla scelta di compiere quella determinata operazione.<sup>104</sup> Non a caso, la raccomandazione richiede effettivamente un maggior coinvolgimento da parte dell'insider che detiene l'informazione privilegiata e quindi un maggior grado di persuasività; mentre l'induzione prevede una maggior pressione psicologica, un forte incitamento. Quest'ultimo termine però potrebbe insinuare qualche perplessità circa il fatto che sembrerebbe presupporre l'attuazione del comportamento indotto da parte del destinatario. Tale connotazione però non riguarda il fenomeno di insider trading, in quanto ai fini del compimento del reato, la tesi maggiormente accolta prevede che non sia necessario che il destinatario della raccomandazione compia effettivamente le operazioni; il termine induzione sembrerebbe quindi una mera forzatura operata dal legislatore europeo anche sul piano lessicale.

Una considerazione importante da porre all'attenzione riguarda il fatto che il *tuyautage* non prevede in alcun modo la trasmissione della notizia dal mittente al destinatario dell'informazione (motivo per cui è presente un'autonoma previsione), infatti, qualora ciò si verificasse si rientrerebbe nella fattispecie di *tipping* prevista dal medesimo articolo lett. b).

A differenza di quest'ultimo, inoltre, non si prevede la non punibilità dei fatti compiuti nel "normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio o dei sondaggi di mercato", poiché diversamente dalla mera comunicazione, la raccomandazione risulta sin dal principio scorretta in quanto prevede l'abuso

---

<sup>104</sup> Ibidem

dell'informazione privilegiata. In breve, mentre per il *tipping* la comunicazione nell'esercizio del lavoro è lecita proprio in base alle circostanze descritte nel paragrafo precedente, per il *tuyautee* la raccomandazione, anche qualora avvenisse nell'esercizio del lavoro, è di per sé una pratica non consona che non troverebbe alcuna giustificazione nella circostanza.

Il *tuyautee* deve inoltre avvenire “sulla base” delle informazioni, dunque, esattamente come per il trading, deve sussistere una connotazione eziologica, che vada ad escludere tutte quelle casistiche dove la raccomandazione sarebbe operata a prescindere del vantaggio informativo.

È bene considerare che posta la condizione di non detenzione dell'informazione privilegiata, il *tuyautee* non è sanzionato per le eventuali operazioni di trading attuate a seguito della raccomandazione, la sanzione infatti non può altro che concentrarsi sull'insider, constatata la carenza di dolo a carico del *tuyautee*.<sup>105</sup>

## 2.6 Il sistema sanzionatorio

Come si è già avuto modo di accennare nei paragrafi precedenti per la fattispecie di insider trading la disciplina prevede il c.d. doppio binario sanzionatorio, poiché oltre a quanto previsto sotto il punto di vista penale all'art. 184 T.U.F., si affianca anche l'art. 187-bis che invece introduce la via amministrativa.

Prima di procedere all'analisi della relazione che intercorre tra i due percorsi sanzionatori e le perplessità che ne seguono è bene dare uno sguardo alle tipologie di sanzioni previste. L'art. 184 a seguito della riforma del 2005 ha visto un forte inasprimento delle sanzioni, prevedendo la reclusione da due a dodici anni e la multa da euro ventimila a euro tre milioni.<sup>106</sup>

Tali sanzioni risultano essere piuttosto pesanti se le si confronta con quelle irrogate per altri reati finanziari e soprattutto con quelle previste per la fattispecie di manipolazione di mercato: in quest'ultimo caso il reato risulta maggiormente dannoso, in quanto consiste nell'irrogazione di false informazioni nel mercato, a fini del tutto speculativi e vantaggiosi per il soggetto autore. La sanzione però risulta minore sia sotto il punto di vista detentivo che sotto quello pecuniario.

---

<sup>105</sup> M.A. Manno, *Profili penali dell'inside trading*, Giuffrè editore, 2012

<sup>106</sup> Prima della riforma la pena ammontava a massimo due anni di detenzione e multa da venti a seicento milioni di lire.

A ben guardare, in aggiunta, l'art. 184 prevede la possibilità di aumentare fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato, quando si prova la presenza di determinate condizioni: la rilevante offensività del fatto, le qualità personali del colpevole, l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato. I seguenti articoli 186<sup>107</sup> e 187<sup>108</sup> invece prevedono alcune pene accessorie. Il primo riguarda l'interdizione dai pubblici uffici, l'interdizione da una professione o da un'arte, l'interdizione dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese e l'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione.<sup>109</sup> Essi devono avere una durata di minimo sei mesi e massimo due anni, con la conseguente pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani di diffusione nazionale. Il secondo articolo, invece, riguarda la confisca dei beni che costituiscono il profitto, anche equivalente qualora non sia identificabile l'oggetto. Con il termine beni, significa letteralmente che viene confiscata la materialità che è stata oggetto di reato, dunque in questo caso gli strumenti finanziari oggetto dell'operazione di trading, mentre con il termine profitto si intendono tutti i guadagni realizzati a seguito della negoziazione.

Tornando, invece, brevemente a quanto disposto dall'art. 184 è opportuno considerare alcune novità importanti introdotte a seguito del pacchetto riformatore europeo del 2014, con la legge del 23 dicembre 2021, n. 238.

È tornata infatti la rilevanza penale anche per gli illeciti degli insiders secondari, che dunque attualmente sono sottoposti alla medesima disciplina prevista per gli insiders primari. In realtà, la responsabilità penale degli insider secondari era inizialmente prevista dalla legge 17 maggio 1991 n. 197, sostituita poi dal T.U.F. nel 1998. A seguito del recepimento però della direttiva comunitaria 2006/3/CE (MAD1), il legislatore ha previsto per gli insider secondari la sanzione solamente a titolo di "illecito amministrativo". A ribaltare, infine, la questione è sempre intervenuto il legislatore europeo che ha voluto equiparare le condotte delle due tipologie di insider, seguendo la

---

<sup>107</sup> Art. 186 T.U.F. "La condanna per taluno dei delitti previsti dal presente capo importa l'applicazione delle pene accessorie previste dagli articoli [28](#), [30](#), [32 bis](#) e [32 ter](#) del codice penale per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni, nonché la pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale."

<sup>108</sup> Art. 187 T.U.F. "1. In caso di condanna per uno dei reati previsti dal presente capo è sempre ordinata la confisca dei beni che ne costituiscono il profitto.  
2. Qualora non sia possibile eseguire la confisca a norma del comma 1, la stessa può avere ad oggetto una somma di denaro o beni di valore equivalente.  
3. Per quanto non stabilito nei commi 1 e 2 si applicano le disposizioni dell'articolo [240](#) del codice penale."

<sup>109</sup> Tali disposti sono disciplinati in ordine dagli articoli 28, 30, 32-bis e 32-ter del codice penale.

strada della ri-criminalizzazione dell'insider secondario. Ciò che prima aveva portato alla differenziazione delle due condotte fondava le basi sull'evidente differenza di disvalore apportato alla società e al mercato. Il fatto che si sia deciso a tornare indietro e a ripenalizzare allo stesso modo l'insider secondario è sicuramente sinonimo del nuovo approccio al market abuse ispirato più ad una logica repressiva che preventiva, al punto forse di mettere in dubbio alcuni dei principi fondamentali del diritto, primo fra tutti il *ne bis in idem*.

### 2.6.1 L'illecito amministrativo

La fattispecie amministrativa è regolamentata dall'art. 187 bis T.U.F., il quale utilizza la tecnica del richiamo al MAR<sup>110</sup>. Di fatto le condotte sanzionate sono pressoché identiche rispetto a quanto previsto sotto il profilo penale dall'art. 184. Gli unici elementi di differenza risiedono nel fatto che la fattispecie amministrativa è allargata anche a chi adotta condotte a titolo colposo (strutturale alla natura di illecito amministrativo)<sup>111</sup> e che al comma 6 il tentativo viene equiparato alla consumazione.

In caso venissero irrogate le sanzioni amministrative delineate per l'appunto dall'art 187 bis e 187 ter<sup>112</sup>, è necessario proseguire con l'irrogazione di ulteriori sanzioni accessorie previste dall'art 187 quarter. Quest'ultime dovranno avere una durata non di poco conto: minimo sei mesi e massimo tre anni. In particolare, la lettera a) dell'articolo prevede l'interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso soggetti autorizzati ai sensi del presente decreto; la lettera b), invece, l'interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e

---

<sup>110</sup> In tal caso l'art. 187 richiama espressamente l'art. 14 MAR, il quale prevede: "Non è consentito: a) abusare o tentare di abusare di informazioni privilegiate; b) raccomandare ad altri di abusare di informazioni privilegiate o indurre altri ad abusare di informazioni privilegiate; oppure c) comunicare in modo illecito informazioni privilegiate."

<sup>111</sup> Tale concetto è previsto a livello generale dall'art 3 L. 689/1981.

<sup>112</sup> L'art. 187 ter tratta le sanzioni amministrative in caso di reato di abuso di mercato e cita "1. Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro chiunque viola il divieto di manipolazione del mercato di cui all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 596/2014. 2. Si applica la disposizione dell'art. 187 bis, co. 5. 4. Non può essere assoggettato a sanzione amministrativa ai sensi del presente articolo chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato interessato."

controllo di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate. L'interdizione può poi divenire permanente, ai sensi del presente articolo co. 2-bis, quando l'autore dell'illecito ha già commesso, due o più volte negli ultimi dieci anni, uno dei reati previsti nel Capo II ovvero una violazione, con dolo o colpa grave, delle disposizioni previste dagli articoli 187 bis e 187 ter e quando al medesimo soggetto sia stata già applicata l'interdizione per un periodo complessivo non inferiore a cinque anni.<sup>113</sup> Le lettere seguenti del primo comma prevedono la sospensione dal Registro per i revisori legali, le società di revisione legale, i responsabili dell'incarico<sup>114</sup>, la sospensione dall'albo per i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede<sup>115</sup> e la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per i partecipanti al capitale dei soggetti indicati alla lettera a).<sup>116</sup> In aggiunta a tutto ciò, si prevede che la CONSOB, tenuto conto di alcune condizioni circa la gravità della colpa e della violazione, ha la possibilità di irrogare un'ulteriore sanzione accessoria: può intimare a tutti i vari soggetti abilitati (gestori del mercato, emittenti quotati e società di revisione) di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell'autore della violazione; può inoltre richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione del soggetto iscritto e, infine, può richiedere nei confronti del soggetto l'interdizione temporanea (non superiore ai tre anni) dalla conclusione di operazioni di negoziazione nei mercati finanziari.<sup>117</sup> Risulta chiaro che tali sanzioni accessorie hanno come obiettivo

---

<sup>113</sup> Tale disposto è stato introdotto con l'art. 4 co. 12 lett. b) e d) del D. Lgs. 10 agosto 2018, n. 107.

<sup>114</sup> Art. 187 quarter T.U.F. co. 1 lett. c) "L'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dagli articoli 187 bis e 187 ter importa: la sospensione dal Registro, ai sensi dell'articolo 26, commi 1, lettera d), e 1-bis, del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, del revisore legale, della società di revisione legale o del responsabile dell'incarico;"

<sup>115</sup> Art. 187 quarter T.U.F. co. 1 lett. d) "L'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dagli articoli 187 bis e 187 ter importa: la sospensione dall'albo di cui all'articolo [31](#), comma 4, per i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede"

<sup>116</sup> Art. 187 quarter T.U.F. co. 1 lett. e) "L'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dagli articoli 187 bis e 187 ter importa: la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per i partecipanti al capitale dei soggetti indicati alla lettera a).

<sup>117</sup> Art. 187 quarter T.U.F. co. 3 "Con il provvedimento di applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo la CONSOB, tenuto conto della gravità della violazione e del grado della colpa, può intimare ai soggetti abilitati, ai gestori del mercato, agli emittenti quotati e alle società di revisione di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell'autore della violazione, e richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione del soggetto iscritto all'ordine dall'esercizio dell'attività professionale, nonché applicare nei confronti dell'autore della violazione l'interdizione temporanea dalla conclusione di operazioni, ovvero alla immissione di ordini di compravendita in contropartita diretta di strumenti finanziari, per un periodo non superiore a tre anni"

principale quello di evitare la ripetizione del reato, estromettendo in tutti i modi possibili il soggetto insider dal mondo finanziario.

Una considerazione particolare è invece da farsi circa l'ex art. 187 sexies: quest'ultimo dopo l'introduzione del d.lgs. 107/2018, limitava l'area di applicazione della confisca derivante da illecito amministrativo al solo prodotto e profitto generato dal reato commesso. Rispetto alla previgente normativa era stata esclusa la confisca dei beni utilizzati ai fini del reato. La norma, tuttavia, continuava a destare perplessità tanto che si è arrivati alla sua completa abrogazione in seguito della sentenza n. 112 del 2019 della Corte Costituzionale, la quale si è pronunciata circa l'incostituzionalità di quanto previsto dal suddetto articolo. In particolare, la Corte ha rilevato che "la confisca di somme di denaro, beni o altre utilità di valore equivalente non solo al «profitto» ricavato dall'illecito, ma anche al «prodotto» dell'illecito stesso – ritenuto pari alla somma del «profitto» e dei «beni utilizzati per commetterlo» – si risolverebbe in una sanzione "punitiva" di carattere sproporzionato rispetto al disvalore dell'illecito, e comunque in una compressione eccessiva del diritto di proprietà dell'autore dell'illecito."<sup>118</sup>

L'art. 185-quinquies, invece, si occupa della c.d. responsabilità amministrativa dell'ente. Ciò significa che in merito ai reati di insider trading risponde anche la persona giuridica, qualora l'operazione sia attuata a suo vantaggio e interesse da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione. La sanzione amministrativa prevede il pagamento da ventimila euro fino a quindici milioni di euro, ovvero fino al quindici per cento del fatturato, quando tale importo è superiore ai quindici milioni.<sup>119</sup> Se il profitto derivante dall'operazione è particolarmente ingente, allora è

---

<sup>118</sup> La Questione era stata sollevata a seguito dell'irrogazione da parte della CONSOB, nei confronti del soggetto committente reato di insider trading, oltre che di una sanzione amministrativa pari a 200 000 euro, anche di sanzione accessoria relativa alla confisca per un importo totale di 149760 euro. Il soggetto per l'operazione aveva speso 123175.07 euro e aveva prodotto un ricavo di 149760, generando dunque un profitto di euro 26580. CONSOB aveva dunque confiscato non solo il profitto, ma anche la somma di tutti i beni impiegati per ottenerlo.

<sup>119</sup> Art. 187 quinquies T.U.F. co. 1 "L'ente è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro fino a quindici milioni di euro, ovvero fino al quindici per cento del fatturato, quando tale importo è superiore a quindici milioni di euro e il fatturato è determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-bis, nel caso in cui sia commessa nel suo interesse o a suo vantaggio una violazione del divieto di cui all'articolo 14 o del divieto di cui all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 596/2014:

a) da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria o funzionale nonché da persone che esercitano, anche di fatto, la gestione e il controllo dello stesso;

b) da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza di uno dei soggetti di cui alla lettera a).

possibile esigere fino a dieci volte tale profitto.<sup>120</sup> È esclusiva responsabilità dell'ente dimostrare che tutte le operazioni innescate a seguito di abuso di informazioni privilegiate, non sono state eseguite a vantaggio della società, ma solo a vantaggio personale di chi le ha poste in essere.<sup>121</sup> Per quanto concerne il tema della sanzione delle persone giuridiche non si può non far riferimento all'art. 25 sexies d.lgs.231/2001, il quale prevede inoltre per i reati di abuso la sanzione pecuniaria da quattrocento a mille quote. A ben vedere, non si è sfuggiti al doppio binario sanzionatorio nemmeno per quanto concerne le persone giuridiche.

Quando si tratta di apparato sanzionatorio amministrativo nei mercati finanziari non si può non citare il forte e importante ruolo della CONSOB, autorità designata dall'ordinamento italiano quale autorità indipendente di vigilanza sui mercati finanziari. Per quanto concerne il presente tema la CONSOB a seguito della riforma del 2005 ha acquisito molti più poteri principalmente per l'esigenza di intervenire in modo più celere e risolutivo.

L'art 187 octies, infatti dichiara sin dal primo comma la CONSOB quale autorità competente nazionale, ai sensi di quanto richiesto dall'art 22. del MAR e viene premesso al co. 2 che deve compiere tutti gli atti necessari al fine di accertarsi delle violazioni di quanto contenuto sia nel regolamento europeo, sia nel TUF stesso, utilizzando i poteri attribuitele dal decreto medesimo.

Al co. 3 vengono indicati i poteri di indagine, i quali consistono nel richiedere dati notizie sotto qualsiasi forma, richiedere registrazioni telefoniche o comunicazioni elettroniche, eseguire audizioni personali, procedere a ispezioni in loco anche mediante società di revisione che abbiano avuto autorizzazione ad agire per suo conto, oltre che può procedere alla diretta perquisizione.

CONSOB è altresì autorizzata ad avvalersi della Pubblica Amministrazione, richiedendo la diretta comunicazione di dati personali, anche in deroga ai divieti circa la normativa sulla privacy, avvalersi dei dati inseriti all'interno della centrale rischi di Banca d'Italia, dei dati contenuti nell'anagrafe dei conti e dei depositi e anche di quelli contenuti nell'anagrafe tributaria.

---

<sup>120</sup> Art. 187 quinquies T.U.F. co. 2 “Se, in seguito alla commissione degli illeciti di cui al comma 1, il prodotto o il profitto conseguito dall'ente è di rilevante entità, la sanzione è aumentata fino a dieci volte tale prodotto o profitto.”

<sup>121</sup> Art. 187 quinquies T.U.F. co. 3 “L'ente non è responsabile se dimostra che le persone indicate nel comma 1 hanno agito esclusivamente nell'interesse proprio o di terzi.”

Alcuni di tali poteri (in particolar quelli in merito alle ispezioni e perquisizioni in generale e quelli in merito al trattamento dei dati personali in riferimento ai soli soggetti diversi da quelli su cui viene esercitata l'attività di vigilanza) devono essere, tuttavia, autorizzati dal procuratore della Repubblica.

È previsto, inoltre, che CONSOB possa intervenire direttamente in via cautelare qualora vi siano elementi importanti che facciano presumere l'effettiva esistenza del reato. L'autorità può richiedere la cessazione temporanea o permanente di qualunque pratica e può garantire che il pubblico sia correttamente informato circa i fatti che si stanno verificando.

Infine, l'articolo prevede la possibilità per CONSOB di collaborare con la Guardia di Finanza, la quale eseguirà gli accertamenti richiesti, che saranno in ogni caso sempre coperti dal segreto d'ufficio.

Il tema dell'irrogazione delle sanzioni amministrative (principali e accessorie) da parte di CONSOB è invece affrontato dall'art 187 septies.<sup>122</sup> Quest'ultimo afferma in primo luogo che il procedimento sanzionatorio deve essere retto dai principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione e dell'importante separazione delle funzioni istruttorie da quelle decisorie. Il procedimento sanzionatorio della CONSOB si articola in diverse fasi: nella prima fase l'Autorità si occupa di raccogliere tutti dati e informazioni circa la condotta esplicitando quindi i propri poteri di indagine sopra descritti; nella seconda fase si procede con la redazione dell'istruttoria (lettera di contestazione degli addebiti che dovrà essere notificata all'interessato entro centottanta giorni) dove viene descritta la violazione, l'unità responsabile del procedimento, le norme violate e le conseguenti norme sanzionatorie, l'attività di indagine eseguita, tutti le facoltà in capo all'accusato e i riferimenti precisi circa il procedimento in essere. Durante tale fase, il soggetto ricevente l'indagine può esercitare il proprio diritto di difesa, inviando comunicazioni e dati integrativi (anche avvalendosi di un terzo) o richiedendo audizione personale all'autorità, comunque entro e non oltre trenta giorni dalla ricezione della notifica. Tutta la documentazione dovrà poi essere inviata ad un apposito ufficio denominato U.S.A. (Ufficio Sanzioni Amministrative), il quale procede all'esame degli atti per redigere al termine una relazione finale contenente proposte motivate circa la sussistenza della violazione, tipo ed entità della sanzione che prevede irrogare. La

---

<sup>122</sup> L'articolo è stato oggetto di modifiche a seguito del d.lgs 72/2015 per un maggior rispetto dei principi del processo equo.

relazione deve poi essere inviata entro trentacinque giorni precedenti alla scadenza del procedimento (massimo duecento giorni) alla Commissione e anche ai destinatari della lettera che abbiano presentato deduzioni/richiesto audizioni nelle fasi precedenti. Questi ultimi hanno tempo trenta giorni per presentare ulteriori proprie controdeduzioni in merito a quanto relazionato dall'U.S.A.. Il procedimento, infine si conclude con l'adozione da parte della Commissione del provvedimento sanzionatorio, che sarà poi oggetto di pubblicazione nel Bollettino della Consob.<sup>123</sup>

A questo punto però è data la possibilità al soggetto sanzionato di impugnare, entro trenta giorni dalla comunicazione, il provvedimento e fare ricorso alla Corte d'appello competente in base al territorio di residenza o di sede legale. Ricorso, che non comporta, in ogni caso, la sospensione della sanzione già irrogata, salvo decisione della Corte di appello qualora ricorrano gravi motivi.<sup>124</sup>

### **CAPITOLO 3 – PRINCIPIO DEL *NE BIS IN IDEM*: EVOLUZIONE DALLA DISCIPLINA EUROPEA A QUELLA ITALIANA**

---

<sup>123</sup> Per maggiori approfondimenti circa il procedimento sanzionatorio della CONSOB consultare Regolamento sul Procedimento Sanzionatorio della Consob Adottato con delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013 Aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 19521 del 24 febbraio 2016

<sup>124</sup> Art. 187 *speties* T.U.F. co. 5 “L'opposizione non sospende l'esecuzione del provvedimento. La corte d'appello, se ricorrono gravi motivi, può disporre la sospensione con ordinanza non impugnabile.”

### **3.1 Il ne bis in idem e l'ampliamento della materia penale nella disciplina europea**

L'aspetto maggiormente critico del sistema sanzionatorio più volte emerso all'interno dell'elaborato riguarda la genesi del "doppio binario sanzionatorio", che si pone in forte contrasto con uno dei principi fondamentali della giurisprudenza, quello del *ne bis in idem*.<sup>125</sup> Il legislatore italiano, infatti, sulle orme di quello europeo, ha istruito la disciplina sanzionatoria affiancando alle risposte penali dell'art. 184, quelle amministrative previste dall'art. 187-bis. In realtà, i rapporti tra illecito penale e amministrativo sono disciplinati dal principio di specialità, secondo cui quando un medesimo fatto è punito da una disposizione penale e da una amministrativa, allora deve prevalere quella speciale. Già solo tale principio aveva destato non poche criticità soprattutto da parte di coloro i quali sostenevano che dinnanzi ad un medesimo fatto la sanzione penale dovesse sempre prevalere su quella amministrativa. Di fatto, tutto ciò porta alla conseguenza che, qualora la fattispecie amministrativa presenti elementi specializzanti, allora il reato resterebbe impunito sotto il punto di vista penale. Tale principio, tuttavia, non essendo coperto costituzionalmente, è derogabile tramite legge ordinaria ed è proprio ciò che è stato eseguito in materia di abusi di mercato. Si può notare, infatti, come l'art. 187 bis si apra con la seguente affermazione «fatte salve le sanzioni penali, quando il fatto costituisce reato» appianando così la strada all'avvio di entrambi i procedimenti.

Prima di addentrarsi nella normativa vigente ed analizzare allo stesso tempo il ruolo della stessa CONSOB è necessario inquadrare in maniera più dettagliata il tortuoso concetto del *ne bis in idem*. Quest'ultimo ha infatti origini antichissime e nasce come protezione di alcuni temi fondamentali di qualsiasi stato democratico: la garanzia e l'interesse collettivo a che nel diritto si evitino continue verifiche sulle pronunce degli organi giurisdizionali, che le rendono tormentate da ambiguità e indeterminatezza; il mantenimento forte della garanzia dei diritti di un soggetto sottoposto a procedimento penale, il quale non deve essere esposto senza alcun limite alla sanzione per lo stesso fatto

---

<sup>125</sup> Art. 649 c.p.p.; tale principio di non poter essere giudicato due volte è ulteriormente sancito all'interno dell'art 4 del protocollo 7 CEDU.

commesso; la necessità di evitare sprechi di impegno e risorse nell'economia processuale a sentenziare nuovamente su un processo già chiuso.<sup>126</sup>

A livello europeo tale principio è stato introdotto con il protocollo CEDU<sup>127</sup> n. 7 adottato a Strasburgo nel 1984. L'art. 4 co. 1 infatti recita proprio: «nessuno può essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva conformemente alla legge e alla procedura penale di tale Stato», ed è fortemente supportato dal fatto che viene disposto che quanto previsto risulta inderogabile anche in caso di guerra, o altro pericolo che minacci la vita dello Stato (esattamente come per il diritto alla vita, ad esempio).<sup>128</sup> Si può sottolineare che nonostante l'importanza assoluta fornita a tale principio, lo stesso art. 4 presenta una prima lacuna in quanto lascia ampio potere decisionale nelle mani del singolo Stato. In aggiunta, l'articolo pare riferirsi ad un *ne bis in idem* interno, ossia sembra valere solo nei confronti delle giurisdizioni nazionali del medesimo Stato, in cui ha avuto luogo il primo giudizio.<sup>129</sup> Per com'è formulato tale articolo non parrebbe esserci alcun dubbio circa la validità dello stesso esclusivamente in ambito penale; lo si comprende bene dalle locuzioni citate quali “condannato penalmente” e “alla procedura penale”. La questione, tuttavia, è più ampia di quanto sembra, in quanto la mancata chiarezza ha dato luogo a numerose interpretazioni diverse nei vari Stati che hanno lasciato ampi margini di discrezionalità circa il rigoroso rispetto di un principio così importante. La lacuna risiede nel fatto che la CEDU vede la cosiddetta *materie penale* con un'ottica molto ampia. Come verrà spiegato più dettagliatamente in seguito, infatti, la corte qualifica come penali, secondo alcuni criteri autonomi, sanzioni che normalmente in un ordinamento interno sono qualificate come amministrative. Il concetto dell'art. 4 dunque riguarda anche il divieto di porre un secondo giudizio su procedimenti che sono formalmente amministrativi, ma sostanzialmente penali. Ciò è necessario per poter salvaguardare il fine ultimo della Convenzione, ma soprattutto per evitare che i singoli Stati non applichino la tutela della legge penale (e quindi il rispetto del principio stesso),

---

<sup>126</sup> S. Del Giudice, *Ne bis in idem: Percorsi interpretativi e recenti approdi della giurisprudenza nazionale ed europea*, in *Approfondimenti le relazioni tematiche*

<sup>127</sup> La Corte Europea dei Diritti dell'Uomo (CEDU) è un organo giurisdizionale internazionale, istituito nel 1959 dalla Convenzione Europea dei Diritti dell'uomo. La Corte EDU ha il ruolo di interpretare la Convenzione permettendo, quindi, una giurisprudenza in continua evoluzione che fa in modo che la Convenzione rimanga applicabile e aggiornata anche con il passare degli anni.

<sup>128</sup> Protocollo n. 7 CEDU, art. 4 comma 3

<sup>129</sup> Una possibile conseguenza a ciò riguarda il fatto che se per esempio un procedimento ha avuto luogo nella giurisdizione italiana, nulla sembra vietare agli organi di altri stati di avviare un secondo procedimento per il medesimo fatto.

di fronte a quei reati sanzionati in via amministrativa, ma che, secondo alcuni criteri definiti dalla Corte stessa, a livello sostanziale dovrebbero essere trattati come reati penali.<sup>130</sup>

Tali criteri sono emersi a seguito della sentenza *Engels e altri c. Olanda*<sup>131</sup> e riguardano in primo luogo, la qualificazione Giuridico – formale attribuita all’infrazione dal legislatore nazionale (per capire a quale sfera giuridica appartengono le previsioni che qualificano l’illecito, sulla base del sistema legale di ciascuno Stato); in secondo luogo la natura propria dell’infrazione (per capire se sussistono gli attributi per cui fisiologicamente ci si trova nell’ambito penale<sup>132</sup>); in terzo luogo la natura e la gravità della sanzione prevista<sup>133</sup> (ad esempio pene detentive, chiaramente celano la natura penale, così come pene pecuniarie per cui è previsto per il mancato pagamento, una pena detentiva).<sup>134</sup> Tali criteri, inoltre, non devono intendersi come cumulativi, bensì alternativi, salvo il caso per cui un solo criterio non riesca a chiarire in modo efficace

---

<sup>130</sup> L. Panella, *Il principio ne bis in idem nella giurisprudenza della corte europea dei diritti dell’uomo*, in *Ordine internazionale e diritti umani*, luglio 2023

<sup>131</sup> Il fatto trae origine dal ricorso esercitato dal sig. Engel e altri quattro suoi connazionali contro alcune sanzioni disciplinari, previste dal sistema militare olandese del tempo. Tra le violazioni da loro lamentate viene maggiormente sostenuta la violazione dell’equo processo, in quanto fortemente sostenuto che le sanzioni per loro previste, nonostante godessero dell’etichetta “disciplinari”, in realtà erano sostanzialmente di natura penale (una delle sanzioni per loro prevista era ad esempio, l’obbligo di trascorrere giorno e notte all’interno di una cella per un certo periodo di tempo), *Grande Camera Engel e altri c. Olanda* dell’8 giugno 1976.

<sup>132</sup> Ad esempio, viene analizzata la cerchia a cui si rivolge una determinata disposizione sanzionante un certo illecito: se tale disposizione è rivolta alla generica collettività (e non ad un gruppo ristretto corrispondente a un certo status) allora non può che avere natura penale; oppure, ancora, se la norma prevede una sanzione mirata solamente a risarcire danni patrimoniali non può avere natura penale. Ciò non vale invece se la norma sanzionatoria ha funzione repressiva o preventiva.

<sup>133</sup> Per l’esattezza la CEDU cita «Al fine di verificare se un procedimento ha ad oggetto “accuse in materia penale” ai sensi della Convenzione stessa si devono considerare tre diversi fattori. Principalmente la qualificazione data dal sistema giuridico dello Stato convenuto all’illecito contestato. Tale indicazione, tuttavia, ha solo un valore formale e relativo poiché la Corte deve supervisionare sulla correttezza di tale qualificazione alla luce degli altri fattori indicativi del carattere “penale” dell’accusa.

Secondariamente, infatti, va considerata la natura sostanziale dell’illecito commesso vale a dire se si è di fronte ad una condotta in violazione di una norma che protegge il funzionamento di una determinata formazione sociale o se è invece preposta alla tutela erga omnes di beni giuridici della collettività, anche alla luce del denominatore comune delle rispettive legislazioni dei diversi Stati contraenti.

Va infine considerato il grado di severità della pena che rischia la persona interessata poiché in una società di diritto appartengono alla sfera “penale” le privazioni della libertà personale suscettibili di essere imposte quali punizioni, eccezione fatta per quelle la cui natura, durata o modalità di esecuzione non possano causare un apprezzabile danno.»

<sup>134</sup> L. Panella, *Il principio ne bis in idem nella giurisprudenza della corte europea dei diritti dell’uomo*, in *Ordine internazionale e diritti umani*, luglio 2023

l'appartenenza o meno alla sfera penale di un certo illecito. Ciò è fondamentale per indirizzare l'ambito della materia penale in un'unica direzione: deve prevalere la sostanza piuttosto che la forma e devono essere assicurate certe garanzie circa i confini che definiscono una determinata sanzione. In sostanza: quando ci si trova di fronte ad una sanzione amministrativa è giusto eseguire un'indagine per verificare se anche la sua sostanza rimane circoscritta all'ambito amministrativo oppure no.

Se ciò era nato e rimasto circoscritto nell'ambito militare, l'applicazione generale dei criteri si è trovata, in seguito, all'interno della sentenza della Corte nel caso Öztürk contro Germania del 21 febbraio 1984. Il caso in essere mirava fondamentalmente a capire se il reato stradale commesso dal sig. Öztürk rientrasse nel sistema della materia penale, nonostante per il diritto tedesco, lo stesso si qualificasse come “contravvenzione amministrativa”. In questo caso, la Corte entrò nel merito degli illeciti depenalizzati tedeschi, frutto di un'importante opera di depenalizzazione degli anni Sessanta – Settanta. La Corte nell'analizzare la questione ribadì *in primis* l'autonomia degli Stati, in quanto tutori dell'interesse pubblico, di operare distinzioni tra i vari reati e di fissarne i contenuti; *in secundis* la propria non opponibilità nelle opere di depenalizzazione dei reati avviate dai vari stati membri (soprattutto nell'ambito del sistema stradale), ai fini di una più corretta amministrazione della giustizia e di uno snellimento delle procedure sanzionatorie relative a violazioni numerose ma di scarsa importanza (proprio tipiche dell'ambito stradale). Fu anche sostenuto che «se gli Stati contraenti potessero, a loro piacimento, qualificare “amministrativo” piuttosto che penale un illecito, l'effetto delle norme fondamentali degli artt. 6 e 7<sup>135</sup> sarebbe subordinato alla loro volontà sovrana. Una così ampia libertà rischierebbe di condurre a risultati incompatibili con l'oggetto e lo scopo della Convenzione». <sup>136</sup> Per tale motivo la Corte intervenne e soprattutto, la novità apportata dalla sentenza riguardò proprio l'utilizzo dei criteri di Engel nell'analisi della questione. Non solo: ne vennero introdotti altri due per sancire l'appartenenza o meno alla *materie penale*: si sancì che deve considerarsi penale quell'illecito a cui si riferisce una norma che ha finalità dissuasive e preventive e che è rivolta alla totalità dei cittadini e non solo ad una cerchia ristretta di persone. Tale sentenza dimostrò inoltre il fatto che i

---

<sup>135</sup> Tali articoli riguardano rispettivamente il diritto all'equo processo e al diritto del “nulla poena sine lege”.

<sup>136</sup> C. Eur. Dir. Uomo, 21 febbraio 1984, *Ozturk c. Germania*

criteri utilizzati sono alternativi e non cumulativi; infatti, non venne operata in alcun modo l'estensione dell'indagine alla gravità della sanzione prevista.<sup>137</sup>

Nel tempo si sono susseguite ulteriori pronunce da parte della Corte EDU che hanno permesso di ampliare la gamma di criteri nella definizione della materia penale. In merito a ciò, è importante citare la sentenza Jussila c. Finlandia del 23 novembre 2006,<sup>138</sup> poiché con quest'ultima è stato affrontato il tema del nucleo duro<sup>139</sup> della materia penale e di tutte le garanzie che devono essere assicurate agli illeciti formalmente amministrativi, ma sostanzialmente penali che, tuttavia, non ne fanno parte. In sintesi, il fatto riguardava l'ambito fiscale e vedeva il sig. Jussila sanzionato in via amministrativa per evasione fiscale, a seguito di un procedimento non ritenuto equo: il tribunale amministrativo, chiamato a rispondere dell'opposizione avanzata dal sig. Jussila, aveva rifiutato la richiesta di un'udienza personale (essendo già state comunicate dalle parti tutte le informazioni necessarie) e l'autorizzazione ad adire la Suprema Corte amministrativa, confermando quindi a pieno la sanzione. La maggior parte dei giudici ha ritenuto che l'illecito si configurasse come penale alla luce del secondo criterio di Engel, ma non appartenendo al "nucleo duro" della materia, la negata udienza non costituisse violazione dell'art. 4 CEDU. In merito alla decisione, sono sorte alcune posizioni critiche circa il fatto che non essendo definiti dalla Corte gli elementi distintivi di tale nucleo, risultasse estremamente complicato tracciarne i confini e soprattutto che si lasciasse un margine troppo ampio di discrezionalità e disomogeneità, con il forte rischio di non applicare le tutele e garanzie agli illeciti che invece le avrebbero meritate.

Tale sentenza, seppur criticata, risulta ad oggi molto importante per la definizione del principio in questione, in quanto ha appurato la generalità dei criteri di Engel, i quali devono essere usati in qualsiasi campo e non solo a livello settoriale.<sup>140</sup>

---

<sup>137</sup> La stessa sentenza, infatti, cita la seguente affermazione «Nulla lascia intendere in effetti che il reato penale (*criminal offence*), ai sensi della Convenzione, implichi necessariamente un certo livello di gravità.»

<sup>138</sup> C. Eur. Dir. Uomo, 23 novembre 2006, Jussila c. Finlandia

<sup>139</sup> Il nucleo duro (o *noyau dur*) comprende tutti quegli illeciti formalmente e anche sostanzialmente penali, i quali, dunque, prevedono una rigorosa applicazione dell'art. 4 CEDU.

<sup>140</sup> Avv. S.A. Fabbricatore, Principio del ne bis in idem: la giurisprudenza della CEDU, in [www.altalex.com](http://www.altalex.com), 2021

### 3.2 L'*idem factum*

Un ulteriore concetto fondamentale da analizzare quando si tratta il principio del *ne bis in idem*, riguarda l'*idem factum*: è importante infatti capire in quali casi gli illeciti gravano effettivamente sullo stesso fatto. In tal senso, non si può non citare la sentenza della Grande Camera del 10 febbraio 2009 nel caso di Sergey Zolotukhin c. Russia. Il caso trae origine dalla domanda del cittadino russo, presentata alla Corte europea contro la federazione russa, di ricorso per essere stato perseguito due volte per lo stesso reato. Il sig. Zolotukhin aveva infatti subito tre giorni di detenzione amministrativa (sanzione, tra l'altro, immediatamente esecutiva) per aver commesso il reato definito al giorno d'oggi come "oltraggio a pubblico ufficiale". Successivamente, sempre a seguito dello stesso fatto, era stato aperto nei suoi confronti un procedimento per resistenza a pubblico ufficiale, con previsione di custodia cautelare. Innanzitutto, la Corte, senza indugio, classificò l'illecito come appartenente alla materia penale; l'aspetto sul quale però si soffermò maggiormente fu proprio il concetto di "medesimo fatto", per capire se effettivamente ci fosse stata violazione del principio previsto. In particolare, vengono evidenziate tre possibili linee di interpretazione che fino ad allora erano emerse. Il primo approccio deriva dalla sentenza Gradinger c. Austria e di fatto si concentra sull'idea di "stesso comportamento", indipendentemente dalla qualificazione giuridica della medesima condotta. Nel caso dell'onorevole Gradinger, infatti, lo stesso era stato condannato penalmente per omicidio colposo e sanzionato amministrativamente per la guida in stato di ebrezza. Nonostante natura e scopo dei reati fossero totalmente diversi, la Corte ha pronunciato la violazione dell'art. 4 poiché i due procedimenti si basavano in ogni caso, sullo stesso comportamento tenuto dal ricorrente.<sup>141</sup> Il secondo approccio, invece, risulta diametralmente opposto rispetto a quanto sopra affermato. Lo stesso riguarda, infatti, l'ipotesi che la medesima condotta integri reati diversi, che possono essere provati in due procedimenti separati. Lo dimostra con maggior chiarezza la sentenza della Corte in Oliveira c. Svizzera: il soggetto era stato condannato in un primo giudizio per guida in stato di ebrezza e successivamente per il reato di lesioni fisiche.<sup>142</sup> In tale circostanza, tuttavia, la Corte ha valutato che lo stesso atto diede luogo a reati

---

<sup>141</sup> C. Eur. Dir. Uomo, 23 ottobre 1995, Gradinger c. Austria

<sup>142</sup> C. Eur. Dir. Uomo, 30 luglio 1998, Oliveira c. Svizzera: il reato commesso era quello di incidente stradale con coinvolgimento di due autovetture, in cui si è rilevato un decesso e lesioni gravi per il conducente della seconda auto.

diversi tra loro, non costituendo quindi violazione dell'art. 4 che invece prevede il divieto di doppia sanzione nei confronti di uno stesso soggetto per lo stesso reato. Ugualmente lo dimostra anche il caso Göktaş, in cui la Corte non ha rilevato alcuna violazione del principio poiché anche se il comportamento criminale detenuto dal soggetto era lo stesso, aveva dato origine a due reati diversi: importazione illegale di farmaci e mancato pagamento della multa doganale. Il terzo approccio va a considerare gli elementi essenziali dei reati derivanti dalla medesima condotta: viene ribadito il concetto espresso dal secondo approccio, quindi che l'art. 4 non risulta violato se dal comportamento detenuto hanno luogo due reati diversi; tuttavia, con quest'ultimo approccio si pone in rilievo che i reati devono effettivamente risultare diversi nei loro elementi essenziali, non devono dunque essere semplicemente "nominalmente" differenti. Quando effettivamente due reati hanno elementi essenziali diversi lo esplica la stessa Corte nella sentenza Garretta c. Francia del 4 marzo 2008, nella quale emerge che nel considerare le differenze è necessario porre l'attenzione sul disvalore penale creato e sui beni giuridici protetti. Alla luce di questi approcci è proprio con la sentenza Zolotukhin c. Russia che la Corte cerca di fare maggior chiarezza, soprattutto in un'ottica di armonizzazione, ed è proprio per tale motivo che tale sentenza riveste una grande importanza quando si tratta il principio del *ne bis in idem*. La Corte, infatti, si rende conto che la presenza di diversi metodi per arrivare a concludere se il reato per cui un certo soggetto viene processato è lo stesso per cui un procedimento è già stato concluso, crea un'area di incertezza molto ampia che risulta giuridicamente incompatibile con il diritto dell'art. 4 di non essere processati doppiamente. È necessario, se non fondamentale, fornire dunque un'interpretazione chiara e univoca del concetto di "*idem factum*". In particolare: «La Corte ritiene che l'uso della parola "reato" nel testo dell'articolo 4 del protocollo n. 7 non possa giustificare l'interpretazione di coloro che aderiscono ad un approccio più restrittivo. Ribadisce che la Convenzione deve essere interpretata e applicata in un modo da rendere i diritti in essa sanciti pratici ed efficaci, non teorici e illusori. Si tratta di un vivo strumento che deve essere interpretato alla luce delle attuali condizioni. [...] Le disposizioni di un trattato internazionale, quali la Convenzione devono essere interpretate alla luce del loro oggetto e lo scopo e anche in conformità con il principio di effettività [...]».<sup>143</sup> Come punto di partenza la Corte suggerisce di analizzare e comprendere la

---

<sup>143</sup> Sentenza della C. Eur. Dir. Uomo di Strasburgo del 10 febbraio 2009. Traduzione non ufficiale, in [www.progettoinnocenti.it](http://www.progettoinnocenti.it)

decisione con cui il primo procedimento penale sia stato concluso e i fatti e le accuse, che invece, stanno alla base del nuovo procedimento. L'analisi di tutti i fatti e di tutti i documenti potrebbe rivelarsi molto utile a comprendere se i reati siano sia formalmente che sostanzialmente (anzi soprattutto) i medesimi. Il punto chiave è però verificare «fatti che costituiscono una serie di concrete circostanze di fatto che coinvolgono lo stesso soggetto e strettamente collegati tra loro nel tempo e nello spazio, la cui esistenza deve essere dimostrata al fine di garantire una condanna».<sup>144</sup>

È bene considerare che quanto appena citato sull'identificazione dell'*idem factum* è determinante per quanto concerne la materia penale in generale. Tornando al tema specifico del presente elaborato, l'*idem factum* in ambito di abusi di mercato, in realtà, non ha mai destato troppe problematiche. Non v'è alcun dubbio che le circostanze oggettive, i comportamenti del soggetto che generano l'illecito penale e amministrativo siano esattamente i medesimi e perfettamente sovrapponibili. Non a caso gli stessi articoli 187 bis e ter (che disciplinano l'ambito amministrativo), come già sopra riportato, si aprono proprio con l'inciso "fatte salve le sanzioni penali, quando il fatto costituisce reato". Ciò non può che significare che i reati sono necessariamente gli stessi.

### 3.3 Il "bis"

In conclusione, tornando brevemente all'analisi del principio nella sua generalità l'ultima parte di locuzione che necessita di qualche chiarimento è il "bis". Quest'ultimo vuole appurare che effettivamente per lo stesso reato si avviino due procedimenti che danno luogo a due sentenze e sanzioni. I due punti chiave riguardano proprio l'analisi di ciò che viene definito sentenza (e di conseguenza anche dell'autorità che l'ha emanata) e la questione della duplicazione dei procedimenti.

Rispetto al primo punto, in realtà, è sufficiente rifarsi a quanto già affermato circa il concetto di materia penale. Se la sentenza successiva, anche proveniente da autorità amministrativa, risulta essere sostanzialmente penale, allora non si può assolutamente escludere l'effettiva presenza del "bis". Rimane, tuttavia essenziale che l'autorità che stabilisce la sanzione debba possedere i poteri per farlo, altrimenti ci si blocca all'origine in quanto non sussiste di base il provvedimento. La questione, invece, della duplicazione dei procedimenti, risulta un po' più intricata e di conseguenza oggetto di critiche ancora

---

<sup>144</sup> Ibidem

attuali. Torna in gioco, infatti, il concetto abbastanza astratto di nucleo duro della materia penale, nel senso che se i due procedimenti riguardanti lo stesso fatto sono entrambi formalmente e sostanzialmente penali, allora non v'è dubbio circa l'applicabilità del "bis", ma qualora anche solo uno dei due fosse solo sostanzialmente penale (quindi di base esterno al nucleo duro) e qualora tra i due procedimenti sussista una connessione sostanziale e temporale piuttosto stretta, allora il bis potrebbe non trovare applicazione alcuna. Nella sentenza *Nillson c. Svezia*, infatti, nonostante le sanzioni diverse (sanzioni penali e ritiro patente di guida) in relazione al medesimo fatto (guida in stato di ebrezza), emanate da due autorità diverse, non è stata riconosciuta la presenza del "bis", in quanto letteralmente i due procedimenti risultavano collegati da un "nesso sufficientemente stretto da un punto di vista sostanziale e temporale".<sup>145</sup>

Nella sentenza invece *A e B c. Norvegia*, la Corte fornisce ulteriori indicazioni: viene sancito che lo Stato per ottenere l'applicazione dei due procedimenti deve dimostrare che esiste il nesso sufficientemente stretto sulla base di diversi criteri, i quali sono riportati di seguito: «se i diversi procedimenti perseguono finalità complementari e trattino pertanto, non soltanto *in abstracto* ma anche in concreto, aspetti differenti della condotta antisociale in questione; se la duplicità dei procedimenti in questione sia una conseguenza prevedibile, sia dal punto di vista giuridico che pratico, della medesima condotta contestata (*idem*); se i pertinenti procedimenti siano condotti in modo da evitare, per quanto possibile, la duplicazione dell'acquisizione e della valutazione delle prove, segnatamente mediante un'adeguata interazione tra le varie autorità competenti per far sì che i fatti accertati in un procedimento siano utilizzati anche nell'altro; e, soprattutto, se nel procedimento che diviene definitivo per ultimo si tenga conto della sanzione inflitta a seguito del procedimento che diviene definitivo per primo, per evitare che l'interessato debba infine sopportare un onere eccessivo; è meno probabile che sia presente un simile rischio qualora esista un meccanismo compensativo finalizzato a garantire che la complessiva entità delle sanzioni irrogate sia proporzionata».<sup>146</sup>

Per quanto concerne il nesso temporale, la Corte ha ritenuto, nella medesima sentenza, che non è necessario che i due procedimenti si svolgano in simultanea, anzi viene lasciata la possibilità agli Stati di svolgerli in modo progressivo, se necessario per motivi di efficienza o di più corretta amministrazione della giustizia. Rimane fondamentale però

---

<sup>145</sup> C. Eur. Dir. Uomo, Corte europea dei diritti dell'uomo, in [www.giustizia.it](http://www.giustizia.it)

<sup>146</sup> C. Eur. Dir. Uomo, 16 novembre 2016, *A e B c. Norvegia*

che tra i due procedimenti anche il nesso temporale sia sufficientemente stretto da impedire troppe incertezze e ritardi e che il tutto si protragga troppo nel tempo. Vi sono numerosi casi successivi alla sentenza A e B, dove la Corte ha determinato violazione del principio sancito proprio a causa di mancanza di stretto nesso sostanziale e temporale tra i due procedimenti. Un primo caso che si può citare e che riguarda anche il tema della manipolazione del mercato è la sentenza Nodet c. Francia del 6 giugno 2019.<sup>147</sup>

La questione riguardava il ricorso presentato da un'analista finanziario, il quale aveva manipolato il prezzo di un titolo attraverso numerosi acquisti e vendite da quattro conti su cui esercitava poteri, realizzando una plusvalenza non indifferente. Il ricorrente si rivolse alla Corte EDU dal momento che, nonostante fosse già stato condannato dalla commissione delle sanzioni dell'AMF, l'8 aprile 2009, proprio mentre era in corso l'impugnazione relativa alla detta sanzione, venne chiamato a presenziare dinnanzi il tribunale di Parigi per essere giudicato del reato di ostacolo al regolare funzionamento dei mercati finanziari, che terminerà con la condanna detentiva di otto mesi. Per quanto riguarda la presunta violazione dell'art. 4 posta in essere dal ricorrente è curioso osservare la risposta del governo francese in quanto non si distanzia molto da quanto è previsto anche nel nostro ordinamento e che verrà meglio affrontato in seguito. La Corte d'appello di Parigi ha infatti constatato che l'art. 4 del protocollo 7 si applicasse solo a reati che rientrano, secondo il diritto francese, nella competenza dei tribunali che statuiscano in materia penale e che nulla vietasse l'esercizio dell'azione giudiziaria in parallelo a un procedimento condotto dall'AMF ai fini di sanzioni amministrative. Tale affermazione trovò poco spazio dal momento che venne assodato sin da subito e senza particolari problemi, l'appartenenza alla *materie penale* del procedimento istituito da AMF, nonostante formalmente fosse di tipo amministrativo (alla luce di quanto largamente definito sopra).

In realtà, la Corte in tale caso, si è concentrata maggiormente a capire se fosse stato rispettato il criterio, emerso a seguito della sentenza A e B c. Norvegia, per cui effettivamente ci si trovasse di fronte a duplicazione di procedimento per il medesimo reato penale. In effetti, la Corte ha cercato di esaminare se le due procedure perseguissero obiettivi complementari riguardanti non solo in astratto ma anche in concreto aspetti diversi dell'illecito. Nel caso in esame però, il procedimento AMF e quello del tribunale guardavano a scopi e ad aspetti identici dell'atto pregiudizievole, escludendo, dunque, la

---

<sup>147</sup> C. Eur. Dir. Uomo, Nodet c. Francia, 6 giugno 2019

complementarità necessaria per l'instaurarsi del famoso legame sufficientemente stretto dal punto di vista materiale (condizione necessaria per l'esistenza dei procedimenti misti).<sup>148</sup> Non solo, la Corte ha rilevato che non è stato soddisfatto il legame sufficientemente stretto anche dal punto di vista temporale. Tra i due procedimenti, infatti, si è arrivati ad una durata che supera i dieci anni che non garantisce dunque quanto espressamente richiesto, nel senso di evitare incertezze e ritardi.

### **3.4 La sentenza Grande Stevens c. Italia**

Dopo aver chiarito brevemente il processo evolutivo che ha portato la Corte a definire in ogni sua parte il concetto del *ne bis in idem*, non è possibile, ai fini di tale elaborato non esaminare con maggior precisione una sentenza della Corte, che ha riguardato il nostro Paese e la materia degli abusi di mercato. Tale sentenza risulta molto importante perché ha avuto ricadute nell'ordinamento italiano in tema di abusi di mercato circa la validità e il fondamentale rispetto del principio oggetto del presente capitolo.

La sentenza in questione riguarda il caso di Grande Stevens e altri c. Italia. La causa trova origine da cinque ricorsi presentati da tre persone fisiche (l'avvocato Grande Stevens e i dottori Gialuigi Gabbetti e Virginio Marrone) e due persone giuridiche (Exor spa e Giovanni Agnelli & c. s.a.s). Il signor Gabbetti era presidente di entrambe le società e il signor Marrone era procuratore generale della Agnelli s.a.s.

La società FIAT (Fabbrica Italiana Automobili Torino) sottoscriveva nel 2002 un prestito con otto banche. Tale prestito, tuttavia, era subordinato a un accordo: se a scadenza (20 settembre 2005) la società non sarebbe riuscita a rientrare della posizione, allora avrebbe potuto compensare il credito delle banche con un aumento a loro favore del capitale societario. Il problema era che FIAT era allora detenuta per il 30% dalla IFIL Investments (divenuta poi la citata Exor spa) e in caso di mancato pagamento del debito e dunque sottoscrizione di aumenti di capitale, la percentuale di detenzione sarebbe passata ad un 28% per gli istituti che vantavano il credito e diminuita al 22% per la Exor. È piuttosto chiaro che l'idea di perdere la maggioranza delle quote di FIAT risultasse un problema per il signor Gabbetti, il quale si rivolse all'avvocato Grande Stevens, al fine di trovare

---

<sup>148</sup> Viene inoltre anche analizzato il fatto che, in tale caso, il tribunale nel secondo procedimento avviato si avvale delle constatazioni dell'AMF nel primo procedimento, riprendendo proprio l'accertamento dei fatti e il rapporto di indagine eseguito e depositato da oltre un anno e generando dunque una ripetizione nella raccolta delle prove.

una soluzione e mantenere la posizione di maggioranza nell'assetto societario dell'azienda. Per garantire ciò ed evitare il lancio di un'OPA, per Stevens era necessario rinegoziare un contratto di equity swap<sup>149</sup> che la Exor aveva già concluso con una banca d'affari inglese (la Merrill Lynch International Ltd). L'avvocato si confrontò subito con la CONSOB sulla fattibilità della procedura al fine di evitare il lancio dell'OPA, senza però mai menzionare la banca d'affari, con la quale invece stava già comunicando per capire la possibile modifica del contratto sottoscritto. Il punto focale e origine del reato fu però il seguente: CONSOB, in ottica di totale trasparenza nei confronti del mercato, chiese alle società Exor e Giovanni Agnelli di diffondere un comunicato circa le iniziative che si intendevano assumere in vista della scadenza dei prestiti convertibili con le otto banche. Il comunicato venne effettivamente pubblicato, ma poiché ritenuta remota la possibilità della rinegoziazione del contratto di equity swap, non ne venne fatta alcuna menzione, anzi ci si limitò solo a indicare che non erano state avviate né studiate iniziative circa la scadenza del prestito e che l'obiettivo era quello di rimanere azionisti di maggioranza. In seguito, le trattative con la banca d'affari effettivamente andarono a buon fine e il 15 settembre si concluse definitivamente il contratto di rinegoziazione dell'equity swap. Il 20 settembre, dunque FIAT aumentava effettivamente il suo capitale, convertendo il debito delle banche, ma allo stesso tempo entrava in vigore la rinegoziazione conclusa precedentemente, che aveva permesso a Exor di continuare a detenere il 30% delle azioni, esattamente come in precedenza. CONSOB avviò procedimento amministrativo per l'illecito di manipolazione del mercato ai sensi dell'art 187-ter co. 1 T.U.F.,<sup>150</sup> in quanto si constataba che l'accordo che modificava l'equity swap era stato concluso o era in procinto di esserlo, prima del comunicato stampa che quindi doveva per forza farne menzione. Era stato avviato poi nei confronti degli stessi soggetti per i fatti medesimi anche un procedimento penale, ai sensi dell'art 185 T.U.F.,<sup>151</sup> che era proseguito anche a

---

<sup>149</sup> Tali contratti permettono infatti di scambiare la performance di un'azione contro un tasso di interesse senza anticipare denaro. Il contratto in questione era stato concluso per 90 milioni di azioni di FIAT e con scadenza 2006.

<sup>150</sup> Il co. 1 art. 187 ter T.U.F. prevede "Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro chiunque viola il divieto di manipolazione del mercato di cui all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 596/2014"; art. 15 regolamento (UE) n. 596/2014 "Non è consentito effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato."

<sup>151</sup> Art. 185 T.U.F. "1. Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni."

seguito della conclusione definitiva del primo, dinnanzi al Tribunale di Torino. I ricorrenti lamentavano, tra le varie questioni, anche la violazione del diritto ad un equo processo dinnanzi un giudice imparziale e indipendente (art. 6 CEDU<sup>152</sup>) e in aggiunta la violazione del divieto del doppio giudizio e quindi dell'art. 4 protocollo 7. Per quanto concerne il primo aspetto la Corte ha rilevato come il procedimento attuato dinnanzi alla CONSOB effettivamente non rispettasse le esigenze di equità e imparzialità. Di fatto, come verrà spiegato meglio in seguito, l'illecito aveva tutte le caratteristiche per essere qualificato come sostanzialmente penale e, in quanto tale, doveva godere delle garanzie che l'art. 6 della Convenzione riserva ai processi di tipo penale. In particolare, in tale caso è stata evidenziata l'assenza di contraddittorio (infatti il rapporto alla base della sanzione non era mai stato comunicato ai ricorrenti);<sup>153</sup> l'assenza di un'udienza pubblica che invece risultava necessaria data la controversia circa la ricostruzione dell'avanzamento delle contrattazioni con la banca d'affari inglese;<sup>154</sup> un forte rischio di applicazione di sanzioni piuttosto importanti. Un altro punto che muove a favore della violazione dell'articolo riguarda il fatto che CONSOB aveva affidato i poteri di indagine e di giudizio ad organi diversi, che però dipendevano tutti dalla medesima figura: il Presidente di CONSOB stessa.<sup>155</sup> Questo sicuramente non può garantire né equità né imparzialità nel giudizio dei

---

<sup>152</sup> Art. 6 CEDU co.1 "Ogni persona ha diritto a che la sua causa sia esaminata equamente, pubblicamente ed entro un termine ragionevole da un tribunale indipendente e imparziale, costituito per legge, il quale sia chiamato a pronunciarsi sulle controversie sui suoi diritti e doveri di carattere civile o sulla fondatezza di ogni accusa penale formulata nei suoi confronti. La sentenza deve essere resa pubblicamente, ma l'accesso alla sala d'udienza può essere vietato alla stampa e al pubblico durante tutto o parte del processo nell'interesse della morale, dell'ordine pubblico o della sicurezza nazionale in una società democratica, quando lo esigono gli interessi dei minori o la protezione della vita privata delle parti in causa, o, nella misura giudicata strettamente necessaria dal tribunale, quando in circostanze speciali la pubblicità possa portare pregiudizio agli interessi della giustizia."

<sup>153</sup> I ricorrenti, dunque, non hanno avuto modo secondo la Corte di "difendersi rispetto al documento alla fine sottoposto dagli organi investigativi della CONSOB all'organo incaricato di decidere sulla fondatezza delle accuse"

<sup>154</sup> La Corte, in realtà, nella sentenza al par. 119 riconosce che l'obbligo di tenere un'udienza pubblica non è assoluto e che l'art. 6 non prevede tassativamente l'udienza per tutte le procedure, soprattutto quando non sussistono questioni di credibilità o controversie sui fatti e quando i giudici sono in grado di pronunciarsi in modo equo ed indipendente sulla base delle sole conclusioni scritte. In tal caso, tuttavia, la Corte ha rilevato la seria necessità di un confronto orale, dal momento che la controversia esisteva e le sanzioni a cui si rischiava di incorrere erano oltre tutto di carattere "infamante", in quanto lesive dell'onorabilità professionale dei soggetti interessati (par. 122)

<sup>155</sup> La Corte non vuole mettere in dubbio il carattere imparziale dell'autorità CONSOB. Dal punto di vista oggettivo, tuttavia, seppur CONOB divida le funzioni di indagine da quelle applicative della sanzione, entrambe rimangono suddivisioni dello stesso organo e quindi sotto l'autorità e supervisione di uno stesso presidente; tale situazione risulta incompatibile con le esigenze di imparzialità richieste dall'art. 6.

fatti.<sup>156</sup> La Corte ha poi proceduto ad esaminare tre principali questioni: la natura sostanziale delle sanzioni irrogate da CONSOB, la legittimità della riserva posta dall'ordinamento italiano al settimo protocollo CEDU e infine l'analisi dell'*idem factum*, che costituisce condizione necessaria affinché si possa parlare del principio oggetto del capitolo. Per quanto riguarda il primo aspetto, risultava fondamentale, appurare che le sanzioni seppur amministrative (e quindi sottratte alla disciplina dell'art. 4) irrogate da CONSOB, in realtà, sostanzialmente dovessero ricadere all'interno dell'ambito penale. Come si è già avuto largamente modo di dimostrare, la Corte si è riservata con l'emanazione dei criteri di Engel, la possibilità di interpretare in misura più ampia il *ne bis in idem*, estendendolo anche a tutte quelle casistiche (che i criteri permettono di fatto di scovare) che di amministrativo hanno solo la forma. È proprio su tale scia che la Corte è arrivata ad affermare che quanto disposto dall'art 187 ter in tema di manipolazione di mercato ha una sostanziale natura penale visto l'entità delle sanzioni pecuniarie e delle misure interdittive irrogate da CONSOB. Appurato tale fatto, comunque molto importante, la Corte ha anche dovuto fare i conti con la clausola di riserva dell'Italia, utilizzata di fatto per aggirare i criteri di Engel. Tale clausola prevedeva che gli artt. 2 – 4 del prot. 7 dovessero applicarsi solo a illeciti, decisioni e procedimenti che la legge italiana definiva come penali. La risposta alla citazione di tale riserva non poteva che essere negativa. La Corte, infatti, con l'art. 57 CEDU sicuramente ammetteva la possibilità degli Stati di formulare delle riserve su determinate disposizioni, ma solo quando una legge in quel momento vigente sui territori non risultava conforme a quanto disposto dalla Convenzione. Non ammetteva, per giunta, in alcun modo l'instaurazione di riserve di carattere puramente generale. Queste ultime venivano definite come riserve redatte in termini vaghi e ampi, tanto da non rendere chiaro il senso e il campo di applicazione. Per essere valida dunque una riserva doveva essere sottoscritta quando Convenzione o protocolli risultassero firmati o ratificati; doveva riguardare leggi ben precise in vigore in quel dato momento; non doveva essere di carattere generale; doveva contenere una breve esposizione della legge interessata.<sup>157</sup> Nel caso in questione la riserva italiana non risultava contenere le brevi esposizioni delle leggi incompatibili con l'art 4, anzi risultava lampante l'intento italiano di escludere dall'ambito applicativo degli articoli della Convenzione tutte quelle procedure ed illeciti che per la legge italiana non venivano

---

<sup>156</sup> 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 *riv. dir. pen. cont.*, 2014

<sup>157</sup> Vedasi C. Eur. Dir. Uomo, 2 novembre 2010, Põder e altri c. Estonia e Liepājnieks c. Lettonia

qualificati come penali, andando pertanto ad escludere dal novero del *ne bis in idem* tutte le sanzioni amministrative, annullando l'ampliamento operato negli anni dalla giurisprudenza europea della materia penale. Per tali motivi, la Corte ha concluso la nullità della riserva, in quanto non soddisfacente le esigenze dell'art. 57. Per quanto riguarda l'ultimo aspetto, ossia il sussistere effettivamente dell'*idem factum*, la Corte, utilizzando come riferimento la sentenza Zolotoukhine c. Russia, ha cercato di esaminare la causa dal punto di vista dei fatti descritti all'interno dei due procedimenti e di capire se esistessero circostanze fattuali concrete in carico allo stesso soggetto e circostanze legate strettamente nel tempo e nello spazio. Nello specifico, quindi, non era importante definire se gli elementi costitutivi degli illeciti degli articoli 185 e 187 ter del T.U.F. fossero o meno i medesimi, ma se i fatti posti a giudizio prima davanti a CONSOB e poi ai giudici penali fosse possibile ricondurli alla stessa condotta. Dinanzi a CONSOB i ricorrenti erano stati accusati di non aver menzionato nei comunicati stampa il piano di rinegoziazione del contratto di equity swap con la banca d'affari inglese, mentre invece il progetto esisteva ed era già ad una fase ben avanzata; dinanzi ai giudici penali l'accusa era quella di aver dichiarato negli stessi comunicati che la Exor non aveva avviato alcuna iniziativa circa la scadenza del contratto di finanziamento, mentre l'accordo sull'equity swap era già stato redatto e concluso. Risulta, altamente chiaro alla Corte che le condotte che hanno dato origine ai fatti oggetto delle accuse nei due procedimenti, siano esattamente le stesse; dunque, si è pienamente conformi al principio dell'*idem factum*. Non v'è alcun dubbio circa la posizione della Corte EDU, la quale esprime un'impostazione molto forte e rigida nell'applicazione del principio (che poi subirà in realtà un revirement con la sentenza A e B c. Norvegia), tanto che all'unanimità ha dichiarato che «lo Stato convenuto deve fare in modo che i nuovi procedimenti penali avviati contro i ricorrenti in violazione dell'articolo 4 del Protocollo n. 7 e ancora pendenti, alla data delle ultime informazioni ricevute, nei confronti dei sigg. Gabetti e Grande Stevens, vengano chiusi nel più breve tempo possibile».

### **3.5 La posizione della Corte di Giustizia Europea**

Ai fini di analizzare un modo esaustivo la giurisprudenza europea in materia, non si può non citare le posizioni assunte dalla CGUE (Corte di Giustizia dell'Unione Europea) circa l'analisi della compatibilità del doppio binario sanzionatorio con il principio del *ne bis in*

*idem*, di cui anche all'art. 50 CDFUE<sup>158</sup> (Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea). In particolare, una sentenza che anticipa la posizione della Corte EDU, seppur con alcune divergenze, è quella del caso Frassons del 2013.<sup>159</sup> Il caso riguardava l'illecito di frode fiscale aggravata, in quanto il ricorrente era accusato di aver fornito informazioni inesatte per le dichiarazioni fiscali e di averne omesse anche alcune. Il rinvio alla CGUE riguardava la questione di capire se il procedimento penale nei confronti del soggetto dovesse considerarsi inammissibile, poiché lo stesso era già stato condannato per lo stesso reato nell'ambito di un altro procedimento amministrativo. Tale sentenza pone in rilievo diverse questioni: la competenza giurisdizionale della stessa Corte rispetto ai giudici nazionali interni e l'interpretazione del divieto di doppio binario dell'art. 50 CDFUE. Per quanto concerne la prima questione viene richiamato quanto disposto dall'art. 51 CDFUE per definire l'ambito di applicazione della Carta. Tale articolo infatti enuncia: «Le disposizioni della presente Carta si applicano alle istituzioni, organi e organismi dell'Unione nel rispetto del principio di sussidiarietà, come pure agli Stati membri esclusivamente nell'attuazione del diritto dell'Unione. Pertanto, i suddetti soggetti rispettano i diritti, osservano i principi e ne promuovono l'applicazione secondo le rispettive competenze e nel rispetto dei limiti delle competenze conferite all'Unione nei trattati. 2. La presente Carta non estende l'ambito di applicazione del diritto dell'Unione al di là delle competenze dell'Unione, né introduce competenze nuove o compiti nuovi per l'Unione, né modifica le competenze e i compiti definiti nei trattati.» Dall'articolo si nota come la Carta debba essere applicata solo in riferimento all'attuazione del diritto dell'Unione Europea e non riguardi invece leggi che risultano proprie esclusivamente di un singolo Stato.<sup>160</sup> Viene poi espressamente sancito che l'art. 50 non osta in alcun modo che uno Stato membro imponga per le medesime violazioni (agli obblighi dichiarativi in ambito IVA) una combinazione di sovrattasse e sanzioni penali, al fine di assicurare

---

<sup>158</sup> CDFUE, Titolo V, art. 50 Diritto di non essere giudicato o punito due volte per lo stesso reato: "Nessuno può essere perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato nell'Unione a seguito di una sentenza penale definitiva conformemente alla legge."

<sup>159</sup> C. Giust. UE, 26 febbraio 2013, sent. C-617/10, Åkerberg Fransson

<sup>160</sup> Nel caso in questione, che trattava il tema dell'evasione dell'IVA (l'IVA, infatti, è un'imposta che entra a tutti gli effetti anche nelle casse dell'UE), non vi erano dubbi della rientranza all'interno del diritto dell'unione europea e di conseguenza dell'applicabilità di quanto sancito dalla Carta.

l'effettiva riscossione delle entrate e tutelare, quindi, gli interessi finanziari dell'UE.<sup>161</sup> Nonostante ciò, qualora la sovrattassa sia di natura penale e sia divenuta definitiva, non è possibile, ai sensi dell'art 50, intraprendere procedimenti penali per gli stessi fatti e sullo stesso soggetto. Nella valutazione della natura penale sono rilevanti i tre criteri di Engel, che erano stati già richiamati nella precedente sentenza della CGUE sul caso Bonda. Infine, ed è ciò che desta maggiori criticità, la Corte enuncia che: « spetta al giudice del rinvio valutare, alla luce di tali criteri, se occorra procedere ad un esame del cumulo di sanzioni tributarie e penali previsto dalla legislazione nazionale sotto il profilo degli standard nazionali ai sensi del punto 29<sup>162</sup> della presente sentenza, circostanza che potrebbe eventualmente indurlo a considerare tale cumulo contrario a detti standard, a condizione che le rimanenti sanzioni siano effettive, proporzionate e dissuasive». La critica deriva dal fatto che la Corte pecca di chiarezza e determinatezza poiché lascia spazio alla presenza del doppio binario sanzionatorio, qualora un'unica sentenza non fosse sufficiente in termini di dissuasività, proporzionalità ed effettività. L'interpretazione e la valutazione stessa sembrerebbero spettare infatti al giudice interno, il quale però non riceve indicazione precise sul tipo di valutazione che deve compiere. L'oggetto, infatti, sembra non concernere più solo la natura penale della sanzione scaturita da un determinato illecito, bensì il cumulo tra sanzioni per il medesimo fatto. Risulta, inoltre molto complicato definire una misura univoca dello standard di protezione di cui deve tenere in conto il giudice nell'esprimere la propria valutazione.<sup>163</sup> Chiaro che tale disposto e dunque, più in generale, l'interpretazione data dalla CGUE all'art. 50 CFDUE si differenzia rispetto a quella data dalla Corte EDU all'art. 4, poiché viene fornita al divieto del doppio binario una lettura un po' più restrittiva soprattutto per il fatto che entra in

---

<sup>161</sup> G. De Amicis, Ne bis in ibidem e “doppio binario” sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza Grande Stevens” nell’ordinamento italiana, 23 giugno 2014, in *riv. Diritti Umani e Giustizia penale*

<sup>162</sup> Punto 29 “Ciò posto, quando un giudice di uno Stato membro sia chiamato a verificare la conformità ai diritti fondamentali di una disposizione o di un provvedimento nazionale che, in una situazione in cui l’operato degli Stati membri non è del tutto determinato dal diritto dell’Unione, attua tale diritto ai sensi dell’articolo 51, paragrafo 1, della Carta, resta consentito alle autorità e ai giudici nazionali applicare gli standard nazionali di tutela dei diritti fondamentali, a patto che tale applicazione non comprometta il livello di tutela previsto dalla Carta, come interpretata dalla Corte, né il primato, l’unità e l’effettività del diritto dell’Unione

<sup>163</sup> G. De Amicis, Ne bis in ibidem e “doppio binario” sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza Grande Stevens” nell’ordinamento italiano, 23 giugno 2014, in *riv. Diritti Umani e Giustizia penale*. Sul punto anche 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, p. 5

gioco la discrezionalità degli Stati, attraverso la facoltà dei giudizi nazionali di capire come bilanciare il rispetto del diritto con l'apparato sanzionatorio residuale.

### **3.6 Primi riflessi sull'ordinamento italiano**

Risulta utile analizzare i riflessi principali che la giurisprudenza europea ha avuto all'interno dell'ordinamento nazionale. In primo luogo, è bene capire quali rapporti sussistono tra i principi che vengono sanciti dalle Corti europee e i recepimenti interni. L'articolo che si occupa di tale tematica è il 117 ed è sancito dalla Costituzione, il quale prevede: «La potestà legislativa è esercitata dallo Stato e dalle Regioni nel rispetto della Costituzione, nonché dei vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario e dagli obblighi internazionali.» Si tratta dell'articolo di ripartizione delle competenze in termini di potestà legislativa, per capire quali materie sono di competenza esclusiva dello Stato e quali di competenza concorrente. È bene sin da subito notare, che l'art. 117 non attribuisce rango costituzionale alle norme dettate da accordi internazionali (il caso delle disposizioni CEDU), tuttavia, impone il rispetto degli obblighi assunti sul piano internazionale.

Se una norma nazionale non rispetta un obbligo sancito, ad esempio dalla CEDU, allora non rispetta l'art 117 della Costituzione e di conseguenza viene dichiarata incostituzionale. Vale dunque che un giudice ordinario dovrà sempre interpretare la norma interna in modo conforme alla norma internazionale (che viene per l'appunto definita interposta). Qualora dovessero emergere dubbi circa la compatibilità delle due norme e non fosse possibile applicare una, senza disattendere l'altra, allora sarà necessario portare la questione di legittimità costituzionale dinnanzi alla Corte.

Premesso ciò, è opportuno verificare come effettivamente quanto sancito dalla giurisprudenza internazionale europea circa il principio in discussione sia stato recepito internamente nell'ordinamento italiano. Dopo la sentenza Grande Stevens l'Italia si è dovuta confrontare con quanto disposto, vista anche la relazione con l'ordinamento europeo descritta precedentemente. In particolare, gli scenari su cui era necessario capire come procedere potevano risultare tre: il primo riguardava tutti i casi in cui ci trovava nella medesima situazione rispetto al *ne bis in idem*, ossia quando si aveva una condanna definitiva in uno dei due procedimenti, mentre l'altro risultava ancora pendente; il secondo caso faceva riferimento a situazioni di litispendenza, ossia quando entrambi i procedimenti erano ancora in esecuzione; il terzo e ultimo riguardava le situazioni in cui,

invece, entrambi i procedimenti risultavano già conclusi.<sup>164</sup> Per quanto riguarda la prima casistica una possibile soluzione riguardava la profonda ricerca di un'interpretazione conforme a quanto sostenuto dalla CEDU. Le disposizioni nazionali su cui era possibile lavorare proprio a livello interpretativo riguardavano le clausole di salvezza con cui si aprono gli articoli che introducono l'illecito amministrativo nelle fattispecie di abusi di mercato (artt. 187 bis e ter) e l'art 649 c.p.p., all'interno del quale l'ordinamento italiano prevede il divieto del duplice procedimento penale per il medesimo fatto, qualora l'imputato risulti già «prosciolto o condannato con sentenza o decreto penale divenuti irrevocabili».

Considerando la prima prospettiva, in realtà, si segue la strada già intrapresa dalla Corte di Cassazione nel 2006,<sup>165</sup> la quale era volta alla valorizzazione della clausola di salvezza che apre l'art. 187 ter T.U.F. per escludere in modo concreto il cumulo sanzionatorio pendente sul medesimo fatto compiuto dal medesimo soggetto<sup>166</sup>. Viene, infatti, individuato sul piano dell'inquadramento giuridico il confine tra illecito penale e amministrativo. Si nota che il reato penale di manipolazione del mercato, ai sensi dell'art. 185 T.U.F. si differenzia dall'omonimo illecito amministrativo delineato dall'art. 187 ter T.U.F. per la presenza di condotte artificiose che concretizzano una sensibile variazione dei prezzi degli strumenti finanziari. In sostanza, l'illecito penale è caratterizzato dalla presenza della *price sensitive* che lo qualifica in termini di pericolo concreto, a differenza dell'illecito amministrativo che non avendo tale connotazione viene caratterizzato come pericolo astratto.<sup>167</sup> Sulla base di tale via interpretativa, si è cercato di leggere con

---

<sup>164</sup> 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 *riv. dir. pen. cont.*, 2014

<sup>165</sup> Sent. 16 marzo 2006, n. 15199 “Le fattispecie previste dagli artt. 185 e 187 ter D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, di natura rispettivamente penale e amministrativa, entrambe riferite a casi di manipolazione del mercato, presentano alcuni elementi differenziali. In particolare, fra tali elementi di differenziazione, oltre ad una più dettagliata previsione delle condotte punibili, vi è il riferimento al dato quantitativo dell'alternazione del prezzo degli strumenti finanziari causato dalle operazioni poste sul mercato, presente solo nella disposizione penale. Una linea distintiva ai fini dell'applicazione delle due disposizioni può individuarsi proprio nella presenza di condotte dirette a realizzare operazioni simulate o altri artifici, nonché nei casi in cui tali azioni siano idonee a concretizzare una sensibile modifica del prezzo degli strumenti finanziari. Solo quando non vi siano condotte così tipizzate e manchi siffatta idoneità alterativa potrà trovare applicazione l'illecito amministrativo di cui all'art. 187 ter, che si caratterizza appunto come fattispecie di pericolo astratto”

<sup>166</sup> 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 *riv. dir. pen. cont.*, 2014

<sup>167</sup> Tale interpretazione la si può trovare enunciata anche nella sentenza del tribunale di Torino sul caso Fiat – Ifil (oggetto poi della famosa sentenza Grande Stevens), il quale assolve gli imputati dal reato dell'art 185 per insussistenza del fatto, in particolare “Il delitto contestato agli imputati

un'ottica diversa le clausole con cui si aprono gli illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione di mercato cercando di andarli a limitare ai soli casi in cui non sussistono gli elementi necessari per classificarli nelle corrispondenti fattispecie penali. La locuzione di apertura: «Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato» dovrebbe essere dunque intesa nel senso per cui l'illecito penale si applica come norma speciale più grave rispetto all'illecito amministrativo qualora vengano alla luce quegli elementi concreti aggiuntivi che caratterizzano l'aspetto penale e non quello amministrativo. Se si considerano in astratto le due fattispecie, è la norma penale che è quella specializzante, che quindi deve prevalere nel momento in cui sussistono quegli elementi di cui sopra. Il fatto, dunque, di rivalidare il principio di specialità (sulla base della regola dell'art. 9 della l. n. 689/1981) da un alto rendeva conforme l'ordinamento italiano con quanto richiesto dalla Corte Europea in tema di *ne bis in idem*, dall'altro però bisogna notare che poteva dare origine ad una questione di illegittimità dovuta da un punto di vista sistematico alla connessione di quanto disposto invece dall'art. 187 duodecies, il quale prevede la non esclusione del procedimento amministrativo in caso di pendenza di procedimento penale, e dall'art. 187 terdecies, il quale invece si occupa di regolare l'applicazione congiunta delle sanzioni pecuniarie sia penali che amministrative. In aggiunta è bene considerare che l'ordinamento italiano è volto ad applicare il principio di specialità operando il confronto tra le fattispecie tipiche considerate in astratto e non, quindi tra fattispecie concrete. Ciò si pone in contrasto con l'approccio puramente sostanzialistico che richiede invece la Corte EDU, la quale ritiene che la questione principale da risolvere non sia quella di stabilire se gli elementi costitutivi previsti dai due articoli siano gli stessi, ma se i fatti portati dinanzi ai due giudici (amministrativo e penale) derivino dalla stessa condotta.<sup>168</sup> È necessario infatti puntualizzare che se tale tipologia di interpretazione può avere un certo senso, seppur con

---

è inquadrabile nella categoria dei reati di pericolo concreto: i quali, secondo la tradizionale ripartizione, si distinguono da quelli di pericolo astratto per essere questi ultimi caratterizzati dalla presunzione legale secondo cui la messa in pericolo del bene giuridico tutelato dalla norma si realizza per il solo compimento della condotta: mentre ad integrare il reato di pericolo concreto si richiede l'accertamento della causazione effettiva dello stato di pericolo. Senonché - così si osserva nella sentenza - la più recente giurisprudenza, riconoscendo la necessità che anche in tema di pericolo astratto sussista l'offensività specifica della singola condotta in concreto accertata, ha introdotto il principio per cui non è sufficiente la sola presunzione prevista dal legislatore, ma è necessario che sia accertata in concreto la pericolosità della condotta.”

<sup>168</sup> G. De Amicis, *Ne bis in idem* e “doppio binario” sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza *Grande Stevens* nell'ordinamento italiano, in *riv. Diritti Umani e Giustizia penale*, 2014

le criticità appena descritte, ciò non si può dire invece per la fattispecie di insider trading, dove gli elementi costitutivi che descrivono illecito penale e amministrativo non presentano differenza alcuna.

Per quanto riguarda, invece, la seconda prospettiva, una parte della dottrina sostiene di leggere l'art. 649 c.p.p. nell'ottica contenutistica elaborata dalla Corte EDU. L'articolo, infatti, riporta un principio di garanzia di portata generale e non certo eccezionale e nulla gli vieta di poter godere di un'estensione interpretativa, nel senso di far rientrare nel concetto di "sentenza o decreto penale divenuti irrevocabili" anche tutte quelle sentenze che la stessa Corte EDU fa rientrare nella c.d. materie penale. Si tratta di far rientrare nel novero di applicazione dell'art. 649 c.p.p. tutte quelle sentenze che formalmente sono amministrative ma sostanzialmente risultano penali (esattamente come proposto e praticato dalla stessa fonte convenzionale).<sup>169</sup> Tale tipologia di interpretazione risulta sicuramente conforme al disposto della Corte EDU, tuttavia si basa su una forte dilazione del dato letterale e sistematico, che risulta difficile da percorrere sia alla luce delle posizioni prese dalla giurisprudenza in merito, più propense ad attribuire il significato letterale e quindi a continuare e a leggere l'art. 649 in riferimento esclusivo all'ambito penale, sia alla luce del collegamento funzionale tra l'articolo stesso e l'art. 648 c.p.p., il quale salvaguarda l'oggettiva incontrovertibilità del dictum penale da cui deriva un determinato effetto.<sup>170</sup>

Se i due procedimenti invece sono ancora in corso, allora risulta impercorribile riuscire ad uniformarsi a quanto previsto dalla Corte di Strasburgo, proprio per un concetto fondamentale: la disciplina trova applicazione se uno di procedimenti risulta concluso. Si potrebbe tuttavia pensare, in tali casi, di sollevare una questione di illegittimità costituzionale (per il disposto previsto dall'art. 117), a partire proprio dalla fine, ossia da quanto disposto dall'art 187 duodecies T.U.F..

Per quanto riguarda, infine, l'ultima ipotesi, ossia quando entrambi i procedimenti risultano conclusi, si sollevano alcune questioni relative da un lato all'intangibilità del

---

<sup>169</sup> 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 *riv. dir. pen. cont.*, 2014

<sup>170</sup> G. De Amicis, Ne bis in ibidem e "doppio binario" sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza Grande Stevens" nell'ordinamento italiano, in *riv. Diritti Umani e Giustizia penale*, 2014

giudicato <sup>171</sup> e dall'altro all'impossibilità di configurare questioni di legittimità costituzionale, dal momento che si tratta di "rapporti esauriti".<sup>172</sup>

Tali suggerimenti emersi a seguito della sentenza Grande Stevens, sono sicuramente saltati all'occhio della Corte di Cassazione che ha posto alla Consulta il problema dell'incompatibilità dell'ordinamento italiano, in riferimento principalmente alla materia finanziaria, con il principio generale del *ne bis in idem*, anche alla luce della recente (allora) interpretazione europea. In particolare, la Corte con l'ordinanza n. 3333 del 2014<sup>173</sup> ha fatto emergere questioni di legittimità in riferimento all'art. 187 bis del T.U.F., in quanto ritenuto contrario all'art. 117 della Costituzione e all'art 4 Prot. 7 CEDU, in virtù, come visto sopra, della clausola di apertura dello stesso, con la quale si prevede l'applicabilità, in ogni caso, della sanzione amministrativa anche quando il reato presenta elementi costitutivi della fattispecie penale. Un'altra questione emersa riguarda, invece, l'art 649 c.p.p., il quale si pone in contrasto agli articoli sopra, poiché non viene compreso nel divieto di doppio procedimento anche il caso in cui il procedimento amministrativo sia sostanzialmente penale.

La Corte Costituzionale, tuttavia, con pronuncia n. 102 dell'8 marzo 2016 dichiara inammissibili entrambe le questioni sollevate dalla Corte di Cassazione. In particolare, la prima è dichiarata tale per irrilevanza nel giudizio *a quo* poiché concerne una disposizione (l'art. 187 bis) che ha già ricevuto applicazione definitiva dalla CONSOB, mentre la Corte di Cassazione dovrebbe essere chiamata a giudicare ed intervenire sull'art. 184, relativo al procedimento penale che invece è ancora in atto. Viene sancito inoltre che: «L'eventuale accoglimento della questione di legittimità costituzionale sollevata in relazione all'art. 187-bis del citato decreto non solo non consentirebbe di evitare la lamentata violazione del *ne bis in idem*, ma semmai contribuirebbe al suo verificarsi, dato che l'autorità giudiziaria precedente dovrebbe comunque proseguire il giudizio penale ai sensi del precedente art. 184, benché l'imputato sia già stato assoggettato, per gli stessi fatti, a un giudizio amministrativo divenuto definitivo e benché, in considerazione della

---

<sup>171</sup> Si tratta dell'impossibilità per il giudice di modificare le statuizioni adottate al termine di un processo, che sono divenute definitive dal momento che non risultano più soggette ad impugnazione ordinaria.

<sup>172</sup> 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 *riv. dir. pen. cont.*, 2014

<sup>173</sup> L'ordinanza riguardava un illecito di insider trading, in cui il soggetto aveva diffuso ad altri informazioni privilegiate fuori dal normale esercizio della professione sul quale era in atto un procedimento penale, a seguito di un già concluso procedimento amministrativo con relativa sanzione pecuniaria e interdittiva.

gravità delle sanzioni amministrative applicate, a tale giudizio debba essere attribuita natura “sostanzialmente” penale, secondo l’interpretazione della Corte europea dei diritti dell’uomo». A ulteriore sostegno di quanto appena citato la Corte rileva inoltre che non si produrrebbe nemmeno un vantaggio per l’imputato anche qualora venisse evocato l’art. 30 quarto comma, della legge 11 marzo 1953, n. 87, poiché anch’esso sarebbe inapplicabile dal momento che l’eventuale ammissione dell’illegittimità costituzionale riguarderebbe non un reato, bensì un illecito amministrativo che assume le vesti penali per il rispetto delle garanzie della CEDU. Viene poi affermato, in merito alla valenza dell’art. 4. CEDU, che in base alla consolidata giurisprudenza europea, il divieto del *ne bis in idem* ha carattere processuale e non sostanziale. Ciò significa che gli Stati possono punire con diverse sanzioni lo stesso fatto anche a più titoli, l’importante è che 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». Per quanto riguarda la seconda questione portata all’attenzione della Corte Costituzionale è doveroso fare una premessa: la Corte di Cassazione nel portare al vaglio l’illegittimità dell’art. 649 c.p.p. è perfettamente consapevole che lo stesso accoglimento determinerebbe un’incertezza circa il tipo di risposta sanzionatoria (amministrativa o penale) a seguito di determinati comportamenti, in base alla circostanza casuale del procedimento definito più velocemente. Non ci sarebbe, infatti, alcun ordine di priorità o coordinamento tra procedimento amministrativo e penale, arrivando al punto in cui il secondo procedimento diventerebbe precluso in base al provvedimento che per primo è divenuto irrevocabile. Sicuramente si porrebbe rimedio ai casi concreti, ma non si assicurerebbe una corretta imputazione della giustizia, giacché determinate situazioni magari molto gravi, potrebbero in tal senso risultare sanzionate in via formalmente amministrativa (ma sostanzialmente penale), solo perché il procedimento è risultato più celere. In tal senso, viene poi evidenziato che l’incertezza e la casualità delle sanzioni porterebbe a un mancato rispetto di ulteriori principi costituzionali: in primo luogo la violazione dei principi di determinatezza e legalità della sanzione penale sanciti ai sensi dell’art. 25 Cost; in secondo luogo, la violazione del principio di ragionevolezza e parità di trattamento ai sensi dell’art. 3 Cost. e, infine, la violazione dei principi di «effettività, proporzionalità e dissuasività delle sanzioni, imposti dal diritto dell’Unione europea, come esplicitato dalla Corte di giustizia dell’Unione europea (sentenza, 23 febbraio 2013, in causa C-617/10 Aklagaren contro Akerberg Fransson), in violazione, quindi, degli artt. 11 e 117 Cost». Nonostante ciò, la Corte di Cassazione ritiene prioritaria, rispetto a tali

criticità e incongruenze costituzionali, la tutela del diritto a non essere giudicati due volte. La Corte costituzionale rileva che il sacrificio di tali principi costituzionali sarebbe collegato, secondo la logica del giudice *a quo*, all'infondatezza della questione principale: è la stessa Cassazione che postula che «l'adeguamento dell'ordinamento nazionale all'art. 4 del Protocollo n. 7 alla CEDU dovrebbe avvenire prioritariamente attraverso una strada che egli non può percorrere per difetto di rilevanza». A tal punto la questione subordinata diviene per definizione una incongrua soluzione di ripiego. Sempre all'interno della medesima pronuncia viene anche analizzata la questione posta dalla sezione tributaria della Corte di Cassazione, circa l'incostituzionalità dell'art. 187 ter ai sensi di quanto sancito a livello europeo dalla CEDU. In particolare la Cassazione intende «verificare se la obbligatorietà delle sanzioni amministrative nel sistema degli illeciti di market abuse sia configgente col sistema del c.d. divieto del *ne bis in idem*, allorché venga preliminarmente emessa una sanzione penale e se, eventualmente, quest'ultima, a prescindere dalla sua afflittività e proporzionalità, in relazione al fatto commesso, sia preclusiva alla comminatoria della sanzione amministrativa, o se ne debba solamente tenere conto al fine della successiva comminatoria della sanzione amministrativa». La questione si pone, anche alla luce della stessa direttiva europea MAD, che impone la previsione di sanzioni amministrative effettive, proporzionate e dissuasive e anche alla luce di quanto previsto dagli stessi articoli 187 duodecies e 187 terdecies del T.U.F. Avanzando la questione in tali termini, in realtà, la Corte di Cassazione non risolve le questioni circa la compatibilità stessa tra giurisprudenza europea e principi dell'Unione europea sia per quanto concerne un'eventuale non applicazione nel diritto interno ai vari stati, sia per quanto riguarda il contrasto nell'interpretazione del *ne bis in idem* tra la Corte europea e l'Unione europea. Il fatto di non aver superato tali dubbi, così come la perplessità e la formulazione dubitativa, portano di conseguenza la Corte Costituzionale a ritenere infondata la questione e dunque inammissibile.

### **3.7 Un ulteriore sviluppo: la sentenza A e B c. Norvegia**

Un passo sicuramente importante e meritevole di considerazione ai fini dell'analisi dell'evoluzione del principio oggetto del presente capitolo riguarda un'ulteriore sentenza

da parte della Corte EDU, già sopra citata: quella relativa al caso A e B c. Norvegia.<sup>174</sup> La sua rilevanza deriva dal fatto che, seppur non riguardi direttamente lo stato italiano o il tema dei mercati finanziari, interviene ad ogni modo a definire e chiarire tutte le questioni ancora aperte a seguito della precedente sentenza Grande Stevens. La Corte si pronunciò su due cause riunite: la prima vedeva il ricorrente contestare la violazione del *ne bis in idem* poiché stava subendo una condanna per il reato penale di frode fiscale, allorché aveva già subito pena amministrativa con sentenza definitiva; la seconda invece vedeva il ricorrente subire l'irrogazione di una sovrattassa, a seguito di procedimento amministrativo, anche se era già stato condannato penalmente in un procedimento ormai concluso. Il tema principale su cui la Corte doveva pronunciarsi riguardava la legittimità convenzionale del principio del *ne bis in idem* sulla base della “*sufficiently close connection, in substance and in time*” dei procedimenti in essere o conclusi, relativi al medesimo fatto del medesimo soggetto.<sup>175</sup> Prima però la stessa Corte si può dire abbia esercitato un “passo indietro” (il famoso *revirement*), circa l'impostazione rigida scaturita a seguito della precedente giurisprudenza in materia (e soprattutto anche in virtù delle numerose questioni circa la chiarezza di quanto postulato). In particolare, viene enunciato (par 117) che se da un lato gli stati sicuramente devono proteggere l'applicazione corretta del principio (e quindi quella dell'art. 4 prot. 7), dall'altro è necessario lasciare libere le varie autorità di scegliere i mezzi per poterla esercitare nel miglior modo possibile. Anzi la Corte stessa ritiene che gli Stati dovrebbero poter optare per formulare risposte giuridiche complementari quando si trovano a giudicare comportamenti socialmente non accettabili (tra cui evasione, abusi di mercato e così via) attraverso «diverse procedure che formano un insieme coerente di modi di trattare, da diversi punti di vista, il problema sociale in questione, sempre che tali risposte giuridiche combinate non rappresentino un carico eccessivo per la persona in causa.» (par. 121). Per l'applicazione dell'articolo 4 del prot. 7, dunque, la Corte deve capire se effettivamente il doppio binario perseguito dagli stati viene puramente seguito al fine di irrogare idonea sanzione circa il fatto commesso oppure se si tratta effettivamente nella sostanza e negli effetti di un atto di pregiudizio nei confronti del soggetto, causando dunque un'ingiustizia e una violazione del diritto in questione. Un altro nodo importante che è emerso con la sentenza e di cui si è già trattato

---

<sup>174</sup> C. Eur. Dir. Uomo, 15 novembre 2016, A e B c. Norvegia

<sup>175</sup> G. Calafiore, La sentenza A e B c. Norvegia della Corte di Strasburgo ridimensiona la portata del principio *ne bis in idem*, in *riv. European papers*, 2017

in precedenza nel presente testo riguarda il fatto che la Corte, nel valutare l'effettiva e sicura applicazione dell'articolo 4, ha ritenuto fondamentale «prevedere, in un momento opportuno, una procedura con un solo livello che permetta la riunione di ambiti paralleli del regime legale che regola l'attività in causa, in modo da soddisfare, nell'ambito di un unico processo, differenti imperativi perseguiti dalla società nella sua reazione di fronte alle infrazioni. Ciononostante, come precisato precedentemente (cfr. paragrafi 111 e 117-120), l'articolo 4 del Protocollo n. 7 non esclude la possibilità di realizzare procedimenti duali, a patto che si rispettino determinate condizioni. In particolare, per far sì che la Corte sia convinta che non esista una duplicazione della pena o del processo (bis) come statuito nell'articolo 4 del Protocollo n.7, lo Stato difensore deve dimostrare, argomentando con prove, che i procedimenti duali in questione abbiano “un nesso sufficientemente stretto in sostanza e tempo”. In altre parole, si deve dimostrare che sono stati combinati in un modo integrato, tale da formare un insieme coerente. Ciò implica non solo che gli obiettivi perseguiti e i mezzi utilizzati per addivenire a tale risultato debbano essere complementari in sostanza e presentare un nesso temporale, ma anche che le eventuali conseguenze derivanti dalla regolamentazione giuridica della condotta in esame debbano essere proporzionate e prevedibili dalla persona giudicata». Viene dunque introdotto il principio fondamentale che la Corte europea intende debba essere utilizzato nel definire quando effettivamente sia in atto una duplicazione dei procedimenti (concetto del “bis”). Sulla scorta dell'analisi operata la Corte ha ritenuto, alla fine, che il caso in oggetto non costituisca violazione del principio del ne bis in idem, aprendo dunque la strada ad un'interpretazione più soft del principio stesso.

### **3.8 La posizione della CGUE post-A e B c. Norvegia**

Tale apertura ha contribuito a riallineare in un certo senso gli orientamenti di Corte EDU e Corte di giustizia, la quale in realtà ha sempre puntato ad assicurare l'effettività e la proporzionalità e la dissuasività della sanzione, pur mantenendo il doppio binario sanzionatorio con determinati limiti.<sup>176</sup> Alla luce, però, di tutto il percorso evolutivo risulta utile andare ad analizzare un po' più da vicino la posizione della Corte di Giustizia

---

<sup>176</sup> Tale posizione è stata presa e mantenuta sin dal noto caso di Spector Group, all'interno del quale la Corte aveva ritenuto che il sistema del doppio binario sanzionatorio in realtà non fosse in contrasto con la disciplina europea, poiché il diritto europeo non poteva precludere agli stati la possibilità di affiancare alla sanzione penale quella amministrativa.

europea a seguito del revirement della Corte EDU. Le strade da seguire infatti potevano essere sostanzialmente due: uniformarsi alla visione più ampia e meno rigorosa sancita dalla CEDU post-A e B c. Norvegia permettendo in tal modo di assicurare sia l'esigenza di far rispettare un principio importante sia l'esigenza di tutelare gli interessi economici e finanziari dell'Unione, oppure rivendicare una posizione maggiormente autonoma, che invece avrebbe aderito ad una visione più stringente e rigorosa. In realtà, la Corte di Giustizia punta maggiormente su una lettura autonoma dell'art. 50 della Carta, ma non al fine di fornire o puntare ad una visione più "stretta". A chiarire maggiormente tale punto e la posizione della Corte stessa (in tema di ne bis in idem e abusi di mercato) sono intervenute due sentenze di non poca rilevanza: il caso *Garlsson Real Estate* e altri e il caso *Di Puma e Zecca*. In primo luogo, c'è da sottolineare come la Corte abbia ritenuto doverosa l'applicazione dell'art. 50 della Carta<sup>177</sup>, in quanto riconosce che il settore dei mercati finanziari costituisce a tutti gli effetti interessi e quindi attuazione del diritto dell'UE. Non a caso, infatti la stessa Direttiva originaria (MAD I) richiedeva agli Stati membri espressamente la previsione di un doppio binario penale ed amministrativo. Per non parlare delle disposizioni successive (MAD II e MAR), le quali hanno rafforzato maggiormente le previsioni, al fine dell'attuazione di un apparato sanzionatorio più dissuasivo e dirompente. La Corte, nel caso *Garlsson*, afferma la previsione di una effettiva limitazione del diritto al ne bis in idem seguendo però dei criteri diversi rispetto a quelli sanciti dalla Corte EDU: la limitazione deve rispettare il principio di proporzionalità, deve essere necessaria a garantire finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o a proteggere diritti e libertà altrui (par. 43) e soprattutto deve in ogni caso sempre verificare che l'eventuale cumulo di sanzioni inflitte non ecceda mai la gravità del reato accertato. (par 56) Fondamentalmente, dunque la Corte legittima la possibilità in capo agli stati di irrogare sanzioni amministrative (seppur sostanzialmente penali) per condotte che risultano più gravi. Per quanto riguarda il tema della proporzionalità la Corte intende sensibilizzare l'attenzione sul fatto che il cumulo di sanzioni non vada a superare il vero scopo della normativa. Chiaro che, affinché tale principio possa essere dagli Stati correttamente rispettato, sono necessarie norme chiare e concise che permettano di capire quali condotte possano costituire oggetto di cumulo sanzionatorio (par. 51). Nonostante la notevole apertura, nel caso *Garlsson* la Corte è

---

<sup>177</sup> Da tale incipit si nota proprio, come seppur con adeguamenti, la CGUE voglia comunque mantenere una certa autonomia della valenza dei principi sanciti dalla Carta.

giunta nuovamente a rispondere negativamente circa il rispetto del principio nell'ordinamento italiano. Viene infatti sancito che, seppur vero che il coordinamento tra pubblico ministero e CONSOB (previsto dall'art 187 decies) può ridurre l'onere derivante dal cumulo sanzionatorio, nel caso in cui sia stata pronunciata ai sensi dell'art. 185 T.U.F. condanna penale, l'ulteriore procedimento amministrativo (sostanzialmente penale) eccede quanto strettamente necessario a garantire lo scopo della norma sopra descritto, qualora la sanzione penale risulti già di per sé efficace, proporzionata e dissuasiva. Ciò viene concluso a prescindere dall'operato "mediatore" dell'art 187 terdecies (che doveva ancora subire la modifica in quanto non era ancora entrato in vigore il d.lgs. 107/2018). Entrando nel merito, la Corte sostiene che l'articolo non fosse in grado di garantire che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte fosse limitata a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato. L'art 187 terdecies prevedeva, infatti, che «quando per lo stesso fatto sono state applicate una multa e una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale, l'esazione della prima è limitata alla parte eccedente l'importo della seconda.» Come si può facilmente notare, il riferimento è solo al cumulo di sanzioni pecuniarie, mentre nulla viene disposto per i casi di cumulo di sanzioni amministrative pecuniarie di natura penale e sanzioni penali di reclusione. È bene sottolineare che, il rinnovato articolo 187 terdecies in realtà presenta le stesse problematiche, poiché continua ad occuparsi del cumulo di sanzioni pecuniarie e non si occupa quindi di porre limiti e contrasti al rispetto del *ne bis in idem*. Il disposto, infatti, si inserisce nella fase meramente esecutiva e certamente evita il cumulo di sanzioni pecuniarie da un lato, ma dall'altro non impedisce in alcun modo il riconoscimento di entrambi gli illeciti per il medesimo fatto. Un altro punto molto importante da sottolineare è che il caso *Garlsson* si riferisce all'ipotesi in cui il procedimento penale sia concluso e quello amministrativo ancora in corso. Ciò ha portato gran parte della dottrina ad affermare come la Corte attribuisca maggior importanza all'ambito penale, creando una sorta di asimmetria che potrebbe incentivare conclusioni anticipate dei procedimenti penali al fine di evitare l'avvio del secondo procedimento amministrativo. È dimostrabile, infatti, che quando è il procedimento penale a concludersi per primo, l'ulteriore procedimento amministrativo costituisce immediata violazione del principio; nel caso contrario invece, la Corte ammette, sulla base dei criteri, il cumulo sanzionatorio (caso *Menci*).<sup>178</sup>

---

<sup>178</sup> C. Silva, *La deriva del ne bis in idem verso il canone di proporzionalità*, in *Cultura penale e spirito europeo*, 2019, p. 14. F. Mucciarelli, *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in*

### 3.9 Nuovi fronti per l'ordinamento italiano

A tale punto risulta naturale domandarsi come l'ordinamento italiano abbia reagito in tema di market abuse, alla luce del processo evolutivo europeo avvenuto sia nella giurisprudenza che nella regolamentazione. In linea di massima si può affermare che la dottrina italiana non sembra aver colto positivamente e chiaramente gli innumerevoli spunti di riflessione derivanti non solo dalla giurisprudenza e quindi dalle sentenze delle Corti europee, ma anche dalla legislazione stessa. Si auspicava, infatti, che con l'avvento di MAD II e MAR, l'ordinamento italiano, attraverso le leggi delega di recepimento, cogliesse l'occasione per andare a uniformare il sistema del doppio binario sanzionatorio a quanto disposto superiormente dall'Europa e dunque a renderlo più incline al rispetto del principio del *ne bis in idem*. Ciò, in realtà non è stato propriamente compiuto. La stessa legge delega 114/2015 all'art. 11 co. 1 lett. i) si può notare come presenti alcune criticità e divergenze rispetto a quanto contenuto negli atti europei. Il disposto prevede «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» e risulta divergente per due ordini di ragioni. In primo luogo, pare che venga data un'importanza prioritaria all'apparato sanzionatorio amministrativo, quando invece il legislatore europeo si è dichiarato apertamente maggiormente favorevole all'introduzione di fattispecie di reato penale e quindi al conferimento alla sanzione amministrativa di un ruolo residuale. In secondo luogo, non risulta completo il riferimento alle sanzioni penali (“effettive, proporzionate e dissuasive”), che richiama solamente in parte l'art. 7 MAD II e non fa alcun riferimento ai disposti seguenti che riguardano le prescrizioni sul livello minimo del massimo edittale da comminare per le condotte che costituiscono reato. Infine, risulta paradossale come la delega si concentri maggiormente nel dettagliare le misure sanzionatorie amministrative per cercare di ridefinire, in modo da assicurarne l'adeguatezza, i minimi edittali<sup>179</sup> e la sfera di applicazione. Ciò denota dunque, che sulla base di quanto disposto dalla legge delega non si potrebbero introdurre nuove fattispecie penali, ma solo amministrative, dimostrando che all'interno del sistema continuerebbero

---

idem: la Corte di Cassazione e i criteri di stretta connessione e proporzionalità, in *riv. dir. pen. cont.*, 2018

<sup>179</sup> Art. 11 co. 1 lett f) l. 114/2015

ad esistere due sistemi sanzionatori differenti per reprimere fatti analoghi.<sup>180</sup> Di conseguenza, il d.d.l. di delegazione europea del 2016 accoglie pienamente la legge delega, andando ritenere del tutto superfluo ogni intervento sul fronte penalistico.<sup>181</sup>

Nemmeno la seconda legge delega emanata dal Parlamento, la l. 25 ottobre 2017, n. 163 è sembrato aiutare molto su tale versante. Sebbene siano state previste delle modifiche per principalmente rispondere alle pressioni europee, queste purtroppo risultano insufficienti o comunque non esenti da criticità. In particolare, all'art. 8 co. 3 lett f) si richiede espressamente di «rivedere l'articolo 187-terdecies del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, prevedendo che l'autorità giudiziaria o la CONSOB tengano conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate nonché' disponendo che l'esecuzione delle sanzioni, penali o amministrative, aventi la medesima natura, sia limitata alla parte eccedente a quella già eseguita o scontata» e alla lettera g) di «rivedere l'articolo 187-sexies del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in modo tale da assicurare l'adeguatezza della confisca, prevedendo che essa abbia ad oggetto, anche per equivalente, il profitto derivato dalle violazioni delle previsioni del regolamento (UE) n. 596/2014». Per quanto concerne la prima previsione, sebbene si riconosca un effettivo intento di evitare la doppia sanzione non solo sotto l'aspetto pecuniario, tale meccanismo continua a confermare e implicitamente innescare il doppio accertamento da cui deriva la violazione del principio del *ne bis in idem*. Per il secondo aspetto, le criticità risultano ancor più dirimenti. La *ratio* della modifica risulta sicuramente più coerente con il principio di proporzionalità, ma senza un intervento anche sull'art. 187 il rischio è quello di circoscrivere la disposizione ai soli illeciti amministrativi, mentre per quelli penali si continuerebbe a far riferimento anche ai beni strumentali utilizzati per ottenere il profitto, senza poter, per altro, adoperare la mitigazione dell'art. 187 terdecies poiché esso si applicherebbe solo per la parte eccedente a quella già eseguita o scontata e dunque non ci sarebbe modo di andare oltre il profitto, che è l'unico elemento comune ad entrambe le

---

<sup>180</sup> E. Basile, Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE, in *lalegilsazioneppendale.eu*, 2015

<sup>181</sup> Non a caso la relazione illustrativa del provvedimento adottato dal Consiglio dei Ministri sostiene che «e, «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»; per maggiori dettagli, E. Basile, Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato? Lo schema del d.d.l. di delegazione europea 2016, in *archiviodpc.dirittopenaleuomo*

tipologie di confisca dei beni.<sup>182</sup> In virtù di ciò è bene riportare che è stato fatto un passo avanti in tal senso: nel 2019 la Corte Costituzionale con sentenza n. 112 ha sostituito il co. 1 dell'art.187, che continua certamente a prevedere la confisca dei beni che costituiscono il profitto dell'illecito, ma non più anche il prodotto. È stato inoltre abrogato definitivamente l'art 187 – sexies, poiché dichiarato costituzionalmente illegittimo. La motivazione alla base di entrambe le decisioni è stata che mentre la confisca del profitto ha una natura ripristinatoria, la confisca del prodotto ha invece natura strettamente punitiva, che cumulandosi alle altre misure previste dal T.U.F. portava ad una risposta sanzionatoria effettivamente troppo sproporzionata.<sup>183</sup>

---

<sup>182</sup> E. Basile, Riforma del market abuse: quando la toppa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo) Legge 25 ottobre 2017, n. 163 recante Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2016-2017, 14 novembre 2017, in *riv. dir. pen. cont.*

<sup>183</sup> A. Castorino, F. Mezzasalma, Le principali modifiche della Legge Europea 2019-2020 alla disciplina del market abuse, in *riv. dir. bancario*

## CONCLUSIONI

Il presente elaborato si è occupato di descrivere ed analizzare in dettaglio la condotta di insider trading e i suoi principali effetti nei mercati e di ripercorrere l'evoluzione di uno degli aspetti più controversi circa la legislazione in merito: il rapporto tra doppio binario sanzionatorio e principio del *ne bis in idem*.

In primo luogo, l'importanza di tale fenomeno è stata dimostrata prendendo in considerazione i suoi effetti sia di natura economica che di natura etico-morale. È proprio in virtù di ciò che è stato possibile spiegare la forte attenzione da parte del legislatore europeo, che vi ha dedicato tre interventi legislativi molto importanti, oltre che la durezza e il forte trattamento previsto dalla normativa nazionale. Di qui, è emerso come l'insider trading non sia un fenomeno da sottovalutare, soprattutto perché si esplica in mercati che al momento sono di fondamentale importanza, ovvero quelli in cui circola il risparmio degli investitori. Garantirne la sicurezza, ma soprattutto la trasparenza è l'unico modo per mantenere un alto livello di fiducia in questi ultimi e, di conseguenza, il loro buon funzionamento.

La legislazione in merito, che è stata riscritta nel tempo per essere adattata alle continue esigenze in mutamento, ha infatti come fine ultimo la tutela del bene comune più importante quando si pensa al mondo finanziario in generale: il risparmio. In merito a ciò, è stato dimostrato come l'insider trading possa condurre ad una serie di impatti negativi: mancata garanzia di una concorrenza leale (e quindi non efficienza dei mercati), disincentivo all'innovazione, mancata trasparenza. Tutti questi effetti non fanno altro che rendere meno propensi gli investitori, compresi quelli "minori", a ritenere i mercati finanziari non meritevoli della collocazione del risparmio, proprio perché convinti di non ricevere un trattamento paritario a tutti gli altri, con l'effetto ultimo di generare un clima di scorrettezza e incertezza. In questo senso, si è tentato di dimostrare come le leggi presenti abbiano colto l'importanza del fenomeno, i suoi effetti e le implicazioni sugli investitori, conferendo ad esso un trattamento non secondario.

È possibile, a questo punto, porre un'ulteriore questione: la legge è sufficiente? Il fenomeno di insider trading, infatti, è in continua evoluzione, è spesso complicato da scovare proprio perché si innesca in mercati che di per sé sono veloci, mai statici. A tale riguardo il ruolo di CONSOB è e sarà sicuramente fondamentale in quanto deve continuare ad investire risorse in meccanismi e tecnologie sempre più adatti ad

intercettare tali operazioni in modo tale da arginare il problema prima che sia troppo tardi. Un ulteriore fattore che non dovrà essere sottovalutato, se si pensa in un'ottica evolutiva, sarà l'avvento dell'intelligenza artificiale, che potrebbe svoltare completamente le carte in gioco e lì, in contesti come la finanza digitale o il trading ad alta frequenza, potrebbe creare soluzioni multidimensionali per eludere la normativa, oppure di contro per rafforzarla ulteriormente. Basti pensare a quanto già sia complicato identificare e scovare le informazioni privilegiate, così come l'azione fraudolenta. In un contesto dove tutto sarà più veloce, più automatizzato, se il legislatore non riuscirà a far proprie le nuove metodologie, poco ci metteranno esse stesse a remare contro al grande impianto legislativo che regola il fenomeno. Sarà certamente una grande sfida che non deve essere sottovalutata. Un ulteriore aspetto su cui il legislatore potrà anche spostare l'attenzione a proprio vantaggio riguarda proprio l'educazione finanziaria che dovrà essere impartita a tutti: operatori finanziari, imprese, investitori tradizionali. Promuovere tale pratica, così come una cultura della trasparenza e soprattutto dell'etica può certamente aiutare a prevenire il fenomeno di insider trading, ma soprattutto a rafforzare la fiducia nei mercati. Di fondamentale importanza sarà infine la cooperazione internazionale, dal momento che i confini territoriali possono dirsi spariti: l'armonizzazione dovrà essere sempre più forte in tutti i paesi. Non è concepibile, infatti, dopo tutto il lavoro legislativo attuato per contrastare il fenomeno, la possibilità che si sfrutti il vantaggio del mercato totalmente aperto e senza frontiere, per sfruttare scappatoie generate dalle diversità delle normative dei vari paesi. L'armonizzazione è fondamentale, proprio per garantire a tutti gli investitori protezione e sicurezza in un sistema finanziario che oramai ha raggiunto le dimensioni globali.

Per quanto riguarda l'aspetto più controverso dell'ordinamento italiano, ossia il rapporto tra doppio binario sanzionatorio e principio del *ne bis in idem* è chiaro che anch'esso è influenzato dagli elementi sopra delineati. Trovare un equilibrio tra garantire il rispetto di quanto fornito dalla legge, obiettivo fondamentale dell'apparato sanzionatorio, e allo stesso tempo di uno dei principi fondamentali dei diritti degli individui, come si è avuto modo di evidenziare, è sempre risultato una sfida non poco complessa. Certamente lo Stato italiano, con la previsione del doppio binario, ha voluto dare una chiara risposta repressiva al fenomeno, ma questo non può e non deve mai contrastare con il principio di proporzionalità secondo cui il cumulo di sanzioni deve essere sempre compatibile con la gravità del reato. La necessità di optare per un doppio binario, al di là dell'aspetto punitivo, sicuramente risponde anche all'esigenza di fornire una risposta rapida ed

efficace, forse anche per combattere uno degli aspetti più critici della giustizia italiana: la lunghezza delle tempistiche per portare a termini i procedimenti, soprattutto nell'ambito penale.

Per quanto riguarda la coesistenza del doppio binario con il *ne bis in idem*, si è avuto modo di notare, come nel tempo sia la giurisprudenza europea sia quella italiana abbiano cercato di trovare un sostanziale equilibrio soprattutto tra i due apparati sanzionatori proprio per evitare la violazione del diritto fondamentale. Capire se questo equilibrio sia stato effettivamente raggiunto non è tuttavia così semplice. Nonostante i passi avanti (vedi riforma art 187 terdecies), non si può affermare con certezza che il principio sia a tutti gli effetti rispettato. Il motivo di ciò sembra celarsi nel fatto che manchi una delimitazione evidente e concisa circa le condotte che giustificano l'applicazione della doppia sanzione. Chiarire con criteri più rigorosi a quali livelli di gravità di condotta siano associate le due sanzioni potrebbe essere, seppur complesso, un buon punto di partenza. Ciò permetterebbe, infatti, di associare ad ogni condotta il suo giusto e proporzionato procedimento giudiziale (magari affidando all'apparato amministrativo più un ruolo di tipo preventivo e a quello penale uno di tipo punitivo). Un passo in tal senso, in realtà, era già stato operato dalla disciplina sia europea, con la MAD II, che italiana, con la legge delega 114/2015. Il considerando 11 della stessa direttiva, infatti, prevede che: «L'abuso di informazioni privilegiate e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate dovrebbero essere considerati gravi in casi come quelli in cui è di livello elevato l'impatto sull'integrità del mercato, il profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita evitata, la misura del danno cagionato al mercato ovvero il valore complessivo degli strumenti finanziari negoziati. Altre circostanze di cui si potrebbe tenere conto sono, per esempio, quelle in cui un reato sia stato commesso nell'ambito di un'organizzazione criminale o in cui la persona abbia già commesso in passato reati di questo genere». Si può subito notare come, tuttavia, tali criteri manchino ancora di oggettività e di rigidità che ne rendono ad oggi l'applicazione molto sfocata e comunque oggetto di interpretazioni diverse, che possono vanificare l'obiettivo stesso della direttiva di definire la gravità oltre la quale si rientra nella sfera penale.

Se la legge finora non sembra aver raggiunto ancora l'equilibrio giuridico ottimale tra doppio binario sanzionatorio e *ne bis in idem*, un ruolo fondamentale lo potrà sicuramente giocare la giurisprudenza: ricercare una maggior cooperazione e coordinamento tra le autorità amministrative e quelle penali, proprio per evitare sovrapposizioni inutili durante le indagini e i processi sarà infatti di fondamentale importanza per muoversi in una

direzione che non deve dimenticare l'importanza del mantenimento dell'efficacia repressiva e preventiva propria dell'apparato sanzionatorio delineato dall'ordinamento e, al contempo, del rispetto di ogni individuo di pagare in modo proporzionale e dunque corretto, rispetto al reato che è stato commesso.

## BIBLIOGRAFIA

C. Addons, “Insider trading. L’importanza dell’informazione”, *riv. giur. Ius Itinere*, 2018

E. Amati, *Abusi di mercato e sistema penale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2012

L. Ausubel, “Insider Trading in a Rational Expectations Economy.”, *American Economic Review* 80, 1980, pp. 1022–41

S. M. Bainbridge, “Manne on Insider trading”, *The Social Science Research Network Electronic Paper Collection*

E. Basile, Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE, in [www.lalegilsazioneppendale.eu](http://www.lalegilsazioneppendale.eu), 2017

E. Basile, Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato? Lo schema del d.d.l. di delegazione europea 2016, in [www.archiviopdc.dirittopenaleuomo](http://www.archiviopdc.dirittopenaleuomo), 2017

E. Basile, Riforma del market abuse: quando la toppa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo) Legge 25 ottobre 2017, n. 163 recante Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2016-2017, [www.archiviopdc.dirittopenaleuomo](http://www.archiviopdc.dirittopenaleuomo), 14 novembre 2017

A. Brunetti, Cassazione, l’insider trading di se stesso è penalmente rilevante, *Compliance e development* blog, 2021

G. Calafiore, La sentenza A e B c. Norvegia della Corte di Strasburgo ridimensiona la portata del principio ne bis in idem, *European papers*, 2017

A. Castorino, F. Mezzasalma, *Le principali modifiche della Legge Europea 2019-2020 alla disciplina del market abuse*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

D. Cirasole, *Market Abuse. Gli Abusi di mercato*, in *Diritto Bancario Tidona*, 2007

- R. H. Coase, *The Problem of Social Cost*, in *Journal of Law and Economics*, 1960
- G. De Amicis, *Ne bis in ibidem e “doppio binario” sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza Grande Stevens” nell’ordinamento italiana.*, in *riv. dir. pen. contemporaneo*, 2014
- S. Del Giudice, *Ne bis in idem: Percorsi interpretativi e recenti approdi della giurisprudenza nazionale ed europea*, in *riv. Le relazioni tematiche*, 2018
- S.A. Fabbriatore, *Principio del ne bis in idem: la giurisprudenza della CEDU*, in [www.altalex.com](http://www.altalex.com), 2021
- F. Guariniello, *Gli abusi di mercato. La manipolazione di mercato: fattispecie penale e amministrativa*, in *riv. dir. bancario Tidona*, 2006
- F. Guariniello, *Gli abusi e le manipolazioni di mercato: profili di diritto penale e amministrativo*, in *riv. dir. bancario dirittobancario.it*, 2006
- A. Laudonio, *Informazioni privilegiate: nuove istruzioni per l’(ab)uso*, in *riv. dir. com. Orizzonti del diritto commerciale*, 2015.
- M.A. Manno, *Profili penali dell’inside trading*, Giuffrè Editore, 2012
- M. Manove, *The Harm of Insider Trading and Informed speculation*, in *The Quarterly journal of economics*, 1989
- M. Minenna, *L’individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, in *Quaderni di Finanza CONSOB*, n. 54, 2003
- F. Mucciarelli, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Giuffrè editore, Milano, 1995
- V. Napoleoni, *L’insider trading*, in Santoriello, (a cura di) *La disciplina penale dell’economia. Società, fallimento, finanza*, volume I, Giappichelli, 2008

J. Hu T. H. Noe, *The insider trading debate*, in *Federal Reserve bank of Atlanta Economic Review*, 1997

L. Panella, *Il principio ne bis in idem nella giurisprudenza della corte europea dei diritti dell'uomo*, in *Ordine internazionale e diritti umani*, 2023

F. Parmeggiani, *La disciplina dell'insider trading*, in [www.reatisocietari.it](http://www.reatisocietari.it), 2005

E. Ragni, *L'articolo 180 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: l'abuso di informazioni privilegiate (insider trading)*, in *in riv. dir. pen. Diritto.it*

S. Seminara, *Atti del XXV Convegno di studio Enrico de Nicola "Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro"*, in *Informazione finanziaria e diritto penale*, 2008

H. Shefrin M. Statman, *Ethics, Fairness and Efficiency in Financial Markets*, in *Financial Analysts Journal*, Vol. 49 no. 6, 1993

C. Silva, *La deriva del ne bis in idem verso il canone di proporzionalità*, in *Cultura penale e spirito europeo*

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.archiviodpc.dirittopenaleuomo](http://www.archiviodpc.dirittopenaleuomo), 2014

Alan H. Vogt, *Insider Trading and the Stock Market*. by Henry G. Manne., 16 Buff. L. Rev. 520, 1967

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 *in riv. dir. pen. cont.*, 2013

S. Wenzel, *Insider Trading: What Would Rawls Do?*, in [sevenpillarsinstitute](http://sevenpillarsinstitute), 2024

Z. Yao, *Analysis on psychological factors impacting insider trading*, in *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, vol. 543, 2021

## **SITOGRAFIA**

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.treccani.it](http://www.treccani.it)

[www.reatisocietari.it](http://www.reatisocietari.it)

[www.brocardi.it](http://www.brocardi.it)

[www.gazzettaufficiale.it](http://www.gazzettaufficiale.it)

[eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)

[www.normattiva.it](http://www.normattiva.it)

[www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu)

[www.italgiure.giustizia.it](http://www.italgiure.giustizia.it)

[www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it)

[www.hudoc.echr.coe.int](http://www.hudoc.echr.coe.int)

## GIURISPRUDENZA

C. Eur. Dir. Uomo, 8 giugno 1976, *Engel e altri c. Olanda*

C. Eur. Dir. Uomo, 21 febbraio 1984, *Ozturk c. Germania*

C. Eur. Dir. Uomo, 23 ottobre 1995, *Gradinger c. Austria*

C. Eur. Dir. Uomo, 30 luglio 1998, *Oliveira c. Svizzera*

Corte cost. 14 dicembre 2004, n. 382, in *Giur. Cost.*

Cass. 16 marzo 2006, n. 15199. in *Cass. pen.*, 2007

C. Eur. Dir. Uomo, 23 novembre 2006, *Jussila c. Finlandia*

C. Eur. Dir. Uomo, 10 febbraio 2009, *Cifra c. Italia*

C. Eur. Dir. Uomo, 2 novembre 2010, *Põder e altri c. Estonia e Liepājnieks c. Lettonia*

*App. Torino*, sez. I pen., 21 febbraio 2013, n. 702

C. Giust. UE Grande Sezione, 5 giugno 2012, *Causa C-489/10*

C. Giust. UE Grande Sezione, 26 febbraio 2013, *Causa C-617/10*

C. Eur. Dir. Uomo, 4 marzo 2014, *Grande Stevens e altri c. Italia*

Cass. 10 novembre 2014, sez. V, ord. n. 3333

Corte cost. 8 marzo 2016, n. 102, in *giur. Cost.*

C. Eur. Dir. Uomo, 16 novembre 2016, *A e B c. Norvegia*