



“Sanzioni formalmente amministrative e sostanzialmente penali: i problemi procedurali connessi all’applicazione delle sanzioni Consob in materia di market abuse (e alcune soluzioni)”

Intervento del Segretario Generale Consob Carlo Deodato
al convegno organizzato dall’Università La Sapienza di Roma
su

“Sanzioni formalmente amministrative e sostanzialmente penali”

svoltosi a Roma,
presso la sede del Consiglio di Stato
il 7 ottobre 2019

Sanzioni formalmente amministrative e sostanzialmente penali: i problemi procedurali connessi all'applicazione delle sanzioni Consob in materia di market abuse (e alcune soluzioni)*

di Carlo Deodato

Presidente di sezione del Consiglio di Stato
Segretario generale della CONSOB

Sommario: 1. Premessa: le “sanzioni punitive” secondo la giurisprudenza della Corte EDU; 2. Il principio del giusto processo; 3. Il principio del *favor rei*; 4. Il principio del *ne bis in idem*; 5. L'esigenza di una revisione del cumulo sanzionatorio; 6. La scelta “politica” del doppio binario e la consistenza dei vincoli europei; 7. Alcune proposte di soluzione, a legislazione vigente e *de iure condendo*.

1. Premessa: le “sanzioni punitive” secondo la giurisprudenza della Corte EDU

Gli ordinamenti giuridici sovranazionali, che, per necessità, enunciano diritti e principi, ma non li declinano in discipline di dettaglio, esigono che i parametri di controllo della loro coerente attuazione nei regimi degli Stati aderenti obbediscano a criteri sostanziali, e non formali.

Solo una verifica funzionale, infatti, consente di apprezzare in maniera appropriata l'effettività dell'applicazione del diritto convenzionale, senza che lo schermo degli schemi nominali e degli archetipi giuridico-formali utilizzati dai singoli Stati possano costituire un ostacolo alla predetta verifica.

Tale paradigma è usato sia dalla Corte di Giustizia UE, sia dalla Corte EDU, ai fini della disamina della *compliance* degli ordinamenti nazionali, rispettivamente, al diritto dell'Unione Europea e a quello della Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo.

Una delle più vistose applicazioni del principio di effettività, che, si ripete, postula che lo scrutinio della corretta attuazione dei principi sovranazionali negli ordinamenti degli Stati aderenti risponda a criteri sostanziali, e non formali, è senz'altro la qualificazione come sostanzialmente penali di sanzioni formalmente classificate come (solo) amministrative.

(*) Il testo dell'intervento è stato pubblicato sulla rivista di diritto pubblico italiano, comparato europeo “federalismi.it” n. 23 del 18 dicembre 2019.

La Corte di Strasburgo, ai fini del controllo del rispetto dei principi convenzionali afferenti alle guarentigie contemplate dalla CEDU, ha, infatti, classificato come penali misure punitive particolarmente afflittive, nonostante la loro qualificazione formale come amministrative negli ordinamenti nazionali; con ciò declinando il paradigma valutativo che sancisce l'indifferenza degli schemi nominali e formali utilizzati dagli Stati aderenti.

Si tratta di un parametro di giudizio che soddisfa una duplice esigenza: a) quella di assicurare, per via ermeneutica, uno *standard* minimo di armonizzazione tra ordinamenti profondamente divergenti, nella materia delle sanzioni “afflittive” e delle pertinenti garanzie di tutela; b) quella di scongiurare il rischio che diverse catalogazioni formali degli illeciti producano un effetto elusivo dell'applicazione delle guarentigie convenzionali stabilite per le sanzioni penali (c.d. “truffa delle etichette”)¹.

L'espressione “sanzione sostanzialmente penale”, prodotta dell'elaborazione giurisprudenziale della Corte EDU, è, quindi, divenuta, ormai da qualche anno, *ius receptum* all'interno degli ordinamenti degli Stati aderenti alla CEDU e indica quelle misure punitive che, pur non appartenendo al *genus* delle sanzioni penali *stricto sensu* intese secondo l'ordinamento nazionale (c.d. *hard core criminal law*), nondimeno, per la loro particolare natura, per la rilevanza degli interessi presidiati nonché per il grado di severità che le caratterizza, vanno ad esse assimilate, ai fini dell'applicabilità delle garanzie di difesa contemplate dalla CEDU per la *matière pénale* (art. 6, giusto processo; art. 4, prot. 7, *ne bis in idem*; art. 7, *favor rei*).

Tale classificazione si fonda sull'elaborazione da parte della Corte di Strasburgo di una nozione di “pena” o “sanzione penale” diversa da quella accolta dall'ordinamento interno: mentre quest'ultimo utilizza, a tal fine, il solo criterio di qualificazione di tipo giuridico-formale, quello convenzionale considera anche criteri di tipo sostanziale e funzionale.

Fin dalla nota sentenza *Engel* dell'8 giugno 1976 la Corte EDU ha precisato i criteri alla stregua dei quali le misure punitive devono essere qualificate come penali, ai fini della verifica del rispetto delle guarentigie convenzionali stabilite per tale categoria di sanzioni.

Si tratta dei seguenti parametri: a) la qualificazione giuridico-formale dell'infrazione nel diritto interno (o dell'Unione); b) la natura dell'infrazione e degli interessi presidiati (*the very nature of the offence*); c) il carattere o il grado di severità della sanzione (la misura, ad esempio, non riveste carattere “penale” quando mira a risarcire/compensare lesioni e danni di tipo patrimoniale, ovvero a ripristinare lo status quo, e non già a prevenire la violazione e a punire il trasgressore).

Come si vede, i paradigmi enucleati con la sentenza *Engel*, tra loro alternativi e non cumulativi, operano secondo logiche differenti: mentre il primo si risolve in un metodo di analisi formale e vincolato (a fronte

¹ G. M. FLICK, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto?*, in *Rivista delle società*, 2014.

della qualificazione di un illecito come penale, la Corte non svolge alcuno scrutinio ulteriore); il secondo e il terzo, al contrario, valorizzano il contenuto della violazione e la funzione della sanzione (inducendo la Corte di Strasburgo a qualificare come penali sanzioni che, negli ordinamenti interni di volta in volta considerati, presentano natura formalmente amministrativa).

La stessa metafora del c.d. “nocciolo duro” (*hard core of criminal law*) è correlata, anche semanticamente, all’approccio pragmatico e sostanzialistico con cui viene dai Giudici alsaziani interpretata la nozione di “pena” e di “accusa penale” (secondo coordinate ermeneutiche che non possono non operare anche per il Giudice nazionale).

Va, al riguardo, rimarcato che l’indagine circa la eventuale natura “penale”, ai fini CEDU, di misure punitive “formalmente amministrative” può (e deve) essere condotta anche dal Giudice nazionale, pur in assenza di precedenti specifici nella giurisprudenza della Corte EDU.

Dev’essere, infatti, respinta “l’idea che l’interprete non possa applicare la CEDU, se non con riferimento ai casi che siano già stati oggetto di puntuali pronunce da parte della Corte di Strasburgo (sentenza n. 68 del 2017)”², pur restando dubbio, come meglio chiarito *infra*, il problema della necessità di investire la Corte Costituzionale della questione della difformità della norma interna che osta all’applicazione del principio convenzionale e della speculare possibilità della sua disapplicazione da parte del giudice nazionale (in esito a un controllo diffuso).

Ora, per le sanzioni amministrative (così formalmente qualificate nell’ordinamento nazionale o anche nel diritto UE), che non appartengono al diritto penale *stricto sensu* inteso, l’applicazione dei principi CEDU deve obbedire a canoni di prudenza e di cautela, *id est* con le peculiari modalità e gli opportuni temperamenti rivenienti dalle tradizioni costituzionali degli Stati Contraenti (art. 6 TFUE) nonché dal diritto dell’Unione.

E’ la stessa Corte EDU che, consapevole del problema, ha affermato che “*There are clearly ‘criminal charges’ of differing weight. What is more, the autonomous interpretation adopted by the Convention institutions of the notion of ‘criminal charge’ by applying the Engel criteria have underpinned a gradual broadening of the criminal head to cases not strictly belonging to the traditional categories of the criminal law, for example administrative penalties*” (sentenza Jussila, 23 novembre 2006).

Con riferimento alle competenze sanzionatorie della Consob, la Corte, nella nota sentenza resa sul caso *Grande Stevens* del 4 marzo 2014³, ha ritenuto che le fattispecie di abusi di mercato previste dagli artt. 187

² Corte Cost., 21 marzo 2019, n. 63.

³ Sulla decisione si registrano numerosi commenti, tra cui: FLICK, *op. cit.*; A. GENOVESE, *Il controllo del Giudice sulla regolazione finanziaria*, in Banca borsa e titoli di credito, 1/2017; P. MONALENTI, *Abusi di mercato e procedimento Consob: il caso Grande Stevens e la sentenza CEDU*, in Giur. Comm., 3/2015; M. GARGANTINI, *Public enforcement of market abuse bans. The EctHR Grande Stevens Decision*, in Journal of Financial Regulation, vol. I, 2015

bis (abuso di informazioni privilegiate) e 187 *ter* (manipolazione del mercato) del TUF, in ragione della pregnanza del bene giuridico tutelato (parità delle armi nelle negoziazioni, trasparenza dei mercati e fiducia degli investitori) e del considerevole grado di severità delle misure repressive previste (pecuniarie, interdittive e ablatorie), imponessero la catalogazione delle relative sanzioni come sostanzialmente penali. Pur essendo ormai acquisita l'anzidetta qualificazione, è utile ribadire la sua assoluta coerenza con gli *Engel criteria*, trattandosi di sanzioni prive di qualsivoglia finalità risarcitoria, concepite con il solo obiettivo deterrente e repressivo, dotate di un elevato grado di afflittività, sia per la misura dell'importo pecuniario edittale, sia, ancora, per il carattere particolarmente severo delle ulteriori e connesse misure interdittive e ablatorie (la confisca del profitto dell'abuso), e stabilite a presidio di valori particolarmente rilevanti, quali l'integrità dei mercati e la fiducia dei risparmiatori.

Giova, nondimeno, ribadire che le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dalla Consob in materie diverse da quella relativa agli abusi di mercato non presentano la natura sostanzialmente penale riconosciuta a quelle irrogate per gli abusi di mercato, nè pongono, quindi, un problema di compatibilità con le garanzie riservate ai processi penali dalla CEDU⁴.

Si è, infatti, ancora da ultimo, affermato, con riferimento alle violazioni delle regole in tema di intermediazione finanziaria, ovvero di emittenti (artt. 190 e ss. TUF), che *“Nell'ordinamento sezionale del credito e della finanza (che contempla sanzioni penali finanche detentive, nonchè sanzioni amministrative pecuniarie che, come quelle per gli abusi di mercato, possono ascendere a molti milioni di Euro) una sanzione pecuniaria compresa tra il minimo edittale di Euro 5.000 ed il massimo edittale di Euro 500.000, non corredata dalla sanzione accessorie della confisca, non può ritenersi connotata da una afflittività così spinta da trasmodare dall'ambito amministrativo a quello penale”* (cfr. Cass., 24081 e 24082/19, citate in nota 5).

Nel presente studio saranno, quindi, esaminati gli effetti, per lo più procedurali, della qualificazione come penali delle sanzioni di *market abuse* amministrative da Consob e verranno analizzate le più rilevanti implicazioni applicative di tale classificazione.

In particolare, l'analisi sarà concentrata sugli effetti prodotti dalla predetta qualificazione in ordine al rispetto delle guarentigie stabilite dal diritto convenzionale per la materia penale e, segnatamente, dei diritti afferenti ai principi del c.d. giusto processo (art. 6 CEDU: *“fair trial”*), del *ne bis in idem* (art. 4 prot. 7 CEDU; art. 50 Carta di Nizza) e del *favor rei* (art. 7 CEDU), mentre resteranno estranee al perimetro del presente esame le questioni attinenti all'esegesi degli elementi costitutivi delle fattispecie illecite.

Si tratta di un tema che si presta ad essere esaminato con un approccio di carattere multidisciplinare, intercettando profili di diritto penale, amministrativo, processuale, costituzionale, europeo e

⁴ Si veda, a tale riguardo: Cass., Sez. II, 26 settembre 2019, n. 24081 e n. 24082; Cass., Sez. II, 6 agosto 2019, n. 21017; Cass., Sez. II, 5 aprile 2017 n. 8855; Cass., Sez. I, 2 marzo 2016, n. 4114; Cass., Sez. I, 30 giugno 2016, n. 13433.

convenzionale (CEDU), e in una duplice chiave di lettura: la realizzazione delle esigenze dell'ordinamento a una risposta sanzionatoria severa (Flick definisce quella vigente "ipermuscolare" ed "efficientista"⁵) contro le condotte relative agli abusi di mercato, ma anche, al contempo, la tutela dei diritti del cittadino a un trattamento repressivo equilibrato, proporzionato, prevedibile e coerente con i principi di base dello Stato di diritto.

Da qui la difficoltà di una disciplina che coniughi, in maniera equilibrata, le predette esigenze e che eviti, nella sua attuazione, distorsioni o eccessi.

Anche la giurisprudenza, peraltro, ha incontrato non poche difficoltà ad attestarsi su interpretazioni ed enunciati che valessero a tutelare, allo stesso tempo, le istanze repressive con quelle di difesa.

Il tema implica, inoltre, anche una disamina delle ragioni e degli obiettivi delle scelte di *Kriminalpolitik* attinenti alla repressione degli abusi di mercato, sicchè, in conclusione, saranno formulate alcune proposte di revisione normativa del vigente regime, al fine di renderlo maggiormente conforme al diritto convenzionale (specialmente sul tema del rispetto del principio del *ne bis in idem*).

2. Il principio del giusto processo

Una delle principali questioni dibattute ed esaminate dalla sentenza *Grande Stevens* attiene allo scrutinio dell'idoneità del procedimento sanzionatorio della Consob ad assicurare le garanzie convenzionali del c.d. giusto processo (e concepite per garantire adeguati diritti di difesa nei giudizi penali)⁶.

Una volta classificate le sanzioni di *market abuse* amministrative da Consob come sostanzialmente penali, si è posto, come primo problema, quello della compatibilità della procedura in esito alla quale vengono applicate le sanzioni con il principio del *fair trial*, per come enunciato dall'art. 6 CEDU⁷ (che implica, in particolare, la terzietà del giudice, la pienezza del contraddittorio e la pubblicità del processo).

La Corte di Strasburgo ha sviluppato, al riguardo, un ragionamento che si compone di diversi passaggi logici, che possono apparire contraddittori o, comunque, non lineari, e che esige, perciò, una lettura

⁵ FLICK, *op. cit.*.

⁶ Seppur riferibili alla disciplina precedente, valgono tuttora le considerazioni svolte in materia di procedimento sanzionatorio della Consob da: A. TONETTI, *Il nuovo procedimento sanzionatorio della Consob*, in Giorn. Dir. Amm., 2005; R. VILLATA – F. GOISI, *Procedimenti per l'adozione di provvedimenti individuali*, in L. DE ANGELIS – N. RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008; R. RORDOFF, *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari*, in Le società, 2010; W. TROISE MANGONI, *Il potere sanzionatorio della Consob. Profili procedurali e strumentalità rispetto alla funzione regolatoria*, Milano, Giuffrè, 2012; A. MARCOVECCHIO, *Il procedimento sanzionatorio della Consob*, in ALLENA - CIMINI (a cura di), *Il potere sanzionatorio delle Autorità indipendenti*, in Il Diritto dell'economia, 3/2013.

⁷ Tale disposizione racchiude in sé una serie di garanzie tipicamente processuali, quali la terzietà e l'imparzialità del giudice, il contraddittorio, la parità delle armi e il diritto ad un processo e ad una decisione che siano resi pubblici e motivati. Il Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob vigente *ratione temporis* (delibera n. 15086 del 21 giugno 2005) prevedeva un contraddittorio scritto.

unitaria e chiarificatrice.

I giudici alsaziani hanno, in particolare, rilevato che il procedimento sanzionatorio della Consob, nonostante l'innegabile riconoscimento di una significativa facoltà difensiva dell'accusato ed il riconoscimento di un'imparzialità soggettiva dell'organo decidente (d'ora innanzi: la Commissione), non presenta i caratteri prescritti dal diritto convenzionale, quanto alle garanzie di difesa stabilite per la *matière pénale*.

In particolare, la Corte ha giudicato il procedimento svoltosi dinanzi alla Consob viziato e carente (quanto al rispetto della guarentigia convenzionale dedotta come violata) sotto i profili dell'assenza di un contraddittorio adeguato (idoneo, cioè, a garantire la parità delle armi dinanzi alla Commissione), della mancanza di un'udienza pubblica (anch'essa prescritta dall'art.6.1 della CEDU) e del difetto di imparzialità dell'organo giudicante (del resto ontologicamente incompatibili con la natura amministrativa dell'Autorità di vigilanza), in ragione della dipendenza dal governo del medesimo Presidente sia degli uffici che hanno istruito e contestato la violazione, sia del collegio che ha accertato l'infrazione e applicato la sanzione.

Le carenze così riscontrate, che dovrebbero produrre l'effetto della violazione del principio del giusto processo, tuttavia, non valgono, di per sé, secondo la Corte, a integrare l'infrazione di quest'ultimo nell'ipotesi in cui, successivamente all'adozione della sanzione, venga assicurato un controllo giudiziario di merito pieno, che comporti anche lo svolgimento di un'udienza pubblica.

Il procedimento amministrativo che si svolge dinanzi alla Consob altro non sarebbe, in tale lettura della fattispecie, che una prima "fase", amministrativa e non esaustiva, degli illeciti di manipolazione del mercato, seguita dalle due successive "fasi" di carattere giurisdizionale, rappresentate dall'eventuale giudizio di opposizione, anche di merito, dinanzi alla Corte d'Appello, e dal successivo (e parimenti eventuale) giudizio di legittimità dinanzi alla Corte di Cassazione, nell'ambito delle quali la decisione dell'autorità amministrativa viene sottoposta a un pieno e penetrante controllo giudiziario (o, meglio, a un vero e proprio riesame).

Tale esigenza è soddisfatta dalla normativa italiana per effetto dell'attribuzione alla Corte di Appello della competenza a conoscere, anche nel merito, della sanzione irrogata da Consob, nell'ambito di un giudizio dove è prevista l'udienza pubblica prescritta dall'art. 6 CEDU (e ritenuta, peraltro, garanzia essenziale anche dalla Corte Costituzionale con l'ordinanza n.158 del 2017) e l'audizione personale dell'incolpato, su sua richiesta.

Ovviamente, perché sia rispettato il principio del *fair trial*, è necessario che l'autorità giudiziaria investita della cognizione della sanzione possa estendere il suo sindacato anche al merito della sanzione, provvedendo, in particolare, anche a un nuovo esame della misura della sanzione e a una sua coerente rideterminazione, e non solo di legittimità, così come garantito dall'ordinamento processuale italiano.

La Corte EDU, pertanto, con la sentenza *Grande Stevens* (cfr., §§ 138-140) ha ribadito il suo costante insegnamento giurisprudenziale, in virtù del quale lo scrutinio circa l'esistenza di una lesione delle prerogative difensive cristallizzate all'art. 6 della Convenzione deve estendersi al procedimento nel suo complesso, e non già limitarsi alle sue singole fasi.

La disamina complessiva dell'articolazione processuale del procedimento sanzionatorio ha, quindi, condotto al giudizio di compatibilità con l'art. 6.1 CEDU di un sistema in cui sanzioni aventi una c.d. *coloration pénale* vengano applicate in prima battuta da un'autorità amministrativa per il tramite di una procedura che non assicuri la pienezza del contraddittorio e la parità delle armi, purché sia garantita agli interessati la possibilità di rivolgersi, in sede di impugnazione, a un giudice dotato della c.d. *full jurisdiction*, vale a dire del potere di riformare qualsiasi punto, di fatto e di diritto, della decisione impugnata.

La riferita, e ormai recepita, ricostruzione operata dalla Corte EDU consente, dunque, di ritenere, ormai, superato ogni profilo di conflitto del procedimento sanzionatorio dinanzi alla Consob per abusi di mercato con il parametro convenzionale dell'art. 6 sul giusto processo.

La concentrazione dello scrutinio di compatibilità convenzionale (*id est* del diritto al giusto processo) sul giudizio di impugnazione della sanzione irrogata da Consob dinanzi alla Corte d'Appello, che presenta tutti i caratteri che soddisfano le esigenze di difesa postulate dal parametro convenzionale, produce, infatti, l'effetto di dequotare la rilevanza delle questioni attinenti ai diritti di difesa esercitabili nella fase amministrativa.

L'eventuale violazione, nel segmento procedurale che si svolge dinanzi alla Consob, della regola della parità delle armi resta, infatti, assorbita e superata, quand'anche riscontrata, dalla possibilità dell'impugnazione della sanzione dinanzi a un'autorità provvista di una potestà di piena giurisdizione.

Ciò nonostante, Consob si è preoccupata di assicurare, anche nella fase procedurale da essa gestita, il più ampio rispetto del contraddittorio e delle garanzie di difesa.

Ancorché, infatti, le note pronunce del Consiglio di Stato sul regolamento sanzionatorio della Consob⁸ non avessero ravvisato alcun contrasto con la Convenzione, collocandosi in un orizzonte esclusivamente domestico e reputando violati, infatti, i soli principi del contraddittorio "rinforzato" sanciti dall'art. 187-*septies* TUF (cfr. anche l'art. 195, TUF e l'art. 24 l. 262/05), là dove la disciplina regolamentare non prevedeva la trasmissione al soggetto passivo del procedimento sanzionatorio della relazione finale predisposta dall'ufficio sanzioni amministrative, precludendo all'incolpato una consapevole interlocuzione avverso l'ultimo atto degli uffici, prima delle finali determinazioni della Commissione⁹, l'Autorità ha,

⁸ Cons. St., Sez. VI, 26 marzo 2015, nn. 1595 e 1596.

⁹ Sul rafforzamento delle garanzie del contraddittorio destinato a finalità difensive, si veda il commento di B. RAGANELLI, *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 2015.

nondimeno, inteso provvedere (pur non essendovi obbligata *stricto iure*) a conformare il regolamento sanzionatorio ai rilievi formulati dai giudici di Palazzo Spada.

Con delibera n. 19521 del febbraio 2016 la Consob ha introdotto, in favore dei soggetti che si siano difesi nell'ambito del procedimento, il diritto di ricevere la relazione finale e di presentare entro trenta giorni dalla ricezione della stessa proprie controdeduzioni rispetto alle conclusioni raggiunte dall'ufficio¹⁰, con ciò assicurando un contraddittorio pieno anche nella fase propriamente decisoria della procedura.

Potrebbe obiettarsi che la limitazione del riconoscimento del diritto alle controdeduzioni in favore delle sole parti che si sono difese nella fase istruttoria non vale a sanare il *vulnus* difensivo nei confronti di quelle che avevano omesso di contraddire nella fase precedente a quella della decisione.

E' sufficiente, al riguardo, rilevare che il mancato riconoscimento del diritto di replica nei riguardi di chi non si era precedentemente difeso appare coerente con le dinamiche proprie del contraddittorio processuale.

Giova comunque ricordare che, nella vigenza del vecchio Regolamento, la giurisprudenza - tanto ordinaria, quanto amministrativa¹¹ - aveva sempre ritenuto legittimo il procedimento sanzionatorio della Consob, escludendo qualsivoglia profilo di lesione dei diritti di difesa¹².

Le conclusioni raggiunte dalla Corte EDU, unitamente alla modifica regolamentare da ultimo ricordata, permettono, in ogni caso, di affermare che l'attuale configurazione degli strumenti di tutela, procedimentale e giurisdizionale, apprestati dall'ordinamento italiano nei confronti delle violazioni attinenti agli abusi di mercato resta immune da ogni profilo di conflitto con il diritto convenzionale al giusto processo.

Le esigenze difensive e partecipative implicate, in via generale, da una corretta amministrazione delle procedure sanzionatorie, anche riferite a sanzioni prive di carattere sostanzialmente penale, attengono, inoltre, ad ulteriori profili, che ci limitiamo ad accennare, per completezza di esame, e senza alcuna pretesa di esaustività.

La prima questione riguarda l'audizione dell'incolpato dinanzi alla Commissione, che spesso viene

¹⁰ Tale "processo di virtuoso adeguamento" alle garanzie del giusto procedimento è stato operato anche da parte di altre Autorità Indipendenti, come la Banca d'Italia o l'Agcom.

¹¹ Consiglio di Stato, Sez. VI, 5 marzo 2013, n. 1320; TAR Lazio, Roma, Sez. I, 3 luglio 2012, n. 6045; Cass. civ., SU, 30 settembre 2009, n. 20935; Corte d'Appello Torino, Sez. I, sentenza del 12 maggio 2009. Ancora da ultimo, Cass., Sez. II, 20 settembre 2019, nn. 24081 e 24082.

¹² *Ex multis*, Cass., Sez. II, 24 settembre 2019, n. 23816, per cui "deve, pertanto darsi continuità all'orientamento secondo cui, in tema di intermediazione finanziaria, il procedimento di irrogazione di sanzioni amministrative, postula solo che, prima dell'adozione della sanzione, sia effettuata la contestazione dell'addebito e siano valutate le eventuali controdeduzioni dell'interessato; pertanto, non è violato il principio del contraddittorio nel caso di omessa trasmissione all'interessato delle conclusioni dell'Ufficio sanzioni amministrative della "Consob" o di sua mancata audizione innanzi alla Commissione, non trovando d'altronde applicazione, in tale fase, i principi del diritto di difesa e del giusto processo, riferibili solo al procedimento giurisdizionale (cfr. Cass. 4.9.2014, n. 18683; Cass. 22.4.2016, n. 8210)".

invocata quale ineludibile garanzia di difesa (anche con riferimento al diritto al giusto processo).

Il problema è agevolmente risolvibile sulla base dell'assorbente e decisivo rilievo che l'audizione personale del soggetto colpito dall'addebito non attiene, secondo la ricostruzione operata dalla Corte EDU, ai diritti di difesa garantiti nella fase procedimentale dinanzi alla Consob, ma a quella eventuale e successiva del giudizio di opposizione dinanzi alla Corte d'Appello (dove sono previsti udienza pubblica e audizione dell'incolpato)¹³.

La seconda questione riguarda la separazione tra la fase istruttoria e quella decisoria (prevista dall'art. 195, secondo comma, TUF), che assolve la funzione di assicurare la terzietà e l'imparzialità dell'organo decidente e, quindi, la parità delle parti nel procedimento.

La Consob ha declinato questo principio prevedendo un'articolata organizzazione della procedura, che contempla l'attribuzione alla divisione di vigilanza che rileva l'abuso dei compiti di avviare l'indagine, formulare le contestazioni e raccogliere le informazioni necessarie, all'ufficio sanzioni amministrative della potestà di valutare il materiale istruttorio e decidere se chiedere l'archiviazione o proporre la sanzione e alla Commissione della funzione di assumere la decisione finale.

Si pone talvolta la questione della coerenza di tale modello organizzativo con la regola della separazione tra funzioni istruttorie e decisorie, sotto il profilo di un'indebita confusione di competenze e, quindi, in definitiva, di una lesione delle garanzie di terzietà dell'organo decidente.

Si tratta di una prospettazione all'evidenza distorta, nella misura in cui trascura di considerare che la separazione tra le due funzioni è assicurata dall'imputazione della competenza all'assunzione del provvedimento sanzionatorio finale alla sola Commissione, che opera come organo decidente, in via del tutto separata dalle responsabilità istruttorie, che restano intestate agli uffici che acquisiscono le prove e preparano il materiale che precede la fase propriamente decisoria, senza alcuna commistione di ruoli che potrebbe vulnerare il principio della distinzione tra le competenze di "accusa" e quelle "di giudizio".

Un altro problema concerne la natura del termine di conclusione del procedimento, che, a sua volta, implica la definizione del carattere, della validità e dell'efficacia della relativa previsione regolamentare. La Consob ha previsto, nel suo regolamento sul procedimento sanzionatorio, un termine finale, ma non anche le conseguenze della sua violazione.

Si è, quindi, posto il problema del carattere di tale previsione e dei suoi effetti sulla validità dell'atto finale adottato oltre il termine.

Si tratta di una questione che non attiene in via diretta all'amministrazione delle (sole) sanzioni punitive,

¹³ ASSONIME, *Udienza pubblica e giudizi di opposizione alle sanzioni amministrative nell'ordinanza n. 158/2017*.

ma che, in ogni caso, riguarda la correttezza del procedimento, sotto il profilo del rispetto dei diritti dell'incolpato a un procedimento equo e proporzionato (anche nella durata).

Il problema, ancorché un tempo controverso, può intendersi oramai risolto mediante l'affermazione, ormai assestata in giurisprudenza¹⁴, del principio che il procedimento resta soggetto alla legge n. 689 del 1981, che non contempla alcun termine perentorio di conclusione del procedimento, e che, quindi, il termine previsto dalla Consob non produce alcun effetto (in quanto meramente ordinatorio).

Tale conclusione è avvalorata anche dall'applicazione dell'art. 21 *octies* della legge n. 241 del 1990, che impedisce l'annullamento del provvedimento adottato in violazione di regole procedurali, quando, per la sua natura vincolata, il suo contenuto dispositivo non avrebbe potuto essere diverso da quello in concreto adottato.

Ciò che rileva, in definitiva, è il rispetto del contraddittorio e del diritto di difesa, nei termini e nei limiti sopra riferiti, mentre resta del tutto ininfluenza, sulla validità della procedura e del suo atto conclusivo, il rispetto di un termine previsto da una clausola regolamentare del tutto priva di una copertura legislativa primaria e, quindi, inefficace.

Da ultimo, merita di essere segnalata la questione pregiudiziale, recentemente rinviata dalla Corte Costituzionale alla Corte di Giustizia UE¹⁵, circa la compatibilità con il diritto al silenzio (previsto dalla CDFUE), della normativa nazionale (art.187-*quinquiesdecies* TUF) che obbliga il soggetto passivo di un procedimento sanzionatorio di *market abuse* alla collaborazione con Consob, sanzionando la violazione di tale dovere.

Si tratta di una questione di estremo interesse, nella misura in cui investe la Corte di Giustizia UE del problema dell'estensione alle sanzioni amministrative sostanzialmente "punitiva" del diritto, di genesi europea, a restare in silenzio di fronte a interrogatori o richieste di chiarimenti, nelle ipotesi in cui dalle risposte potrebbe emergere una sua responsabilità penale.

Non resta che attendere la decisione della Corte di Lussemburgo, anche se l'applicazione rigorosa e coerente della qualificazione delle sanzioni di *market abuse* come sostanzialmente penali dovrebbe comportare un giudizio di incompatibilità con le previsioni della CDFUE relative al diritto al silenzio delle norme nazionali che lo disconoscono (sanzionando, anzi, il silenzio).

¹⁴ Cfr. *ex multis* Cass. Civ., 3 settembre 2018, n.21553; Cass. Civ., 16 aprile 2018, n.9517; Cass. Civ., t settembre 2016, n.17689.

¹⁵ Corte. Cost., ord. n.117/2019.

3. Il principio del favor rei

Un'ulteriore, e non secondaria, implicazione della classificazione come sostanzialmente penali delle sanzioni amministrative in materia di abusi di mercato riguarda l'applicabilità, a queste ultime, del principio convenzionale del *favor rei* e della retroattività della *lex mitior* (art. 7 CEDU)¹⁶.

Appare utile premettere che tale principio non presenta la medesima copertura costituzionale di quello della irretroattività della legge penale, *nullum crimen sine lege* (art.25 Cost.), ma riposa su una lettura dei principi di ragionevolezza e di eguaglianza (art.3 Cost.), che ne comporta la violazione nei casi in cui venga esclusa l'applicazione retroattiva di una legge penale più favorevole, per l'effetto di irragionevole discriminazione che produce.

Il differente grado di protezione costituzionale dei due principi implica che, mentre quello della irretroattività della legge penale, resta inderogabile, quello della retroattività della legge penale più favorevole potrebbe, invece, essere disatteso, anche se solo a fronte di una motivata, ragionevole e convincente esigenza di tutela di preminenti valori costituzionali.

A livello sovranazionale, invece, il principio di retroattività della legge più favorevole è sancito dagli artt.7 CEDU e 49 CFUE, per come, rispettivamente, interpretati dalla Corte di Strasburgo¹⁷ e da quella di Lussemburgo¹⁸ (che ne aveva già riconosciuto l'appartenenza alle tradizioni costituzionali comuni agli Stati membri), con significative conseguenze in ordine alla derogabilità del principio e agli strumenti di controllo della costituzionalità delle norme che ne costituiscono eccezione.

In tale contesto di protezione del principio di retroattività della *lex mitior* si colloca la sentenza della Corte Costituzionale 21 marzo 2019 n. 63, che segna un passaggio fondamentale nell'iter di conformazione dell'ordinamento interno alle esigenze regolative prodotte dalla qualificazione delle sanzioni di *market abuse* come sostanzialmente penali.

Chiamata a pronunciarsi sulla legittimità costituzionale dell'art. 6, comma 2, del d.lgs. n. 72/2015, nella parte in cui escludeva l'applicazione retroattiva della nuova normativa più favorevole (art. 6, comma 3, del medesimo d.lgs.), in quanto volta a neutralizzare gli effetti della quintuplicazione delle sanzioni per abusi di mercato, a suo tempo disposta con l'art. 39, comma 3, l. 262/05 (sull'onda degli scandali finanziari allora scoppiati: "Cirio", "Argentina", "Parmalat"), la Corte Costituzionale, con la suddetta sentenza, ha stabilito l'incostituzionalità della predetta disposizione, in esito a un percorso argomentativo che pare utile ripercorrere.

¹⁶ Si veda in proposito, tra gli altri, E. BINDI e A. PISANESCHI, *La retroattività in mitius delle sanzioni amministrative sostanzialmente afflittive tra Corte EDU, Corte di Giustizia e Corte Costituzionale*, in *Federalismi*, novembre 2019.

¹⁷ Corte EDU, Scoppola contro Italia, 17 settembre 2009.

¹⁸ Corte di Giustizia UE, 6 ottobre 2016, causa C-218\15.

Alla base del giudizio di incostituzionalità della norma che aveva negato la retroattività di una disposizione sanzionatoria più mite, il Giudice delle leggi ha rilevato che: non esiste alcun “vincolo di matrice convenzionale” (CEDU) che imponga agli Stati aderenti una previsione “generalizzata” del principio di retroattività della legge più favorevole nel campo delle sanzioni amministrative (Corte. Cost. n. 193/06)¹⁹; il principio del *favor rei*, di contro, dovrà applicarsi unicamente alle sanzioni amministrative qualificate come “penali” ai fini CEDU (ed in ossequio ai criteri elaborati dalla Corte EDU); le sanzioni amministrative previste in tema di abusi di mercato presentano natura sostanzialmente penale; quest’ultimo carattere giustifica (anzi: impone) l’applicazione delle garanzie che la Costituzione e il diritto internazionale dei diritti umani assicurano alla materia penale, ivi compreso il principio della retroattività della *lex mitior* (che riposa anche sull’art. 3 della Cost.), e che, tuttavia, non riveste valenza assoluta, potendo essere derogato dalla legge “in favore di interessi di analogo rilievo”; la scelta legislativa di derogare al principio del *favor rei* (per le sanzioni penali o per quelle amministrative assimilabili alle sanzioni penali) “deve superare un vaglio positivo di ragionevolezza, non essendo a tal fine sufficiente che la norma derogatoria non sia manifestamente irragionevole” (Corte. Cost. n. 393/06); l’art. 6, comma 2, d.lgs. 72/15, non supera lo scrutinio di ragionevolezza, atteso che la scelta del legislatore di non applicare in via retroattiva i “*nuovi e più favorevoli quadri sanzionatori*” sacrifica irragionevolmente il diritto degli autori dell’illecito di abuso di informazioni privilegiate a vedersi applicata una sanzione proporzionata al disvalore del fatto, secondo il mutato apprezzamento del legislatore (“...*Mutato apprezzamento che riflette, evidentemente, la consapevolezza del carattere non proporzionato di un minimo edittale di centomila euro*”); l’esclusione della retroattività, inoltre, non pare giustificata dall’esigenza di tutela di alcun confliggente e preminente interesse costituzionalmente protetto.

La decisione si segnala, innanzitutto, per aver fondato l’*iter* logico-giuridico che ha condotto al giudizio di incostituzionalità su un’innovativa lettura del principio di retroattività della legge penale più favorevole come principio generale, che trova solide e coerenti radici nell’ordinamento costituzionale, ma anche in quelli sovranazionali integrati, e per aver superato l’indirizzo che continuava a leggere la sentenza *Grande Stevens* come riferita alle sole garanzie attinenti al giusto processo²⁰.

In particolare, il Giudice delle leggi ha ritenuto che l’applicazione del principio *tempus regit actum*, tradizionalmente riferito ai procedimenti amministrativi, anche alle sanzioni sostanzialmente penali confliggesse con il principio generale della retroattività della legge più favorevole e, soprattutto, non ha rinvenuto alcun ostacolo a questa conclusione nell’omesso pronunciamento di una Corte sovranazionale al riguardo (ferma restando la condivisa qualificazione come sostanzialmente “punitiva” delle sanzioni

¹⁹ Per i commenti alle più recenti decisioni assunte dalla Corte Costituzionale, si rinvia a M. SCOLETTA, *Materia penale e retroattività favorevole: ‘il caso’ delle sanzioni amministrative*, in *Giur. Cost.*, 4/2016 e, da ultimo, *Retroattività favorevole e sanzioni amministrative punitive: la svolta, finalmente, della Corte Costituzionale*, in *Dir. Pen. Cont.*, 4/2019.

²⁰ Cass. Civ. Sez. I, 2 marzo 2016, n. 4114.

Consob di *market abuse*).

Si è così sancita un'altra rilevante estensione delle garanzie penali alle sanzioni di *market abuse*, per mezzo della previsione che, anche per queste ultime, dev'essere assicurato dal Legislatore il rispetto del principio che la depenalizzazione o l'introduzione di un regime sanzionatorio più favorevole si applichino anche alle procedure non ancora esaurite, al fine di soddisfare il diritto dell'incolpato a un trattamento adeguato all'apprezzamento del disvalore della sua condotta, *medio tempore mutato in melius*.

La decisione del Giudice delle leggi produce, in tal senso, l'ulteriore effetto di "costringere" per il futuro il Legislatore che intende introdurre un trattamento sanzionatorio più mite, per le fattispecie di *market abuse*, di farsi carico dell'esigenza di prevederne l'applicazione anche alle violazioni consumate prima dell'entrata in vigore della nuova legge, a meno che non ravvisi preminenti, ma consistenti e attendibili, esigenze di soddisfazione di interessi costituzionali, che, nel bilanciamento degli interessi, giustificano la deroga alla regola della retroattività della legge successiva più favorevole.

Resta aperta la questione, su cui si dirà più diffusamente *infra*, circa i rimedi affidati al Giudice comune chiamato ad applicare una norma che dovesse violare il principio della retroattività della legge più favorevole in materia di sanzioni sostanzialmente penali.

Ci limitiamo, qui, ad anticipare che la previsione del principio in esame nell'art.49 CDFUE, oltre ch  nell'art. 7 della CEDU, se sorretta dalla plausibile esegesi della primazia (sul diritto nazionale) anche dei principi consacrati nella Carta di Nizza, sembra autorizzare la disapplicazione diretta della norma interna con esso contrastante, senza la necessit  di rinviare la questione alla Corte Costituzionale.

Pare utile, in ogni caso, rammentare che anche tali conclusioni restano limitate alle sole sanzioni in materia di abusi di mercato, avendo ancora da ultimo la Corte di Cassazione escluso l'applicazione del principio del *favor rei* (e di tutte le altre guarentigie contemplate dalla CEDU per le sanzioni "sostanzialmente penali") per le sanzioni irrogate dalla Consob a seguito delle violazioni delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria o di emittenti (artt. 190 e ss. TUF), reputando manifestamente infondata (per tali sanzioni) la questione di legittimit  costituzionale del citato art. 6, comma 2, d.lgs. 72/15, pure evocata in giudizio dai soggetti sanzionati (con particolare riferimento alla diversa disciplina prevista in materia tributaria e valutaria, ove la retroattivit  della *lex mitior*   espressamente prevista)²¹.

La declaratoria di incostituzionalit  dell'art. 6, comma 2, del d.lgs. n. 72/2015 ha comportato, infine, alcune questioni di diritto intertemporale, relative alla sua applicazione alle procedure, amministrative e giurisdizionali, non ancora concluse.

Possono darsi, al riguardo, tre situazioni: a) sanzioni proposte alla Commissione (Consob) dall'ufficio

²¹ C. Cost. 21 marzo 2019, cit.

sanzioni amministrative prima della pronuncia della decisione e non ancora esaminate e decise; b) sanzioni irrogate dalla Consob sotto il vigore della disciplina anteriore alla sentenza della Corte Costituzionale, non ancora impugnate, ma ancora impugnabili; c) sanzioni irrogate dalla Consob sotto il vigore della disciplina anteriore alla sentenza della Corte Costituzionale e impugnate (con giudizi ancora pendenti).

Si osserva, al riguardo, che, per tutte e tre le situazioni, dovrebbe valere l'assunto, già condiviso dalla Commissione, circa l'insussistenza di qualsivoglia automatismo nella riduzione matematica della sanzione, sulla base del rilievo che la cornice edittale opera solo come limite alla determinazione della misura della sanzione e non anche come criterio di fissazione del *quantum*.

Ne consegue che la dequintuplicazione del minimo edittale non implica alcun obbligo di revisione della misura della sanzione, se essa è compresa nella forbice compresa tra il minimo ed il massimo, restando la valutazione di congruità sottesa alla determinazione del *quantum* coerente anche con il nuovo quadro edittale.

Diverso è il caso in cui la sanzione è stata proposta o decisa nel (previgente) minimo edittale (di centomila Euro).

In questa situazione, infatti, l'effetto dell'applicazione della riduzione del minimo edittale anche alle violazioni commesse prima dell'entrata in vigore della norma dichiarata incostituzionale (che ne aveva escluso la retroattività) comporta l'obbligo di rideterminare, al ribasso, la misura della sanzione, anche se, ad avviso di chi scrive, non in modo automaticamente riferito al nuovo minimo (ventimila Euro).

Le finalità repressive e preventive della sanzione, infatti, ritenute soddisfatte con l'applicazione del (previgente) minimo edittale di centomila Euro non possono intendersi automaticamente realizzate anche con l'applicazione del nuovo minimo (di cinque volte più basso).

Ferma restando, quindi, la necessità di rivedere al ribasso la misura della sanzione, quando irrogata nel minimo, non può, tuttavia, ritenersi sussistente un automatismo nell'applicazione del nuovo minimo (che potrà riconoscersi nelle sole ipotesi di particolare tenuità del fatto e del danno).

Quanto alle diverse fasi sopra ricordate, si osserva che: nel caso della lettera a) il mancato perfezionamento del procedimento amministrativo imponeva di tenere conto della nuova cornice sanzionatoria, sicchè la Commissione (nei pochi casi riscontrati) ha deciso di chiedere all'ufficio sanzioni amministrative (che ha, poi, confermato quasi sempre le proposte già formalizzate) un nuovo esame della proposta, in modo da adeguare la misura della sanzione al nuovo regime edittale; in quello della lettera b) sembra da escludere un obbligo di annullamento in autotutela della sanzione da parte della Consob, a fronte di un onere (ancora esercitabile) dell'impugnativa del provvedimento da parte dell'interessato, dell'insussistenza di qualsivoglia illegittimità genetica dello stesso e, in ogni caso, del difetto del requisito

(che imporrebbe l'annullamento d'ufficio) di un interesse pubblico specifico alla sua rimozione (anche prescindendo dal rilievo che non constano casi riferibili a quella situazione); nel caso della lettera c), non resta che attendere gli esiti dell'esame giurisprudenziale della questione dell'incidenza della sentenza della Corte Costituzionale n. 63 del 2019 sulle sanzioni inflitte nella vigenza della disposizione dichiarata incostituzionale.

Potrebbe, inoltre, immaginarsi, seguendo fino in fondo l'analogia con il procedimento penale, la revisione della sanzione, anche nel caso in cui il procedimento, amministrativo o giurisdizionale (di opposizione), si siano conclusi prima della pubblicazione della sentenza della Corte Costituzionale (e segnatamente per sanzioni irrogate nel minimo edittale di centomila Euro).

Nel processo penale, in situazioni analoghe a quella qui considerata, è ammessa la revisione della pena in sede di esecuzione, naturalmente nei soli casi in cui la pena non sia già stata integralmente scontata (si vedano, ad esempio, gli effetti processuali della recente sentenza della Corte Costituzionale n. 40 del 2019, che ha dichiarato incostituzionale il minimo edittale della pena detentiva del reato di spaccio di stupefacenti).

Traslando questa regola nel procedimento relativo alle sanzioni di *market abuse*, appare, in astratto, ammissibile una richiesta di revisione della sanzione, anche dopo il perfezionamento della procedura di irrogazione della stessa, alla duplice condizione (si ripete) che la sanzione sia stata irrogata nel minimo edittale e che non sia stata ancora integralmente pagata, vuoi perché pende un giudizio di esecuzione, vuoi perché il soggetto sanzionato ha ottenuto la rateizzazione dell'obbligazione e sta ancora pagando. Basti, qui, aver accennato al problema.

4. Il principio del *ne bis in idem*

Più complessa, e non ancora definitivamente risolta, si rivela, invece, la questione della coerenza del regime normativo nazionale del doppio binario con il principio convenzionale del *ne bis in idem*.

La sentenza *Grande Stevens* in relazione agli abusi di mercato²² ha esaminato anche il tema del concorso di sanzioni penali e sanzioni formalmente amministrative ma sostanzialmente penali, chiarendo che il loro cumulo viola il divieto di *bis in idem*, sancito dall'art. 4 del Protocollo 7 della CEDU²³.

Ai fini dello scrutinio del rispetto del diritto a non essere giudicati due volte per lo stesso fatto, la

²² Questo filone interpretativo è stato seguito dalla Corte in successive pronunce anche al di fuori della materia degli abusi di mercato: *Nykaien v. Finlandia* del 20 maggio 2014, *Lucki v. Svezia* del 27 novembre 2014, *Kiivari v. Finlandia* del 10 febbraio 2015.

²³ Sull'analogo principio stabilito all'art. 50 della Carta di Nizza, la Corte di giustizia UE ha elaborato il principio del *ne bis in idem* di diritto eurounitario, si veda anche la sentenza 26 febbraio 2016, C-617/10, *Fransson*, nonché le tre sentenze del 20 marzo 2018, C-524/15, *Menci*, C-537/16, *Garlsson Real Estate* e C-596/16 e C-597/16, D.P. e Z.

giurisprudenza si è, quindi, preoccupata di identificare i criteri costitutivi dell'identità della condotta (che integra il presupposto logico di operatività del principio del *ne bis in idem*).

Tanto nel diritto convenzionale, quanto in quello eurounitario, si era ormai consolidata un'esegesi fondata sull'identità del fatto, nella sua materialità, e che prescindeva dalla qualificazione giuridica delle fattispecie operata dalle singole legislazioni nazionali (Corte EDU, sentenza 10 febbraio 2009, Zolotukhin), quando è intervenuto un significativo *revirement* della Corte EDU, che ha segnato un mutamento radicale nella disamina delle questioni relative alla violazione del principio che vieta il *double jeopardy*.

Un nuovo corso interpretativo sulla reale portata e sui limiti del principio del *ne bis in idem* è stato, infatti, inaugurato dalla Corte EDU a partire dalla sentenza resa sul caso *A/B v. Norvegia* del 15 novembre 2016²⁴, nella quale si è rilevato che la compatibilità convenzionale di una duplice risposta sanzionatoria, per il medesimo fatto è riconoscibile, ma astretta al rispetto di talune (apparentemente stringenti) condizioni: a) la “*connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta*” tra i due procedimenti (penale e amministrativo) e la “prevedibilità” di tale doppio procedimento da parte del trasgressore; b) l'eliminazione, per quanto possibile, di duplicazioni istruttorie; c) il coordinamento e la contiguità temporale tra i procedimenti; d) la complementarietà delle risposte sanzionatorie, a conclusione di “*procedimenti distinti*”, ma senza un sacrificio eccessivo e nel rispetto del principio di proporzionalità²⁵.

Ne consegue che, a fronte della ricorrenza dei suddetti requisiti, la previsione normativa dell'attivazione parallela dei procedimenti amministrativo e penale (con conseguente applicazione di entrambe le sanzioni) per la medesima condotta di abuso di mercato non confligge con il principio convenzionale del *ne bis in idem*.

Questa impostazione, sulla legittimità, condizionata, del doppio binario, è stata seguita, di recente, dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea²⁶ e successivamente acquisita anche dalla giurisprudenza nazionale²⁷.

In definitiva, dunque, può considerarsi legittima la parallela instaurazione, prosecuzione e irrogazione della pena tramite il doppio binario sanzionatorio, purché lo stesso sia costituito da “*un insieme integrato di procedimenti e di relative sanzioni caratterizzati dalla prevedibilità e proporzionalità*”²⁸.

²⁴ Nel caso di specie, relativo a una frode fiscale per la quale i ricorrenti erano stati sanzionati con maggiorazioni di imposta dal fisco e poi condannati penalmente, la Corte ha ritenuto proporzionata la risposta sanzionatoria dal momento che la sanzione penale aveva tenuto conto della maggiorazione di imposta (valutata come sanzione sostanzialmente penale).

²⁵ Per analisi e commenti alla citata pronuncia si veda, tra gli altri, A.F. TRIPODI, *Cumuli punitivi ne bis in idem e proporzionalità*, in *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*, 3/2017; F. VIGANO', *La Grande Camera di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in *Dir. Pen. Cont.*, 2016.

²⁶ Si vedano, in particolare, i casi C-524/15 *Menci*, C-596/16 e C-597/16 *Di Puma Zecca*, C-537/16 *Garlsson Real Estate*.

²⁷ Sul tema si vedano, *ex multis*, Corte Cost., 24 gennaio 2018, n. 43; Cass. pen., sez. III, 22 settembre 2017, n. 6993.

²⁸ Così Cass. Pen., Sez. V, 16 luglio 2018, n. 45829.

In tale senso paiono militare sia la normativa nazionale e le prassi che regolano i rapporti di cooperazione tra la Consob e l'Autorità giudiziaria (e che prevedono la trasmissione di una relazione motivata da parte dell'Autorità alla Procura al più tardi al termine dell'accertamento dell'infrazione e lo scambio di dati e di informazioni, per come previsto dai protocolli d'intesa siglati con le Procure di Milano e di Roma), sia il disposto dell'art. 187-*terdecies* del TUF, che, al fine di mitigare e temperare il rigore affittivo riveniente dal cumulo sanzionatorio, impone all'autorità (giudiziaria o amministrativa) che si pronuncia per seconda, di tenere conto *“al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate”*²⁹.

In connessione alla definitività di una delle sanzioni applicabili, la disposizione da ultimo citata affida ora al giudice penale, ora al giudice dell'opposizione, ora alla Consob il compito di verificare, in concreto, la proporzionalità della complessiva risposta sanzionatoria³⁰.

Tale verifica si appunterà sulla disamina dell'idoneità della sanzione già irrogata ad esaurire le finalità preventive e repressive alle quali resta preordinata la legislazione sanzionatoria degli abusi di mercato e sulla conseguente identificazione della misura di un'eventuale esigenza punitiva residua.

Il controllo circa il carattere proporzionato del complesso delle sanzioni irrogate consente, di conseguenza, anzi: impone, la compensazione anche tra sanzioni eterogenee (pecuniarie e detentive), ma non anche tra quelle accessorie (che continuano a sommarsi per intero), e può condurre, a certe condizioni, alla disapplicazione della legge che deve essere attuata per ultima (Cass. Civ., n. 39999/2019), nei casi in cui la sanzione già irrogata assorba ed esaurisca, in sé, le esigenze repressive e la piena tutela degli interessi protetti (trasparenza del mercato e fiducia degli investitori nella sua integrità).

La deroga alla legge penale, che, tuttavia, è il caso che si presenta più spesso (in ragione della maggiore celerità di quello amministrativo), dev'essere, nondimeno, considerata eccezionale, in quanto potrebbe comportare la disapplicazione totale o anche parziale (irrogazione di una pena inferiore al minimo edittale) della norma incriminatrice, con il connesso, e ancora aperto, problema della compatibilità di un siffatto *modus operandi* con il principio costituzionale della legalità delle pene (art. 25 Cost.) e dell'obbligatorietà

²⁹ Già il giudice penale ha adottato decisioni in cui si fa applicazione del criterio della valutazione della proporzionalità in concreto - cfr. Tribunale di Milano, sent. n. 14767/2019 e Corte d'Appello di Milano, sent. n. 13960/2019 - ed anche la Consob ha ben chiaro che dovrà effettuare tale giudizio nei casi in cui si trovi a dover applicare una sanzione amministrativa in presenza di una sentenza penale di condanna divenuta irrevocabile. Sull'*impasse* nel quale si dibatte il Tribunale di Milano nella sentenza segnalata, quale diretta conseguenza della mancata attuazione dei principi stabiliti nel Regolamento (UE) 596/2014 (MAR) e nella Direttiva 2014/57/UE (MAD II), che - pur autorizzando il mantenimento del regime del c.d. doppio binario (sanzione penale e sanzione amministrativa per il medesimo fatto) - ne avevano subordinato l'ammissibilità al rispetto del superiore principio del divieto di *bis in idem*, si veda F. MUCCIARELLI, *Doppio binario sanzionatorio degli abusi di mercato e ne bis in idem: prime ricadute pratiche dopo le sentenze della cque e la (parziale) riforma domestica*, in Dir. Pen. cont., marzo 2019.

³⁰ La Corte europea ha fornito taluni criteri funzionali a guidare l'interprete e, segnatamente: 1) il perseguimento, da parte dei procedimenti sanzionatori, di scopi differenti e del loro tenere conto di profili diversi attinenti alla medesima condotta antisociale; 2) la prevedibilità del doppio giudizio; 3) la conduzione dei procedimenti in modo da evitare quanto più possibile la duplicazione nella raccolta e valutazione delle prove; 4) la "proporzione complessiva" della pena; 5) l'appartenenza delle fattispecie oggetto di analisi al "nocciolo duro" del sistema penale e, dunque, caratterizzate da forme accentuate di stigma sociale; 6) dal punto di vista temporale, la presenza di un collegamento di natura cronologica tra i procedimenti.

dell'azione penale (art. 112 Cost.).

Non constano, al riguardo, casi in cui la Consob abbia applicato una sanzione dopo il passaggio in giudicato della condanna penale (ma, se dovesse capitare, la Commissione dovrebbe farsi carico del predetto onere di scrutinio della proporzionalità del complesso delle pene), mentre potrebbe accadere che la Corte d'Appello o la Cassazione, chiamate a riesaminare la sanzione Consob, si pronuncino dopo il passaggio in giudicato della sentenza penale di condanna (soprattutto se patteggiata).

E' quanto è successo in un recentissimo caso³¹, nel quale la Corte d'Appello ha sostanzialmente disapplicato la sanzione irrogata da Consob sulla base del rilievo che quella penale fosse, di per sé, idonea ad assicurare una risposta repressiva adeguata e assorbente e che, quindi, quella amministrativa, successiva, fosse eccessiva e inidonea a produrre un utile effetto repressivo (aggiuntivo a quello penale). Il contenuto della valutazione sulla proporzionalità resta, in ogni caso, necessariamente e inevitabilmente, discrezionale e sfugge alla definizione di criteri univoci e certi, con evidente sacrificio del principio della certezza del diritto e della prevedibilità delle conseguenze connesse a fatti illeciti.

E' vero che la Cassazione ha tentato di dettagliare alcuni parametri di valutazione, raccomandando di considerare non solo la pena principale, ma anche la misura ablatoria (confisca) e le sanzioni interdittive accessorie, il disvalore concreto del fatto, l'episodicità della condotta, il danno materialmente arrecato ai valori dell'integrità del mercato e della fiducia dei risparmiatori, ma è anche vero che i criteri così enucleati continuano ad affidare al giudice chiamato a verificare la proporzionalità del complesso della risposta sanzionatoria un apprezzamento ampiamente discrezionale e ancora sprovvisto di paradigmi valutativi cogenti, stringenti e sufficientemente univoci.

Quando la giurisprudenza sovranazionale e nazionale sembrava essersi ormai attestata sull'apprezzamento della piena compatibilità convenzionale del sistema ordinamentale del doppio binario, con la sola mitigazione, nella sua declinazione pretoria, della valutazione, a carattere compensativo, della proporzionalità della complessiva risposta sanzionatoria, è intervenuta la sentenza della Corte EDU, 6 giugno 2019, Nodet contro Francia (che ha confermato l'indirizzo già assunto con la precedente decisione Jòhannesson contro Islanda, del 18 maggio 2017³²), che impone alcune riflessioni supplementari anche sul sistema italiano del cumulo delle pene relative agli abusi di mercato.

La Corte di Strasburgo ha, infatti, rilevato la violazione del principio del *ne bis in idem* in una situazione in cui, applicando le regole fissate con la sentenza A e B contro Norvegia del 2016, ha riscontrato il difetto del requisito della "*close connection in substance and in time*", pur a fronte di una valutazione compensativa del

³¹ Corte di Appello di Milano, 31 luglio 2019, n. 3383.

³² Per un commento alla decisione, si veda F. VIGANO', *Una nuova sentenza di Strasburgo su ne bis in idem e reati tributari*, in Dir. Pen. Cont., 2019.

complesso della risposta sanzionatoria.

In particolare la Corte ha rilevato, a sostegno del giudizio di violazione del divieto di *bis in idem*: a) il carattere identico, e non complementare, degli obiettivi perseguiti con i due procedimenti; b) la totale rinnovazione dell'istruttoria nel processo penale, in difetto di alcun coordinamento procedimentale con quello amministrativo; c) la sfasatura temporale tra i due procedimenti (il processo penale era durato altri quattro anni, dopo la conclusione di quello amministrativo).

Come si vede, quest'ultima pronuncia impone un supplemento di riflessione sulla compatibilità del sistema italiano con il principio convenzionale del *ne bis in idem*, pur a fronte delle aperture concesse con la citata sentenza del 2016 (A e B contro Norvegia).

Il requisito della *close connection*, infatti, potrebbe apparire disatteso o, comunque, difficilmente configurabile, se inteso in senso stringente, nella prassi italiana dell'amministrazione del doppio binario³³. Il presupposto della stretta connessione dei due procedimenti dev'essere, in particolare, decifrato e applicato in una logica restrittiva (con la conseguenza che, nel dubbio, dovrebbe essere escluso), in quanto stabilito come limite invalicabile alla deroga al divieto di *bis in idem*.

Declinando questo parametro valutativo nell'ordinamento nazionale, appare fortemente dubbia la compatibilità convenzionale di quest'ultimo.

Accade, infatti, sovente che i due procedimenti seguano percorsi processuali separati e non coordinati, con un allungamento temporale di quello penale, soprattutto nello svolgimento delle istruttorie.

Si tratta di prassi che, se lette alla luce della più recente giurisprudenza della Corte EDU, appaiono confliggenti con il principio convenzionale del *ne bis in idem*, pur a fronte, si ripete, della mitigazione del cumulo sanzionatorio nella riferita prospettiva della proporzionalità (tuttavia, da sola, non sufficiente a escludere la violazione dall'art. 4 del Protocollo 7 della CEDU).

Come si vede, nonostante il *revirement* della Corte EDU, dagli esiti, tuttavia, ancora incerti, resta ancora irrisolta la questione essenziale della compatibilità del doppio binario, seppur mitigato dalle cautele definite dalla giurisprudenza passata in rassegna, con il suddetto parametro convenzionale (e replicato dall'art. 50 della CDFUE).

Se rettamente inteso, inoltre, il diritto dell'uomo a non essere giudicato due volte per lo stesso fatto non può esaurirsi nel diverso diritto a ricevere un trattamento sanzionatorio nel complesso proporzionato (peraltro autonomamente presidiato dall'art. 52 CDFUE).

³³ Con riferimento all'interpretazione della sentenza A e B che ne è seguita, cfr. *ex multis* Cass., Sez. III, 14 febbraio 2018, n. 6993, con nota di A.F. TRIPODI, *Ne bis in idem e sanzioni tributarie, la Corte di Cassazione 'sfronda' il test della sufficiently close connection*, in *Dir. Pen. Cont.*, 2018.

La giurisprudenza ricordata, infatti, rischia di degradare il divieto di *bis in idem* nel diritto a ricevere una pena complessivamente proporzionata, all'esito, tuttavia, di due procedimenti autonomi e distinti, ancorchè coordinati.

Si tratta di una sostanziale svalutazione, se non disapplicazione, del principio del *ne bis in idem*.

Il diritto a non essere giudicati due volte per il medesimo fatto, infatti, prima di declinarsi nella (minore) pretesa a una pena giusta e proporzionata, implica soprattutto il titolo a non sopportare due procedimenti e i relativi costi.

L'esposizione a due procedimenti separati comporta, infatti, un onere, sia patrimoniale (spesso vengono incaricati professionisti diversi per i due processi), che psicologico (la sofferenza della soggezione a due autorità e a due procedure, sovente temporalmente sfasate), che il principio del *ne bis in idem* mira, appunto, a scongiurare.

Anche con il temperamento operato dalla giurisprudenza, in definitiva, il diritto fondamentale a non essere giudicati due volte per lo stesso fatto resta esposto, con il regime del doppio binario, a una compressione e a una lesione che paiono non rimediabili con la mera composizione di una sanzione complessivamente equa e proporzionata.

Anche con tale ultima cautela, infatti, resta intatta la lesione del diritto dell'uomo (che integra il carattere essenziale della garanzia in esame) a non affrontare due distinti procedimenti e a non sopportare due volte i costi e la sofferenza prodotti da ognuno di essi.

Merita, da ultimo, una menzione particolare un intervento che vale ad attenuare l'afflittività delle sanzioni formalmente amministrative, ma sostanzialmente punitive e, quindi, il rigore del doppio binario.

Si tratta della decisione della Corte Costituzionale (n. 112 del 2019), che, dichiarando incostituzionale l'art. 187 *sexies* del TUF, nella parte in cui prevedeva la confiscabilità anche del prodotto dell'illecito, e non solo del profitto, ha ridotto l'impatto afflittivo del doppio binario, riducendo l'ambito di operatività della misura ablatoria che accede alle sanzioni amministrative (ingenerando, nondimeno, difficoltà interpretative ed applicative riferite alla disciplina dei sequestri, quali misure strumentali alla confisca).

5. L'esigenza di una revisione del cumulo sanzionatorio

Come si è visto, il vigente assetto, normativo e giurisprudenziale, del trattamento sanzionatorio degli abusi di mercato resta problematico, nonostante il tentativo "pretorio" di rendere il sistema coerente ed equilibrato.

Le criticità irrisolte si appuntano, in particolare, sulla regola del cumulo dei procedimenti (e delle pene) e

sulle connesse incertezze nell'amministrazione del doppio binario, mentre altre "storture" sono state già corrette (si pensi alla garanzia del contraddittorio rafforzato dinanzi alla Consob e alla declaratoria di incostituzionalità della norma violativa del principio della retroattività della *lex mitior*).

Residua, quindi, ancora, la questione del doppio binario, i cui tratti di incertezza, già segnalati ma di seguito ulteriormente precisati, ne accentuano il carattere anomalo.

La giurisprudenza (nazionale e sovranazionale), dopo avere decretato la coerenza con il principio di riferimento, ha tentato di mitigare il rigore del cumulo delle pene, con una serie di indicazioni che hanno sì concorso ad attenuare i profili di frizione con il diritto al *ne bis in idem*, ma che conservano significativi aspetti di incertezza e di imprevedibilità, che mal si conciliano con il canone della sicurezza giuridica.

Uno dei cardini dello Stato di diritto è proprio quello della prevedibilità delle conseguenze delle condotte, anche illecite, sicché l'incertezza circa tempi, relazioni ed esiti sanzionatori di due procedimenti originati dalla medesima violazione appare di dubbia compatibilità, in prima battuta, con il principio del *ne bis in idem*, ma anche con quello della sicurezza giuridica, che integra una delle prime declinazioni dello Stato di diritto.

Non solo, ma l'instaurazione e la conduzione parallela o consecutiva di due procedimenti per la medesima violazione espone l'apparato sanzionatorio al rischio di esegesi, istruttorie ed esiti divergenti e non coordinati, con un ulteriore nocumento al valore dell'efficienza dell'azione di repressione degli abusi di mercato.

Resta, in particolare, aperto il problema, che inficia la presunta osmosi dei due processi, dell'utilizzabilità in quello penale delle prove acquisite in quello amministrativo, in ragione delle diverse garanzie difensive che presidiano i due procedimenti³⁴.

Così come non può ignorarsi il rischio (concreto) di un'eccessiva dilatazione temporale della sequenza dei procedimenti.

A fronte delle segnalate difficoltà di correggere un sistema normativo, di per sé problematico, non può, dunque, trascurarsi di considerare l'opzione di una revisione legislativa, finalizzata a restituire al sistema sanzionatorio degli abusi di mercato quella coerenza e quell'equilibrio che paiono essere stati compromessi dalla scelta originaria del doppio binario.

³⁴ Si veda E. BASILE, *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?*, in Dir. Pen. cont., 2017.

6. La scelta “politica” del doppio binario e la consistenza dei vincoli europei

Per concepire una diversa regolazione dell'apparato sanzionatorio che resti immune da profili di antinomia con il diritto europeo di riferimento, occorre principiare dall'analisi di quest'ultimo, al fine di comprendere i margini delle scelte legislative rimesse ai singoli Stati membri, le ragioni dell'opzione esercitata dal Legislatore italiano e le ipotesi di un diverso assetto regolativo³⁵.

Il diritto dell'Unione Europea ha conosciuto un'evoluzione non lineare e, a volte, ambigua, del regime sanzionatorio degli abusi di mercato.

L'iter tormentato della legislazione europea, che merita di essere ripercorso (seppur in sintesi), costituisce la più vistosa conferma delle difficoltà implicate dalla ricerca di un'equilibrata alchimia tra la criminalizzazione e la repressione amministrativa degli abusi di mercato.

La direttiva 2003/6/CE (MAD I) imponeva agli Stati membri l'adozione delle opportune “misure amministrative” o “sanzioni amministrative”³⁶, lasciando piena discrezionalità in ordine alla previsione di eventuali sanzioni penali aggiuntive.

La MAD I, pertanto, non contemplava alcuna preclusione al cumulo sanzionatorio, ma configurava le misure amministrative come obbligatorie e le sanzioni penali come eventuali³⁷.

In sede di recepimento, il legislatore italiano ha esercitato la propria discrezionalità adottando il doppio binario in modo cumulativo³⁸: l'illecito penale e l'infrazione amministrativa per abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato sono stati tipizzati in modo uguale³⁹, con la conseguente possibilità di sanzionare parallelamente, per via penale e amministrativa, le medesime violazioni⁴⁰.

La disciplina dei rapporti tra i procedimenti penale e amministrativo è stata affidata al Capo V della Parte

³⁵ Sull'incerto e inefficace percorso di “attuazione” della disciplina eurounitaria da parte del legislatore nazionale, si rinvia a E. BASILE, *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della Direttiva 57/2014/UE*, in www.lalegislazionepenale.eu, 2015; F. MUCCIARELLI, *Riforma penalistica del market abuse: l'attesa continua*, in *Dir. pen. proc.*, 1/2018 e Id., *La nuova disciplina eurounitaria*, cit..

³⁶ Cfr. l'art. 14, comma 1 della MAD I secondo cui: “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”.

³⁷ Si rileva come l'Unione Europea non possedesse, all'epoca della MAD I, competenze in materia penale, successivamente introdotte con il Trattato di Lisbona.

³⁸ Cfr. l'art. 9 L. 62/2005.

³⁹ L'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate *ex art. 187-bis* del TUF veniva delineato in modo identico rispetto all'omologa fattispecie penale (art. 184 del TUF); la fattispecie amministrativa di manipolazione del mercato di cui all'art. 187-ter, veniva descritta in modo leggermente differente e più analitico, rispetto a quella penale dell'art. 185, senza che però ci fossero significativi disallineamenti fra le condotte rilevanti.

⁴⁰ Per una disamina del recepimento della MAD I e dei profili sanzionatori connessi, si rinvia a R. RORDORF *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Diritto Commerciale e Societario*, *Le Società* n. 7/2005 e, in particolare, al paragrafo “Le funzioni della Consob in campo penale ed amministrativo”.

V, Titolo I-*bis* del TUF⁴¹.

Il quadro regolativo europeo è, poi, profondamente mutato con l'approvazione della direttiva 2014/57/UE (MAD II) e del Regolamento (UE) 596/2014 (MAR).

Il nuovo *framework* regolativo si caratterizza, in via generale, per un significativo mutamento del quadro sanzionatorio degli abusi di mercato, con una marcata tendenza alla criminalizzazione⁴², mediante l'introduzione per gli Stati membri dell'obbligo di stabilire sanzioni penali⁴³, “*almeno per le forme più gravi di abuso di mercato*”⁴⁴, seppur con la facoltà di mantenere o introdurre sanzioni amministrative⁴⁵.

Viene, nondimeno, ribadito il principio generale, per cui l'irrogazione di sanzioni amministrative e penali, contestualmente consentita, non deve violare il principio del *ne bis in idem*⁴⁶.

Tale previsione, che, a una prima lettura, pare risolversi in un'aporia, sembra giustificata dal tentativo di caratterizzare diversamente gli illeciti penali e le violazioni amministrative⁴⁷.

Si ricava, nel complesso, l'impressione che il nuovo quadro regolativo⁴⁸ obbedisca a una prospettiva 'funzionalista', nel senso che mira a garantire adeguata efficacia repressiva all'impianto sanzionatorio, ad

⁴¹ Per esempio, con il correttivo dell'allora vigente art. 187-*terdecies* del TUF, secondo il quale “*Quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'articolo 195, la esazione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa*”; altra disposizione di rilievo è l'art. 187-*decies* del TUF, tuttora in vigore, che disciplina i rapporti tra la Consob e la magistratura e gli obblighi informativi reciproci.

⁴² Si tratta della prima esperienza applicativa delle nuove competenze politico criminali stabilite con il Trattato di Lisbona.

⁴³ Cfr. *considerando* 8 della MAD II: “*L'introduzione, da parte di tutti gli Stati membri, di sanzioni penali almeno per i reati gravi di abusi di mercato è pertanto essenziale per garantire l'attuazione efficace della politica dell'Unione in materia.*”

⁴⁴ Cfr. *considerando* 6 della MAD II “[...] *Introducendo sanzioni penali almeno per le forme gravi di abusi di mercato, si stabiliscono confini chiari per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti.*”

⁴⁵ Cfr. *considerando* 72 del MAR: “*Anche se nulla osta a che gli Stati membri stabiliscano regole per sanzioni amministrative oltre che sanzioni penali per le stesse infrazioni, gli Stati membri non dovrebbero essere tenuti a stabilire regole in materia di sanzioni amministrative riguardanti violazioni del presente regolamento che sono già soggette al diritto penale nazionale, entro il 3 luglio 2016. Conformemente al diritto nazionale, gli Stati membri non sono tenuti a imporre sanzioni sia amministrative che penali per lo stesso reato, ma possono farlo se il loro diritto nazionale lo consente [...]*”; di segno analogo, il *considerando* 22 della MAD II “*Gli obblighi previsti nella presente direttiva di prevedere negli ordinamenti nazionali pene per le persone fisiche e sanzioni per le persone giuridiche non esonerano gli Stati membri dall'obbligo di contemplare in tali ordinamenti nazionali sanzioni amministrative e altre misure per le violazioni previste nel regolamento (UE) n. 596/2014, salvo che gli Stati membri non abbiano deciso, conformemente al regolamento (UE) n. 596/2014, di prevedere per tali violazioni unicamente sanzioni penali nel loro ordinamento nazionale*”; cfr. altresì, infine, l'art. 30, comma 1, para. 2 del Regolamento MAR “*Gli Stati membri possono decidere di non stabilire norme relative alle sanzioni amministrative di cui al primo comma se le violazioni di cui alle lettere a) o b) di tale comma sono già soggette a sanzioni penali, nel rispettivo diritto nazionale entro il 3 luglio 2016*”.

⁴⁶ Cfr. *considerando* 23 della MAD II “[...] *Nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del ne bis in idem*”.

⁴⁷ Cfr. artt. 3, 4 e 5, oltre ai *consideranda* 11 e 12 della MAD II, nonché gli artt. 8, 10 e 12 del MAR.

⁴⁸ Cfr. proseguo del *considerando* 72 del MAR “*Tuttavia, il mantenimento delle sanzioni penali in luogo delle sanzioni amministrative [...] non dovrebbe ridurre o incidere altrimenti sulla capacità delle autorità competenti di cooperare, di avere accesso a informazioni o di scambiare informazioni tempestivamente con le autorità competenti di altri Stati membri ai fini del presente regolamento, anche dopo che le autorità giudiziarie competenti per l'azione penale siano state adite per le violazioni in causa*”.

assicurare una maggiore armonizzazione tra le regolazioni nazionali (sul piano delle misure amministrative) e a favorire, a tal fine, un'utile cooperazione tra le autorità di vigilanza, anche a seguito dell'eventuale istaurazione del procedimento penale⁴⁹.

La MAD II, più in particolare, introduce nuovi obblighi di criminalizzazione delle condotte di abuso di mercato individuate sulla base dei criteri della gravità e del dolo della condotta⁵⁰, che vengono affiancati da ulteriori criteri specifici, da utilizzare per possibili tipizzazioni delle fattispecie più gravi (*consideranda* 11 e 12⁵¹).

La medesima direttiva prevede, inoltre, la criminalizzazione dell'*insider* secondario⁵².

Viene, peraltro, riconosciuto agli Stati membri un consistente ambito di discrezionalità nel definire le fattispecie incriminabili penalmente, così come nello stabilire il perimetro di operatività delle sanzioni penali e di quelle amministrative.

Con il parallelo, e, per certi versi, non coordinato, regolamento MAR viene, invece, introdotta una serie eterogenea di “*sanzioni amministrative e altre misure amministrative*” per gli abusi di mercato in senso stretto, così come per le violazioni minori delle misure di prevenzione e dei doveri di collaborazione con l'autorità (art. 30, comma 2).

Le difficoltà di adeguamento dell'ordinamento nazionale alle nuove previsioni europee sono state aggravate dal rilievo che, nonostante la qualifica formale di ‘Regolamento’, alcune disposizioni di MAR non sembrano direttamente applicabili, esigendo un intervento normativo di recepimento degli Stati membri⁵³.

⁴⁹ Così M. SCOLETTA, in *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *Le Società* 2/2016, p. 218.

⁵⁰ Cfr. *considerando* 10 della MAD II “*Agli Stati membri dovrebbe essere imposto di considerare come reati almeno i casi gravi di abuso di informazioni privilegiate, di manipolazione del mercato e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate, quando sono commessi dolosamente*”.

⁵¹ Che, rispettivamente, prevedono: “*Ai fini della presente direttiva, 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*” (*considerando* 11) e “*Ai fini della presente direttiva, la manipolazione del mercato dovrebbe essere considerata grave 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, dell'alterazione del valore dello strumento finanziario o del contratto a pronti su merci ovvero l'ammontare dei fondi utilizzati in origine oppure quando la manipolazione è commessa da soggetti impiegati o che lavorano all'interno del settore finanziario ovvero presso un'autorità di vigilanza o di regolamentazione*” (*considerando* 12). Secondo alcuni autori, si tratterebbe di criteri vaghi ed eterogenei “*che lasciano agli Stati membri un margine di discrezionalità, nella concreta formulazione degli illeciti penali, tale da rendere difficilmente conseguibile l'obiettivo di un'armonizzazione minima*”, così M. SCOLETTA, cit..

⁵² Art. 3, comma 3, ultimo paragrafo e art. 7 della MAD II.

⁵³ Cfr. M. SCOLETTA, cit., secondo cui, in assenza di recepimento del legislatore nazionale, sarebbe stato impossibile sanzionare “*le condotte che integrino violazioni della nuova normativa regolamentare. Appare infatti priva di fondamento giuridico – e contrastante con il principio di legalità – la possibilità di estendere automaticamente le sanzioni amministrative previste per gli illeciti amministrativi introdotti nell'ordinamento in attuazione della MAD I (cioè le sanzioni amministrative attualmente tipizzate nel TUF) alle corrispondenti violazioni del*”

In tale prospettiva, il d. lgs. 107 del 2018 ha previsto gli adeguamenti al TUF necessari per recepire il MAR, mentre la MAD II è rimasta inattuata nell'ordinamento nazionale, essendosi inutilmente consumata la delega legislativa prima del suo tempestivo esercizio⁵⁴.

L'omesso recepimento della Direttiva MAD II è stato ripetutamente giustificato, o, in ogni caso, minimizzato, in ragione dell'affermata conformità dell'ordinamento interno ai principi europei che prescrivono la criminalizzazione delle condotte di *market abuse*.

Senonché, la mancata trasposizione della MAD II, oltre a sancire la difformità dell'ordinamento italiano da quello europeo in ordine ad aspetti della direttiva non marginali e non già esauriti con il recepimento della MAD I (come la criminalizzazione dell'insider secondario), non ha consentito al Legislatore di farsi carico della questione del necessario coordinamento con MAR e di identificare, quindi, gli strumenti più appropriati per evitare il *bis in idem*.

E' stata, in altri termini, persa l'occasione di declinare la raccomandazione europea di scongiurare il cumulo sanzionatorio, ma anche si prestare ossequio al monito della Consulta, là dove ha chiarito, a proposito del doppio binario, che “*spetta anzitutto al legislatore stabilire quali soluzioni debbano adottarsi per porre rimedio alle frizioni che tale sistema genera tra l'ordinamento nazionale e la CEDU*”⁵⁵.

L'intervento delle modifiche legislative del 2018 sull'impianto sanzionatorio esistente è rimasto, in ogni caso, minimale⁵⁶, continuando a difettare sia una diversa tipizzazione delle fattispecie penali e amministrative, sia una più esatta descrizione delle fattispecie di *insider trading* (per come contenuta nella direttiva MAD II), sia, ancora, la criminalizzazione dell'*insider* secondario (ancorchè previste a livello europeo).

Sono stati, inoltre, modificati, in misura limitata, gli artt. 184 (abuso di informazioni privilegiate) e 185 (manipolazione di mercato) del TUF – fattispecie penali – al fine di considerare l'estensione oggettiva del novero degli strumenti su cui insistono le condotte abusive e di includere altri adattamenti al MAR (e.g. circa le aree di liceità rappresentate dai sondaggi di mercato).

regolamento, creando surrettiziamente dei nuovi illeciti amministrativi risultanti dal combinato disposto delle vecchie sanzioni nazionali e dei nuovi precetti regolamentari”.

⁵⁴ L'adeguamento non ha riguardato la Direttiva MAD II, poiché la delega legislativa per la riforma degli abusi di mercato, conferita dal Parlamento con la legge di delegazione del 2014, è rimasta inattuata e la Legge di delegazione europea 2016- 2017 non prevedeva riferimenti a MAD II. Peraltro, la Relazione illustrativa dello Schema di disegno di legge prevedeva che “*per quanto riguarda le sanzioni penali e amministrative pecuniarie previste rispettivamente dal regolamento (UE) n. 596/2014 e dalla direttiva 2014/57/UE, l'attuale relativa disciplina sanzionatoria di riferimento è contenuta nella parte V del TUF. Nell'ordinamento interno le condotte dolose previste dalla direttiva risultano già oggetto di previsione sanzionatoria*”. Inoltre, con specifico riferimento al problema del *ne bis in idem* si precisava che dopo l'entrata in vigore della legge delega, erano intervenute le sentenze della Corte di Giustizia del 20 marzo 2018 e “*Pertanto, in attesa di ulteriori approfondimenti sulla corretta applicazione dei principi contenuti nelle sentenze della Corte, l'intervento modificativo che si propone nel TUF è quello minimale rispetto alla norma vigente*”.

⁵⁵ Corte. Cost., sentenza 12 maggio 2016, n.102.

⁵⁶ Come indicato nella citata Relazione Illustrativa.

In aggiunta ad altri interventi di portata minore⁵⁷, merita di essere segnalato l'ampliamento della portata applicativa dell'art. 187-*terdecies*⁵⁸, che regola i casi di concomitanza di sanzioni per un medesimo fatto in capo allo stesso soggetto, con l'obiettivo di garantire il rispetto del principio del *ne bis in idem*⁵⁹.

Come si vede, la più recente legislazione europea (costituita, come detto, dalla direttiva MAD II, rimasta inattuata in Italia, e dal regolamento MAR) attribuisce, per quanto qui interessa, agli Stati membri la facoltà di punire le violazioni di *market abuse*, oltre che con sanzioni penali, prescritte (dalla direttiva MAD II) per i (soli) fatti di maggiore gravità commessi con dolo, anche con sanzioni amministrative (stabilite, in via generale, dal regolamento MAR), ma raccomanda l'introduzione di meccanismi idonei ad evitare la duplicazione sanzionatoria e il rispetto del principio del *ne bis in idem*.

Si tratta, quindi, di una previsione per certi versi contraddittoria (se non schizofrenica), nella misura in cui, da un lato, riconosce agli Stati membri la scelta discrezionale di sanzionare i fatti di abuso di mercato sia in via penale che in via amministrativa, ma, dall'altro (in maniera oscura o, addirittura, ipocrita), raccomanda di scongiurare il rischio del cumulo delle sanzioni per la medesima condotta (*considerando 23* della direttiva MAD II).

In altri termini, i rapporti tra la direttiva MAD II e il regolamento MAR non sono chiari o, meglio, sono costruiti in modo da affidare agli Stati membri un consistente, e non meglio definito, spazio di discrezionalità nell'individuazione dei presidi sanzionatori degli abusi di mercato, ammettendo il doppio binario ma, contestualmente, raccomandando di scongiurare il pericolo del cumulo delle sanzioni penali e di quelle amministrative.

Il Legislatore italiano, confermando (tacitamente) la scelta già esercitata, prima dell'emanazione della direttiva MAD II e del regolamento MAR, in occasione del recepimento della direttiva 2003/6/CE (MAD I), ha optato per il regime del doppio binario, prevedendo, cioè, che le condotte relative a manipolazione del mercato e ad abuso di informazioni privilegiate siano sanzionate sia come reati sia come illeciti

⁵⁷ Vengono integralmente sostituiti gli artt. 187-*bis* (abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate) e 187-*ter* (manipolazione di mercato) del TUF – fattispecie amministrative – delineati mediante la tecnica del rinvio alle corrispondenti previsioni del Mar; viene altresì rimodulato il relativo trattamento sanzionatorio e viene introdotto l'art. 187-*ter.1* del TUF che prevede una serie di previsioni sanzionatorie amministrative per le 'violazioni minori' delle misure di prevenzione degli abusi di mercato.

⁵⁸ La previgente previsione secondo cui "Quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'articolo 195, la esazione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa" viene sostituita dalla seguente "Quando per lo stesso fatto è stata applicata, a carico del reo, dell'autore della violazione o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'articolo 187-*septies* ovvero una sanzione penale o una sanzione amministrativa dipendente da reato: a) l'autorità giudiziaria o la CONSOB tengono conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate; b) l'esazione della pena pecuniaria, della sanzione pecuniaria dipendente da reato ovvero della sanzione pecuniaria amministrativa è limitata alla parte eccedente quella riscossa, rispettivamente, dall'autorità amministrativa ovvero da quella giudiziaria".

⁵⁹ Sul punto, si rinvia a F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto penale contemporaneo*, 2018, in cui l'autore critica la previsione citata, ritenendo che essa sia "del tutto indifferente alla dimensione processuale del *ne bis in idem*" e che limiti "la sua portata al profilo della sanzione pecuniaria, ignorando completamente il profilo delle sanzioni interdittive previste per la violazione delle figure incriminatrici degli artt. 184 e 185 del TUF".

amministrativi (così dovendosi intendere la clausola iniziale degli artt.187 *bis* e 187 *ter* del TUF).

Tale opzione legislativa è stata, all'evidenza, determinata dall'esigenza di assicurare una reazione forte e severa dell'ordinamento a violazioni giudicate particolarmente allarmanti e meritevoli di una reazione particolarmente afflittiva.

La rilevanza degli interessi presidiati dalle norme (trasparenza dei mercati finanziari e tutela della fiducia dei risparmiatori) hanno, in particolare, indotto il Legislatore nazionale a esercitare gli spazi di discrezionalità affidatigli da quello europeo nella loro più ampia latitudine, al fine di adottare il maggior grado di severità consentito e di scongiurare qualsiasi impressione di arretramento dalla frontiera del contrasto agli abusi di mercato.

7. Alcune proposte di soluzione, a legislazione vigente e de iure condendo

Le difficoltà connesse alla regola del cumulo delle pene, e accentuate dai recenti arresti della Corte EDU, potrebbero essere mitigate, risolte o superate mediante un'accorta amministrazione della norma che impone la considerazione da parte dell'autorità che provvede per seconda della sanzione già inflitta, ovvero per mezzo di un'attività ermeneutica adeguatrice che, a ordinamento vigente, eviti la duplicazione sanzionatoria, ovvero, ancora, per mezzo di una revisione della legislazione che prevede il doppio binario. Della prima opzione si è già detto *supra*.

Dev'essere, tuttavia, ribadito che, se l'applicazione di pene nel complesso proporzionate vale senz'altro a mitigare il rigore del cumulo sanzionatorio, non serve, in ogni caso, a risolvere tutte le questioni implicate dal divieto di *bis in idem*, se inteso come comprensivo anche del diritto a non essere sottoposti a due processi paralleli per il medesimo fatto.

Quanto alla seconda soluzione, merita di essere riportata una suggestione che, tuttavia, appare difficilmente praticabile a ordinamento vigente.

E' stato, da alcuni, sostenuto che le clausole di apertura degli artt.187-*bis* e 187-*ter* TUF, possano essere lette nel senso di escludere la concorrenza dei procedimenti, e, quindi, il cumulo delle sanzioni, nei casi in cui la condotta possa essere ascritta a una fattispecie incriminatrice, con la conseguenza che a quella amministrativa residuerebbe una funzione meramente sussidiaria⁶⁰.

Nonostante il tenore letterale (equivoco) dell'*incipit* delle due disposizioni paia autorizzare anche tale

⁶⁰ Resta del tutto minoritaria l'esegesi di chi legge l'*incipit* delle norme del TUF come escludenti il concorso delle sanzioni; si veda: E. A. DI AMATO, *Gli abusi di mercato*, in *Trattato di diritto penale dell'impresa*, diretto da A. DI AMATO, IX, *I reati del mercato finanziario*, Padova, 2007; 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 Dir. Pen. Cont.*, 2014.

esegesi, la medesima pare preclusa da altre norme del TUF che postulano chiaramente la duplicazione dei processi e delle sanzioni, come, ad esempio, gli artt.187-*duodecies* e 187-*terdecies*, la cui operatività presuppone logicamente la coesistenza dei due procedimenti.

Così come appare arduo valorizzare, nella medesima prospettiva di scongiurare il cumulo dei procedimenti, l'art. 649 c.p.p., di cui qualcuno ha prospettato la praticabilità di un'interpretazione adeguatrice che ne autorizzi l'operatività anche nelle ipotesi in cui sia divenuta esecutiva la decisione di applicazione di una sanzione amministrativa di *market abuse*.

Si tratta di un'ipotesi senz'altro suggestiva, ma che trova un ostacolo pressoché insormontabile nel tenore letterale della disposizione, là dove si riferisce testualmente al caso in cui l'imputato sia stato prosciolto o condannato con una sentenza o con un decreto penale, sicché i margini di un'esegesi adeguatrice appaiono particolarmente angusti, se non irrimediabilmente chiusi.

Appare, inoltre, difficilmente percorribile l'ipotesi della disapplicazione dell'art. 649 c.p.p., per contrasto con la CEDU, in ragione dell'esigenza, più volte affermata dalla Corte Costituzionale (a partire dalle note sentenze gemelle nn. 348 e 349 del 2007), che le disposizioni legislative nazionali di cui si sospetta il conflitto con i principi convenzionali, che valgono, ai fini del giudizio di costituzionalità, come norme interposte, vengano rinviate ad essa perché esamini la fondatezza della questione, senza che sia ammesso un controllo diffuso analogo a quello ammesso per la legislazione contrastante con il diritto dell'Unione Europea⁶¹.

Sennonché, il principio del *ne bis in idem* è enunciato anche dall'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea, sicché si tratta di comprendere se il grado di protezione dei diritti sanciti dalla Carta di Nizza, in ragione della sua collocazione nella gerarchia delle fonti, autorizzi o meno la disapplicazione delle norme nazionali con essa confliggenti.

Si tratta di una questione che merita una trattazione incompatibile con i limiti del presente studio. Nondimeno, occorre rilevare che l'attribuzione ai diritti e ai principi sanciti dalla CDFUE (da parte del Trattato di Lisbona) del medesimo valore giuridico dei Trattati implica il riconoscimento ai primi dello stesso carattere di primazia del diritto primario UE.

Tale equiparazione comporta la conseguenza che il giudice nazionale è tenuto a garantire l'applicazione dei diritti sanciti dalla CDFUE e a disapplicare le norme interne con esso eventualmente confliggenti⁶², senza necessità di invocare l'intervento della Corte Costituzionale.

⁶¹ Per una compiuta disamina della questione, si veda C. DEODATO, *L'efficacia della Convenzione per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali nell'ordinamento italiano. La questione della disapplicazione: un problema sopravvalutato?*, 2013, in www.giustizia-amministrativa.it.

⁶² Corte di Giustizia UE, 11 settembre 2014, C-112\13.

Non si tratta, tuttavia, di un principio acquisito, posto che la Consulta, in un celebre *obiter dictum*, ha ritenuto di riservare a sé lo scrutinio della costituzionalità di disposizioni interne sospettate di contrasto con i diritti sanciti dalla Carta di Nizza, escludendo, quindi, la possibilità di una disapplicazione diretta da parte del Giudice comune⁶³.

Merita di essere, al riguardo, registrata la tesi di chi⁶⁴ reputa che l'interposizione del giudizio della Consulta sia necessario solo nelle ipotesi in cui le previsioni della Carta non prescrivono obblighi precisi e incondizionati, restando, altrimenti, integra la primazia del diritto europeo (con tutte le implicazioni che comporta).

Accogliendo questa lettura, sembrerebbe agevole il riconoscimento del potere di disapplicazione dell'art. 649 c.p.p., posto che l'art. 50 CDFUE, là dove vieta il doppio processo per *l'idem factum*, non necessita di adattamenti da parte dell'ordinamento nazionale e assegna, in via diretta, un diritto pieno ed esigibile al cittadino.

Rimane da esaminare la questione della possibile revisione della legislazione primaria nazionale sul cumulo dei procedimenti e delle pene.

Si è ricordata la *ratio* politica della scelta del doppio binario.

Potrebbe, nondimeno, immaginarsi un ripensamento di quella decisione, in ragione del carattere particolarmente oneroso e gravoso della doppia sanzione e dell'esigenza di assicurare una reazione più mirata e meno frammentata agli abusi di mercato.

Non solo, ma le incertezze giurisprudenziali, sovranazionali e nazionali, sopra rilevate, consigliano, al fine di restituire un sufficiente grado di certezza all'apparato repressivo, la concentrazione della risposta punitiva dello Stato in una sola procedura sanzionatoria e nel superamento del cumulo dei procedimenti (e delle sanzioni).

Sono immaginabili, al riguardo, tre opzioni, tutte astrattamente compatibili con i vincoli dettati dal diritto europeo in materia di *market abuse*.

La prima consiste nell'eliminazione di una delle due tipologie di sanzioni.

Si tratta dell'opzione senz'altro più lineare e meno problematica e potrebbe consistere nella depenalizzazione degli abusi di mercato o nell'abolizione delle sanzioni amministrative per le medesime fattispecie.

⁶³ Corte Cost., sentenza 7 novembre 2017, n. 269.

⁶⁴ B. CARAVITA, *Roma locuta, causa finita? Spunti per un'analisi di una recente actio finium regundorum in senso centripeto, da parte della Corte Costituzionale*, in *Federalismi.it*, 18 luglio 2018.

Entrambe le scelte, ancorché prive di reali controindicazioni di contrasto con il diritto europeo (tenuto conto della riconosciuta natura sostanzialmente penale delle sanzioni formalmente amministrative di competenza della Consob), presentano, tuttavia, profili di criticità non trascurabili.

La depenalizzazione, ancorché (probabilmente) coerente con il diritto europeo di riferimento, si presta a censure di tipo politico, potendo essere letta come un arretramento dello Stato nel contrasto ai fenomeni di *market abuse*.

L'eliminazione delle sanzioni amministrative⁶⁵, d'altro canto, pur rispondendo a una precisa opzione riservata agli Stati membri, priverebbe l'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari di una competenza essenziale nella sorveglianza sulla correttezza e sull'integrità delle negoziazioni e degli scambi e impedirebbe all'Istituzione più capace di leggere e di accertare le condotte di manipolazione e di *insider trading* di esercitare in maniera efficace la propria *expertise*, con ciò riducendo l'effettività della riposta sanzionatoria alle condotte abusive.

Un'altra soluzione astrattamente ipotizzabile è quella di introdurre un sistema alternativo, e non cumulativo, delle sanzioni, che preveda l'attivazione di un solo procedimento, alternativo, appunto, all'altro, all'esito di un coordinamento tra l'autorità amministrativa e quella penale; ovvero, in alternativa, la possibilità di attivarli entrambi parallelamente, con la previsione dell'estinzione del procedimento amministrativo o dell'improcedibilità di quello di impugnazione nel caso in cui nelle more sia divenuta esecutiva la decisione dell'autorità giudiziaria penale sul medesimo fatto; e, specularmente, l'improcedibilità del processo penale quando sia divenuta esecutiva e definitiva la sanzione amministrativa per il medesimo fatto.

Si tratta di un'opzione che conserva, in astratto, entrambe le tipologie sanzionatorie, ma che presidia la loro attuazione con l'introduzione di meccanismi di coordinamento che finiscono per impedire che entrambe le procedure si attivino parallelamente o che si definiscano con l'irrogazione di entrambe le sanzioni.

Permangono, tuttavia, significative controindicazioni riassumibili nei dubbi di compatibilità costituzionale con il principio dell'obbligatorietà dell'azione penale e nel rilievo che la sanzione concretamente irrogata dipenderà da un fattore spurio e inappropriato (a questo fine) come il tempo di definizione della prima procedura (che, di norma, è quella amministrativa).

Flick osserva, al riguardo, che un siffatto assetto “sarebbe chiaramente lesivo del principio di uguaglianza”, nella misura in cui farebbe dipendere la natura della sanzione “da fattori puramente casuali”, quale la maggiore velocità della procedura che “arriva per prima”.

⁶⁵ Si tratta di una soluzione auspicata da F. VIGANO', *op. cit.*

Non paiono obiezioni invincibili, tenuto conto, soprattutto, dell'equiparazione delle sanzioni penali e di quelle amministrative, che consente di reputare, ai fini che qui rilevano, indifferente l'irrogazione dell'una o dell'altra pena.

Superate tali obiezioni, quella dell'alternatività delle sanzioni resta una soluzione utile a scongiurare il pericolo del concorso delle procedure e del cumulo delle sanzioni.

Un'altra soluzione astrattamente ipotizzabile è quella di perimetrare le fattispecie di abusi di mercato, prevedendo, per alcune di esse (le più gravi), la sola sanzione penale e, per le altre, la sola sanzione amministrativa.

Appare, in particolare, ragionevole ed equilibrato, oltre che coerente con i principi enunciati da MAD II, affidare alla giustizia penale gli abusi idonei ad arrecare al mercato il danno più rilevante e che esigono, per il loro accertamento, poteri di indagine particolarmente efficaci ed incisivi e alla Consob la sanzione degli illeciti di minor impatto e che possono più agevolmente essere accertati con un'indagine amministrativa sull'operatività contestata (rispetto alla quale le competenze tecniche e l'esperienza dell'Autorità di vigilanza appaiono maggiormente consistenti).

Quest'ultima soluzione appare quella che presenta le controindicazioni meno consistenti e i vantaggi più significativi.

Non sembra, in particolare, configurabile alcun profilo di contrasto con il diritto europeo, permanendo la qualificazione delle sanzioni solo amministrative come sostanzialmente penali, che permette di escludere qualsiasi profilo di frizione con la MAD II, che, peraltro, prevede la criminalizzazione delle sole violazioni dolose più gravi, né appaiono ravvisabili criticità afferenti all'efficacia della politica criminale di contrasto ai fenomeni di abusi di mercato.

A condizione che il ritaglio sia chiaro e scevro da profili di incertezza, la perimetrazione delle fattispecie punite (solo) penalmente e di quelle sanzionate (solo) in via amministrativa permette di mantenere integro il presidio severo di prevenzione e di repressione degli abusi di mercato, ma, al contempo, di scongiurare il rischio, paventato anche dal legislatore europeo (che, tuttavia, ha contribuito a generarlo), di un apparato sanzionatorio violativo del *ne bis in idem*.

La descrizione del riparto tra i diversi ambiti di "giurisdizione" deve in ogni caso obbedire ai canoni europei della gravità della condotta e della sua imputazione a titolo di dolo.

Dev'essere, anzitutto, precisato che gli artt. 3, 4 e 5 della Direttiva impongono di criminalizzare le fattispecie ivi descritte "almeno nei casi gravi e se commessi con dolo", sicché le norme incriminatrici nazionali, per obbedire all'atto europeo, devono contemplare come reati i fatti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato che presentino, al contempo, il carattere della gravità e la loro

imputabilità (solo) a titolo di dolo, con la conseguenza che la direttiva non impone, ma, in ogni caso consente (così dovendosi intendere l'avverbio "almeno"), di prevedere come reati fatti colposi o di scarsa gravità, ancorchè dolosi.

Tanto precisato, appare più agevole la declinazione del criterio riferito all'elemento soggettivo.

Posto, infatti, che le condotte di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato possono, in astratto, essere commesse anche con colpa, il criterio del dolo è osservato se si prevedono come reati gli abusi consumati in modo volontario.

Più ardua si rivela, invece, la traduzione del principio riferito alla gravità del fatto.

Una corretta e coerente declinazione di tale criterio dovrebbe avere riguardo all'intensità della lesione dei beni protetti dalle norme incriminatrici, e cioè, si ripete, l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori. Sennonchè, anche tale parametro resta sfuggente e indeterminato, sicchè rimane, comunque, rimessa alla discrezionalità degli Stati membri la scelta, purchè ragionevole e proporzionata, delle fattispecie più gravi da criminalizzare.

Sembrano, al riguardo, esulare dall'ambito della gravità i criteri che si riferiscono alla qualità del soggetto agente o alle soglie economiche del profitto dell'abuso, ma, a ben vedere, la genericità dell'espressione lessicale usata dalla Direttiva consente agli Stati membri un margine di apprezzamento piuttosto ampio nella descrizione delle fattispecie penali.

Ciò che rileva, in definitiva, per il rispetto della direttiva, è che, nell'*actio finium regundorum*, restino configurati come reati gli abusi volontari che, per le modalità della loro consumazione, per l'intensità del profilo psicologico e per l'entità del danno arrecato al mercato, presentano il maggior grado di gravità.

Si è, al riguardo, suggerito di identificare il discrimine in modalità che rivelano una spiccata pericolosità e capacità criminale, come l'aver commesso il fatto con frode o falsificazione, in analogia con quanto stabilito in materia di *money laundering*⁶⁶.

Si tratta di una soluzione senz'altro coerente con i principi, enunciati dalla Direttiva, della gravità e della volontarietà degli abusi.

Appare, in ogni caso, ragionevole e appropriato il metodo di utilizzare, al fine della definizione degli ambiti penale e amministrativo, un equilibrato incrocio dei diversi parametri sopra segnalati, quali quelli della qualità dell'agente, della soglia del profitto, delle modalità fraudolente dell'abuso e della rilevanza offensiva della condotta.

⁶⁶ E. BASILE, *Una nuova occasione*, cit.

Le modifiche normative suggerite produrrebbero, peraltro, l'ulteriore vantaggio di evitare che, a fronte dell'identità del fatto e della duplicazione delle sanzioni, si verificino contrasti difficilmente componibili tra diverse autorità nell'esegesi delle responsabilità e della loro imputazione soggettiva, con grave nocimento delle esigenze connesse alla certezza del diritto e alla sicurezza giuridica, oltre ch  all'efficienza dell'azione di contrasto ai fenomeni manipolativi.

Resta, in ogni caso, indispensabile che la materialit  delle condotte illecite sia descritta in modo sufficientemente chiaro da evitare il rischio di sovrapposizioni o conflitti processuali, che, in una sciagurata eterogenesi dei fini, finirebbe per aggravare il regime vigente, generando ulteriori incertezze. Al fine di temperare il rigore del doppio binario, potrebbe, inoltre, immaginarsi l'introduzione del patteggiamento nel procedimento per le sanzioni amministrative relative ad abusi di mercato di competenza della Consob, che, di per s , non risolverebbe la questione del divieto di *bis in idem*, ma ne ridurrebbe impatto e rilevanza.

Posto che tale previsione dovrebbe trovare collocazione in una fonte primaria, incidendo sui diritti soggettivi di difesa (e in ossequio al principio di legalit  espresso dalla legge n.689 del 1981), non residuano controindicazioni di altro genere.

Anzi: l'equiparazione a quelle penali delle sanzioni amministrative relative degli abusi di mercato consente, se non, addirittura, impone, la previsione dei medesimi strumenti processuali, ivi incluso il patteggiamento della pena.

Si potrebbe, al riguardo, prevedere un termine perentorio entro il quale dev'essere formulata l'istanza, uno sconto di pena (che potrebbe ragionevolmente essere stabilito nella misura di un terzo), l'estensione dell'accordo anche alle sanzioni accessorie, la competenza della Commissione ad esaminare la proposta e decidere in ordine alla congruit  della sanzione concordata e l'inoppugnabilit  della delibera con cui viene determinata e applicata la pena.

Si tratta di una misura che varrebbe ad attenuare il rigore del doppio binario, consentendo, al contempo, di conservare la severit  della risposta sanzionatoria nei confronti degli abusi di mercato e producendo contestualmente il vantaggio di evitare il contenzioso su fattispecie in cui la natura indiziaria degli accertamenti rende incerto l'esito del giudizio.

In definitiva, le difficolt  esegetiche ed applicative implicate dal regime del doppio binario e i consistenti dubbi di compatibilit  di quest'ultimo con il principio del *ne bis in idem* impongono un supplemento di riflessione sull'assetto normativo vigente e suggeriscono una sua revisione, mediante la definizione di un apparato sanzionatorio parimenti efficace e deterrente di quello esistente, sia sul piano preventivo che repressivo, ma maggiormente coerente con il diritto convenzionale a non essere giudicati due volte per lo stesso fatto e con quello europeo alla proporzionalit  della pena.

Una configurazione semplificata, ma più mirata, degli strumenti di repressione delle condotte di *insider trading* e di *market manipulation* consentirebbe anche di accrescere la loro efficienza.

Forse, anche nel contrasto agli abusi di mercato, *less is more*.