

GLI ABUSI DI MERCATO RIFORMATI E LE PERSISTENTI CRITICITÀ DI UNA TORMENTATA DISCIPLINA

Osservazioni a prima lettura sul [decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107](#)

di Francesco Mucciarelli

Abstract. *Il d.lgs. 107/2018 adegua l'ordinamento italiano alle previsioni del reg. (UE) 596/2014 in tema di market abuse. Nonostante la parallela direttiva sulle sanzioni penali per gli abusi di mercato (dir. 2014/57/UE) sia rimasta inattuata, svariate modifiche – dirette e indirette – hanno interessato la disciplina penalistica interna. La tecnica legislativa adoperata in sede di riforma appare criticabile sotto molti aspetti e finisce non soltanto per accentuare le preesistenti problematiche, ma ne crea di nuove e non meno rilevanti.*

SOMMARIO: 1. L'iter di una riforma travagliata. – 2. Alcune problematiche scottanti sul versante penalistico interno post-MAD 2. – 3. Il nodo del *ne bis in idem*. – 4. Le modifiche delle norme definitorie nel TUF. – 4.1. Il rinnovato art. 180 e la definizione di “informazione privilegiata”. – 4.2. La sfera di applicazione della disciplina sanzionatoria. – 4.3. Le controverse “esenzioni”. – 5. Le nuove fattispecie penali di *insider trading*. – 6. Gli interventi sulla disciplina penalistica della manipolazione del mercato. – 7. Il comparto sanzionatorio amministrativo. – 7.1. La riformulazione degli artt. 187-bis e 187-ter TUF. – 7.2. Il nuovo art. 187-ter.1 TUF. – 7.3. Le interdizioni (art. 187-quater TUF) – 7.4. Le rinnovate sanzioni a carico degli enti (187-quinquies TUF). – 7.5. Il ridimensionamento della confisca ex art. 187-sexies TUF. – 8. Una norma-simbolo delle questioni irrisolte: il riformato art. 187-terdecies TUF.

1. L'iter di una riforma travagliata.

Il decreto legislativo 107 del 2018 avrebbe potuto porre termine a una prolungata attesa, dando finalmente attuazione alla direttiva 2014/57/UE (d'ora innanzi MAD 2) in materia di *market abuse*. Che siffatta attesa possa dirsi anche soltanto ridimensionata è affermazione a dir poco azzardata. Una prima rapida lettura del testo normativo consente di avvedersi del fatto che lo stesso ribadisce, con poche e non significative varianti, prese di posizione sostenute in epoca ormai risalente, sulle quali si era registrato un unanime coro di rilievi di critici (v. *infra*).

Non è forse inopportuno rammentare che il percorso di attuazione della citata direttiva e del connesso regolamento (UE) 596/2014 (d'ora innanzi MAR) – soprattutto per quanto riguarda il *côté* penale – è stato travagliato, quasi che un timore di fondo

abbia tenuto e tuttora tenga lontano il legislatore nazionale dall'intervenire per adeguare alla più severa impostazione il volto della disciplina a tutela del mercato. E se l'entità edittale delle pene detentive ha fatto ritenere che ciò sarebbe stato comunque sufficiente a evitare una sanzione per la ritardata (*rectius*, mancata) attuazione, mette conto di segnalare che – indipendentemente dalla scarsa plausibilità dell'argomento sul lato dell'osservanza dell'obbligo eurounitario¹ – una efficiente ed efficace funzione di contrasto alla devianza (criminale) non si esaurisce affatto nella misura (edittale) della pena (detentiva): è, notoriamente, l'effettività della comminatoria ad assumere rilievo massimo e, con essa, elementi che le sono funzionali, quali la precisione e la determinatezza dei divieti (che ne rendono più agevole l'applicazione, riducendo gli spazi d'incertezza, destinati a favorire gli operatori meno scrupolosi), un equilibrato e coerente assetto disciplinare, capace di cogliere e sottoporre a sanzione i comportamenti effettivamente offensivi (*id est*: pericolosi o lesivi) del bene protetto. Quest'ultimo, si badi, non è il mercato come astratta e inafferrabile entità, ma il mercato come "luogo" nel quale non soltanto il risparmiatore diviene – secondo l'intuizione keynesiana² – investitore, ma anche l'ambito nel quale le imprese possono attingere mezzi economici al di fuori del circuito del finanziamento bancario³. Traguardato da questo punto di vista, l'oggetto della tutela si presenta meritevole della massima attenzione da parte di un legislatore intento al perseguimento del superiore interesse sociale.

Il cammino di attuazione a livello domestico della riforma eurounitaria del *market abuse* era principiato con una svista non marginale: nella Relazione al *Disegno di legge recante delega al governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione Europea – Legge di delegazione europea 2014*, si affermava che «è stata espunta la Direttiva 2014/57/UE (...) poiché, come comunicato dal Ministero della giustizia (...), non risultano necessarie misure nazionali per la sua adozione in quanto l'ordinamento interno è già conforme»: affermazione a dir poco stupefacente, posto che la semplice lettura – anche distratta – della direttiva mostra che vi sono ambiti nei quali la normativa interna è tutt'altro che conforme (basti, per esemplificare, la circostanza che la direttiva richiede l'incriminazione delle condotte in capo all'*insider* secondario: v. *infra*, n. 2.).

A tale lacuna sembrava aver opportunamente posto rimedio la sede parlamentare, inserendo tra le Direttive UE per le quali era attribuita delega legislativa al Governo la MAD 2 (ai sensi dell'art. 1 l. 9 luglio 2015, n. 114 e del relativo allegato

¹ Si v. SENATO DELLA REPUBBLICA, [Nota n. 2, Doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato e principio del ne bis in idem](#), a cura di C. Andreuccioli, D. Capuano, D. Zaottini (Servizio studi, Servizio delle Commissioni), aprile 2018, ove si osserva che «la Commissione europea non ha aperto nei confronti della Repubblica italiana alcuna procedura di infrazione in quanto l'ordinamento interno già prevede sanzioni penali per la repressione degli abusi di mercato» (*ivi*, 5, corsivo aggiunto).

² J.M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, 1936 (trad. it. *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino, 1971).

³ Per approfondimenti e una bibliografia minima sia permesso rinviare, scusandomi per l'ineleganza dell'autocitazione, a F. MUCCIARELLI, *Art. 184*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, t. III, Torino, 2012, 2322 ss.

A), mentre l'art. 11, co. 1, l. cit. conteneva i «*Principi e criteri direttivi per l'attuazione della direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato), anche ai fini dell'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione*». Il rimedio non poteva comunque dirsi adeguato, posto che «i "principi e criteri direttivi specifici" dettati dalla richiamata delega lasciavano (...) non poco a desiderare, per due ordini di ragioni: da un lato, numerosi aspetti della disciplina penalistica, rimessi dal legislatore eurolunitario alla discrezionalità degli Stati Membri, non erano affatto considerati; dall'altro, le linee-guida indicate dal delegante risultavano talmente vaghe e imprecise da far sorgere seri dubbi sulla legittimità costituzionale del provvedimento, per contrasto con gli artt. 25 e 76 della Carta fondamentale»⁴. Pur con un intervento ancora lacunoso, il Parlamento mostrava almeno di aver consapevolezza del nodo cruciale del *ne bis in idem* (v. *infra*, n. 3), rispetto al quale si asteneva tuttavia dall'indicare un criterio risolutivo, per tal modo lasciato integralmente al legislatore delegato.

Decorso vanamente il termine per l'attuazione, i pur incompleti e precari suggerimenti del Parlamento non vengono colti dal Governo, che – non senza sorpresa per qualunque lettore minimamente esperto e avveduto – rimane tetragono nella convinzione che il comparto penale della normativa interna contenuta nel d. lgs 58/1998 (TUF) non abbia bisogno di alcun adeguamento⁵.

Né miglior sorte hanno avuto i ricordati suggerimenti parlamentari se si guarda alla l. 163/2017, recante *Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2016 - 2017*. A fugare ogni dubbio circa la deliberata assenza di interventi nel settore penale sta la constatazione che nell'art. 8 della citata l. 163/2017 non si rintraccia alcun riferimento (di nessun genere e in nessuna forma) a MAD 2: ed è proprio tale reiterato silenzio a sostenere l'ipotesi che l'impostazione dell'omologo d.d.l. governativo del 2014 sia stata mantenuta inalterata, senza obiezioni da parte delle Camere neppure in occasione del

⁴ Così E. BASILE, [*Una nuova occasione \(mancata\) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato? Lo schema del d.d.l. di delegazione europea 2016*](#), in questa Rivista, fasc. 5/2017, 272. In proposito si veda anche ID., [*Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE*](#), in *Legisl. pen.*, 10 dicembre 2015.

⁵ Esplicitamente nella [*Relazione illustrativa*](#) dello Schema di disegno di legge recante *Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2016* (poi divenuto l. 163/2017) si legge 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».

parere reso sull'attuale articolato, in relazione al quale non sono stati mossi rilievi di sorta, se non per profili comunque non concernenti il versante penale⁶.

Che in siffatto contesto il d. lgs 107/2018 potesse risultare adeguato alla bisogna, finisce con l'essere impossibile, stante il vincolo rappresentato dalla legge di delegazione 163/2017 che, come detto, non attribuiva al legislatore delegato spazi di manovra diversi da quelli (per vero angustia) ricavabili in via generale dall'art. 32 co. 1 lett. d) l. 234/2012⁷. La scadenza del termine di efficacia della legge delega (prossima al 10 agosto 2018, giorno nel quale il citato d. lgs 107/2018 venne approvato dal Governo)⁸ è motivo plausibile per spiegare la frettezza del provvedimento e la sua sostanziale inadeguatezza: il legislatore è rimasto del tutto insensibile ai ripetuti solleciti giunti da più parti⁹ (compreso quello autorevolissimo della Corte costituzionale¹⁰), senza che il timore di una procedura d'infrazione per il persistente ritardo nell'attuazione della

⁶ In proposito si consideri che a nulla è valso anche il pur timido segnale lanciato dal Servizio Studi del Senato che, concludendo una nota tecnica datata aprile 2018 (in epoca anteriore al 16 maggio 2018, quando il Governo licenzia il testo della bozza di decreto legislativo inviato alle Camere) esplicitamente conclude che «potrebbe rendersi **opportuna una revisione dell'ordinamento nazionale che adegui la disciplina del testo unico della finanza in materia di abusi di mercato alle succitate sentenze della Corte di giustizia**, tenendo anche conto dell'adozione congiunta della direttiva 2014/57/UE e del regolamento (UE) n. 596/2014, che modulano diversamente rispetto al passato i rapporti tra illecito penale e illecito amministrativo»: così SENATO DELLA REPUBBLICA, [Nota n. 2, Doppio binario sanzionatorio](#), cit., (enfasi nel testo).

⁷ In argomento, per un primo essenziale riscontro, v. C. CUPELLI, [L'Italia si adegua al Trattato di Lisbona: pubblicata la nuova legge sulla partecipazione del nostro Paese alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'UE](#), in questa Rivista, 7 gennaio 2013.

⁸ La tempistica sembra poter essere così ricostruita: la legge di delegazione europea 25 ottobre 2017, n. 163, entrata in vigore il 21 novembre 2017 in ragione dell'ordinaria *vacatio* quindicinale dalla data di pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, vedeva il proprio termine semestrale scadere il 21 maggio 2018. Ricordato che in data 18 maggio 2018 lo schema di decreto legislativo è stato trasmesso al Parlamento, occorre segnalare che ai sensi dell'art. 31, co. 3, l. 234/2012 (normativa-quadro sulle leggi europea e di delegazione europea) quando il termine della delega scade – per quanto qui rileva – nelle more dei quaranta giorni concessi al Parlamento per pronunciarsi sullo schema di decreto legislativo, il termine di esercizio della delega medesima è prorogato di tre mesi: sicché l'emanazione del d. lgs 107/2018 in data 10 agosto può considerarsi tempestiva.

⁹ Si veda, in particolare, F. VIGANÒ, [Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani](#), in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 1/2016, 186 ss.; nonché, volendo, F. MUCCIARELLI, [La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem](#), in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 4/2015, 295 ss.

¹⁰ In particolare, con riguardo al tema del *ne bis in idem*, v. Corte cost. 8 marzo - 12 maggio 2016, n. 102, Pres. Grossi, Red. Lattanzi, Cartabia, in questa Rivista, 16 maggio 2016, con commento di F. VIGANÒ, [Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della Consulta un assist ai giudici comuni](#). Esplicitamente il Giudice delle leggi ammonisce che «spetta anzitutto al legislatore stabilire quali soluzioni debbano adottarsi per porre rimedio alle frizioni che tale sistema [*id est*: quello del doppio binario] genera tra l'ordinamento nazionale e la CEDU» con riguardo al superiore principio del *ne bis in idem*. La Consulta ha da ultimo ribadito il concetto nello scrutinare la legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. rispetto al cumulo punitivo in materia tributaria, affermando che – pur alla luce del mutato indirizzo della giurisprudenza di Strasburgo (v. *infra*, nt. 26) – resta «attuale l'invito al legislatore» formulato con la citata decisione n. 102/2016 (in questi termini [Corte cost., sent. 24.1.-2.3. 2018, n. 43](#), pres. red. Lattanzi, in questa Rivista, 13.3.2018).

direttiva abbia determinato l'esigenza di riformulare quantomeno la legge di delegazione in modo da renderla coerente con le previsioni MAD 2.

Una rilettura meditata e un'approfondita analisi critica del parzialmente rinnovato assetto della disciplina penale e, più in generale, sanzionatoria del grave fenomeno degli abusi di mercato s'impone e non mancherà l'occasione per una rivisitazione del decreto in discorso e della sua portata. Qui preme soltanto fornire un quadro di prima lettura, che necessariamente rileverà i tratti che per un verso mostrano l'evidente scostamento dalle prescrizioni della direttiva (e del regolamento) e, per altro, quelli che segnalano opzioni normative difficilmente compatibili con le indicazioni del legislatore eurounitario, ovvero con una più razionale visione del comparto sottoposto a revisione.

2. Alcune problematiche scottanti sul versante penalistico interno *post*-MAD 2.

Raffrontando la pressoché immutata disciplina penale italiana degli abusi di mercato con il nuovo assetto normativo eurounitario, spicca in primo luogo una constatazione non controvertibile: in palese inosservanza del combinato disposto degli art. 3, co. 3, e 7 MAD 2 non è stata prevista la criminalizzazione dell'*insider* secondario, cioè del soggetto che abbia ottenuto l'informazione privilegiata a qualsiasi titolo (e non soltanto in ragione delle situazioni indicate nell'art. 184, co. 1, d. lgs 58/1998 (TUF), sostanzialmente identiche a quelle contemplate nell'art. 3, co. 3, lettere a), b) e c) MAD 2. Per vero il difetto parte da lontano, in quanto nel travagliato *iter* che ha condotto al decreto legislativo in commento, le leggi di delegazione non hanno mai preso in considerazione siffatta esplicita e, al contempo, chiarissima indicazione. La conseguenza, oltre alla mancata attuazione della direttiva *in parte qua*, è un irrimediabile vuoto di tutela¹¹.

Di segno opposto lo scostamento da MAD 2 con riferimento ancora al comparto dell'abuso di informazioni privilegiate. Il legislatore eurounitario aveva stabilito una innovativa distinzione fra le tre originarie – e sempre equiparate sul piano sanzionatorio – condotte punibili. Distinguendo fra quelle di *insider trading* e *tuyautage* (mantenute affiancate quanto a misura della sanzione), l'art. 4 MAD 2 aveva contemplato in via autonoma la comunicazione illecita di informazioni privilegiate (*tipping*), fissandone il trattamento sanzionatorio in maniera differenziata (e meno grave) rispetto alle rimanenti ipotesi di abuso di informazioni (e, per vero, anche di manipolazione di mercato). L'art. 7, § 3, MAD 2 fissa infatti come «minimo del massimo edittale» per il *tipping* «la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni due», mentre per tutte le altre fattispecie di abusi di mercato punibili con sanzione detentiva (*insider trading*, *tuyautage* e manipolazione del mercato) la reclusione deve essere non inferiore nel massimo a quattro anni (art. 7, § 2 MAD 2). Sul

¹¹ In argomento sia permesso rinviare a F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse*, cit., 315.

punto l'art. 184 TUF, pur dopo l'intervento del d. lgs 107/2018 (*infra* n. 5.), rimane invariato e per certo tutt'altro che agevole è la ricerca di una soddisfacente ragione per giustificare siffatta opzione¹².

3. Il nodo del *ne bis in idem*.

Al cospetto di un sistema sanzionatorio immutato nella sua struttura a “doppio binario”, la problematica del *ne bis in idem* continua a rimanere irrisolta: eppure si tratta di un tema della cui complessità e delicatezza non è lecito dubitare¹³.

Inascoltato persino il richiamo di Consob durante l'*iter* parlamentare che ha condotto al d. lgs 107/2018, nel senso di regolare in via legislativa la questione del cumulo procedimentale e punitivo¹⁴, non può certo dirsi che una questione di tanto vasta portata abbia trovato soluzione tramite gli aggiustamenti innestati con la modifica dell'art. 187-*terdecies* TUF, che si limita ad assicurare il coordinamento (una sorta di somma algebrica) delle sole sanzioni pecuniarie applicate da Consob e dall'Autorità giudiziaria (v. *infra*, n. 8.).

In sintesi estrema il dibattito in argomento muove dal rilievo che, a differenza della precedente direttiva 6/2003 (MAD 1), il legislatore eurounitario nel 2014 accorda esplicita preminenza alla reazione sanzionatoria criminale, relegando quella amministrativa a un ruolo residuale¹⁵. Al cospetto di gravi e diffusi comportamenti riconducibili alla generale categoria degli abusi di mercato e dei danni che ne possono derivare, «la irrogazione di sanzioni penali»¹⁶ viene individuata come strumento necessitato in quanto «avrà un effetto dissuasivo maggiore»¹⁷: ma anche sulla portata stigmatizzante e simbolica della comminatoria penale fa affidamento il legislatore

¹² Per la sottolineatura delle aporie a livello domestico derivanti dalla differenziazione sanzionatoria in tema di *tipping* v. E. BASILE, *Verso la riforma*, cit.

¹³ In argomento v. F. VIGANÒ, *Ne bis in idem*, cit.; M. SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *Società*, 2016, 218 ss..

¹⁴ Cfr il testo dell'intervento del Commissario Consob G.M. Berruti del 17 luglio 2018: [Audizione dinanzi alle Commissioni riunite Giustizia e Finanze, presso l'Aula della Commissione Finanze, nell'ambito dell'esame dello schema di decreto legislativo recante norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento \(UE\) n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE.](#)

¹⁵ La indubitabile nettezza di siffatta opzione si coglie facilmente anche soltanto scorrendo i *Considerando* di MAD 2, che reputano la sanzione criminale indispensabile di fronte alla dimostrata inadeguatezza di quelle amministrative, tanto sul versante preventivo quanto su quello repressivo, rispetto all'esigenza di presidiare l'integrità del mercato, la sua efficienza e il suo carattere integrato, nella prospettiva di rafforzare la fiducia degli investitori, elementi, questi ultimi, colti come fattori essenziali di crescita e di benessere economico: cfr *Considerando* (7) Dir. 57/2014, per il quale: «alla luce della crisi finanziaria (...) la manipolazione del mercato può comportare danni significativi per la vita di milioni di persone (...) Lo scandalo del Libor, relativo a un grave caso di manipolazione di un indice di riferimento (benchmark), ha dimostrato che problemi e carenze importanti si ripercuotono seriamente sulla fiducia nei mercati e possono determinare perdite consistenti per gli investitori, nonché distorsioni sull'economia reale».

¹⁶ Ancora il *Considerando* (7) Dir. 57/2014.

¹⁷ *Ibidem*.

eurounitario, affermando esplicitamente che la sanzione criminale trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che i comportamenti per tal modo sanzionati sono considerati particolarmente gravi dalle autorità competenti¹⁸, posto che tal genere di sanzione dimostra «una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative»¹⁹.

Se la prevalenza del “penale” in senso stretto non appare dubitabile, rimane tuttavia aperto il problema dell’eventuale spazio da assegnare alla sanzione amministrativa, esplicitamente raccomandata, benché non imposta, dai *Considerando* (71) e (72) Reg. 596/2014.

Per altro verso, a risultare problematica è la complessiva riconducibilità del “doppio binario” punitivo domestico in tema di *market abuse* alla “materia penale”: ne rendono certi i tratti caratterizzanti le sanzioni amministrative sotto il profilo delle intrinseche finalità (non meramente ripristinatorie, ma anche general- e special-preventive) e del grado di afflittività (significativamente elevato sul piano patrimoniale e della compressione di libertà fondamentali del condannato)²⁰. Al riguardo si pensi alle sanzioni interdittive (ad esempio: l’incapacità ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo di società quotate e di società appartenenti a gruppi di società quotate) e alle conseguenze inabilitative (sempre esemplificando: la perdita dei requisiti di onorabilità) previste per l’illecito amministrativo: esse hanno una portata afflittiva spiccatamente marcata, incidendo direttamente sulla libertà personale del soggetto. A meno di credere che la libertà personale debba essere intesa soltanto nel senso (ben angusto) di limitazione del movimento nello spazio fisico, la nozione di libertà personale dell’individuo concerne infatti e senz’altro anche la possibilità di svolgere ogni attività lavorativa (dipendente o autonoma) lecita, possibilità che rappresenta l’estrinsecazione di un diritto fondamentale, come tale espressamente riconosciuto dall’art. 4 Cost.²¹.

E sulla conseguente area problematica delle sovrapposizioni fra i due sistemi sanzionatori, come pure sul doveroso rispetto del superiore principio del *ne bis in idem*,

¹⁸ Cfr il *Considerando* (6) Dir. 57/2014.

¹⁹ *Ibidem*.

²⁰ CGUE, GS, 20.3.2018, [Garlsson Real Estate c. Consob](#), statuisce che in Italia per i fatti di *market abuse* (nella specie, manipolazione del mercato) «la normativa nazionale (...) consente di celebrare un procedimento riguardante una sanzione amministrativa pecuniaria di natura *penale* ai sensi dell’art. 50 della Carta [dei diritti fondamentali UE] nei confronti di una persona (...) per condotte (...) per le quali è già stata pronunciata (...) una condanna *penale* definitiva» (corsivi aggiunti).

Correlativamente, a proposito della fattispecie di *insider trading*, CGUE, GS, 20.3.2018, [Di Puma e Zecca c. Consob](#), ribadisce come «la prosecuzione di un procedimento inteso all’irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria di natura *penale*, fondata sui *medesimi fatti*, sia costitutiva di una limitazione del diritto fondamentale garantito dall’articolo 50 [CDFUE]» (corsivi aggiunti).

Lo stesso Giudice delle leggi italiano ha riconosciuto – sia pure in termini meno univoci e netti – il carattere “penale” (in prospettiva CEDU) delle sanzioni formalmente qualificate come amministrative in materia di abusi di mercato: cfr Corte cost., sent. 102/2016, cit..

²¹ Sul punto, scusandomi per l’ineleganza dell’autocitazione, v. F. MUCCIARELLI, *Sanzioni e attività d’impresa: qualche nota*, in *La pena, ancora fra attualità e tradizione. Studi in onore di Emilio Dolcini*, a cura di Paliero-Viganò-Basile-Gatta, Milano, 2018, 1170.

le indicazioni del legislatore eurounitario sono inequivoche e plurime, posto che nella sostanziale neutralità manifestata in relazione alla eventuale opzione del c.d. doppio binario, regolamento e direttiva sono espliciti nell'esigere che, qualora i legislatori nazionali scelgano tale opzione, sia assicurato il rispetto del ricordato canone (sia sul versante processuale, sia su quello sostanziale).

Con riferimento alla disciplina italiana degli abusi di mercato – nel silenzio della legge-delega e del decreto legislativo in commento – tutto rimane come prima, affidato alla fatica dell'interprete, che assiste al dibattito fra le Corti (talvolta interno alla stessa Corte)²², sperando di ricavarne un criterio ermeneutico almeno univoco. Ma in una materia come quella presente, vien da chiedersi – e la domanda è retorica – se davvero sia opportuno che l'ambito della pur insopprimibile libertà di interpretazione assuma dimensioni tanto ampie e flessibili.

La questione irrisolta consiste all'evidenza nel regolare i rapporti fra i due sistemi sanzionatori, sebbene la lettura complessiva del Regolamento e della Direttiva sembri suggerire una prospettiva diversa: più che universi punitivi in qualche misura paralleli e necessariamente separati, potenzialmente concorrenti sullo stesso fatto (sulla stessa fattispecie?), il legislatore eurounitario pare aver riguardo a un singolo modello chiamato a disciplinare il settore dell'abuso di mercato, univocamente definito dal Considerando (7) Reg. 596/2014. Se dunque l'obiettivo da perseguire è l'armonica coesistenza di apparati sanzionatori differenziati nel medesimo settore, tale risultato può essere raggiunto unicamente diversificando le fattispecie astratte, anziché mediante il conferimento al giudice del caso singolo del delicato compito di assicurare la proporzione della "pena" (indipendentemente dalle etichette formali delle varie componenti di un trattamento punitivo da ricondurre a unità).

Ma l'esigenza di disciplinare siffatta duplicità al cospetto del canone inflessibile del *ne bis in idem* rimane del tutto insoddisfatta anche dopo l'intervento del d. lgs 107/2018.

4. Le modifiche delle disposizioni definitive nel TUF.

Dato sommariamente conto delle "mancanze" rispetto alle previsioni di MAD 2, si tratta ora di percorrere in modo cursorio le principali fra le modifiche apportate dal d. lgs 107/2018 al TUF limitatamente al versante penalistico, con qualche digressione verso disposizioni che disegnano illeciti amministrativi.

Una notazione ancora prima di procedere oltre nella rapida ricognizione: il legislatore ha fatto ampio ricorso alla tecnica del rinvio, in questo assecondando una

²² Tra i precedenti della Corte di Strasburgo fondamentale è il richiamo a Corte EDU, II sez., sent. 4 marzo 2014, [Grande Stevens c. Italia](#), in *questa Rivista*, 9.3.2014, poi parzialmente contraddetta da Corte EDU, GC, sent. 15 novembre 2016, [A e B c. Norvegia](#), in *questa Rivista*, 18.11.2016, nonché da Corte EDU, I sez., sent. 18 maggio 2017, [Jóhannesson c. Islanda](#), in *questa Rivista*, 22.5.2017.

Circa la dimensione eurounitaria del tema si vedano le decisioni CGUE, GS, 20.3.2018, *Garlsson Real Estate c. Consob*, cit.; CGUE, GS, 20.3.2018, *Di Puma e Zecca c. Consob*, cit..

pratica tanto diffusa quanto discutibile. Ricordare i preziosi insegnamenti di una risalente circolare sulla tecnica normativa²³ verrebbe catalogato come una deriva archeologica, sebbene quelle sistematicamente dimenticate indicazioni si presentino tuttora efficienti e corrette (anche) nella loro raccomandazione di non far uso del rinvio ad altra disposizione. Tecnica, quest'ultima, che oltre a rendere del tutto disagiata e faticosa la lettura stessa della norma (della quale la portata precettiva non emerge immediatamente), è destinata a rendere più complessa e insicura l'attività dell'interprete, chiamato a coordinamenti sovente incerti, maggiormente problematici nel caso di mutamenti del corpo normativo al quale vien fatto rinvio. Detto che la diretta trasposizione avrebbe evitato tal genere di perplessità, l'opzione di incorporare nel testo delle disposizioni del TUF contenuti normativi (talvolta intere previsioni, talaltra tratti delle stesse) del reg. 596/2014 sarebbe stata sicuramente condivisibile, non foss'altro perché avrebbe assicurato coerenza con l'assetto di derivazione eurolunitaria, posta anche la natura *self-executing* del richiamato atto normativo.

4.1. Il rinnovato art. 180 TUF e la definizione di "informazione privilegiata".

Seguendo l'ordito normativo, conviene muovere dall'art. 4, co. 3, d. lgs 107/2018, che modifica l'art. 180 TUF, recante di spiccata rilevanza anche in ottica penalistica (e, più in generale, sanzionatoria) in quanto concernono nozioni destinate a integrare (come elementi normativi) fattispecie d'incriminazione penale o d'illecito amministrativo ovvero a condizionarne l'ambito applicativo. Con l'ulteriore avvertenza che, essendo per tale modo divenute "norme penali", l'interpretazione delle stesse rimane vincolata ai più rigidi criteri imposti dal superiore canone del principio di legalità²⁴.

Quanto alla nozione cardine di "strumenti finanziari", evidente l'esigenza di aggiornamento dell'assetto normativo domestico, posto che MAR stabilisce che la disciplina, a differenza di quanto previsto nella precedente Direttiva 2003/6/CE che riguardava strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, abbia un più vasto ambito di applicazione, comprendente anche strumenti finanziari negoziati o per i quali è stata richiesta l'ammissione alla negoziazione in una qualsiasi "sede di negoziazione" (*trading venue*), sia essa un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), o un sistema organizzato di negoziazione (OTF). Detto che a ciò provvedono i numeri 2 e 2-bis del "nuovo" art. 180, co. 1, lett. a), particolarmente significative appaiono le altre due integrazioni, sempre derivanti dal dettato del regolamento (UE) 596/2014: da un lato il numero 2-ter include nell'area di rilevanza anche gli strumenti finanziari negoziati al di fuori di sedi di negoziazione (OTC), nonché gli strumenti finanziari non quotati in sedi di negoziazione ma i cui

²³ Cfr PRESIDENZA DEL CONSIGLIO DEI MINISTRI, Circolare 5 febbraio 1986, n. 1.1.2/17611/4.6. – Criteri orientativi per la scelta tra delitti e contravvenzioni e per la formulazione delle fattispecie penali, in Cass. pen., 1986, 624 ss.

²⁴ In argomento v., per tutti, L. RISICATO, *Gli elementi normativi della fattispecie penale. Profili generali e problemi applicativi*, Milano, 2004, 67 ss.

prezzi dipendono da prezzi di strumenti ammessi in sedi di negoziazione o hanno effetto sugli stessi. Rimane da segnalare che, considerata la ricaduta penale di siffatta definizione, non sembra particolarmente perspicua la formula di chiusura del citato numero 2-ter «*compresi, non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti differenziali*»: riferimento specificativo delle categorie precedenti in funzione esemplificativa, tuttavia foriero di incertezze interpretative, posto che si potrebbe ritenere – per vero in modo assai discutibile – che le due figure espressamente richiamate fungano da parametro di riferimento della tipologia degli strumenti finanziari rilevanti se negoziati *over the counter*.

Dall'altro la previsione della lett. b-*quater* del menzionato art. 180, co. 1, estende la disciplina alle condotte connesse agli indici di riferimento (“*benchmark*”): estensione dell’ambito di tutela sicuramente opportuna e necessaria, posta la significatività di tali indici in relazione alla loro *price sensitivity*, dovendosi altresì notare che per la definizione di *benchmark* vien fatto rinvio a quella contemplata nell’art. 3, § 1, punto 29, del regolamento (UE) 596/2014.

Sempre alla tecnica del rinvio alla corrispondente definizione contenuta in MAR si affida il legislatore per nozioni ben significative, quali “programma di riacquisto di azioni proprie” (lettera b-*bis*, che rimanda all’art. 132 TUF, a propria volta modificato per adeguarlo alle previsioni MAR), “prassi di mercato ammessa” (lettera c, che stabilisce che per tale si intende quella ammessa da Consob «*conformemente all’art. 13 del regolamento (UE) n. 596/2014*»), “stabilizzazione” (lettera c-*bis*, che rimanda alla definizione dell’art. 3, paragrafo 2, lett. d), MAR).

Ed ancora spicca la definizione di “informazione privilegiata”, che viene ora dettata dalla lettera b-*ter* dell’art. 180 co. 1 attraverso il rinvio a quella stabilita «*dall’art. 7, paragrafi da 1 a 4, del regolamento (UE) n. 596/2014*». Notata la corrispondente necessaria abrogazione dell’art. 181 TUF (*ex* art. 4, co. 4, d. lgs 107/2018), rimane da segnalare che la nuova caratterizzazione di una delle nozioni di maggior rilievo nella disciplina del *market abuse* (e non solo) ha contenuti non sovrapponibili a quelli della disposizione abrogata, regolando altresì situazioni peculiari come la formazione progressiva dell’informazione all’interno di un processo prolungato, l’informazione relativa a strumenti derivati su merci, a quote di emissioni o prodotti oggetto d’asta, nonché l’ipotesi della trasmissione dell’informazione dal cliente alla persona incaricata dell’esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari²⁵.

Due notazioni prima di chiudere le osservazioni sulle modifiche all’art. 180 d. lgs 58/98.

Optando per la tecnica del rinvio alle specifiche disposizioni del reg. (UE) 596/2014 di volta in volta richiamate e tenuto conto della circostanza che l’esordio (immutato) dell’art. 180 TUF esplicitamente dichiara che le definizioni che seguono valgono «*ai fini del presente titolo*» (*id est*: titolo I-*bis* della parte V), viene dapprima da

²⁵ Per qualche indicazione sulla rinnovata (ad opera di MAD 2) nozione di informazione privilegiata, v. F. CONSULICH, F. MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *Società*, 2016, 179 ss.

domandarsi se tutte le altre disposizioni del Regolamento, molte delle quali spiegano una rilevante portata con riguardo a molteplici fra le previsioni contemplate in detto titolo, perdano per ciò solo ogni valenza precettiva. Se da un lato la natura limitata dei richiami espliciti costituisce argomento non marginale a sostegno della tesi restrittiva (tanto più che le disposizioni richiamate, pur in modi diversi, contribuiscono alla determinazione di fattispecie penali o alla definizione dell'ambito applicativo delle medesime), per altro non può sfuggire che MAR ha – in quanto regolamento eurounitario – carattere *self-executing*, sicché la sua portata precettiva non richiede alcun atto di recepimento (né, tanto meno, un esplicito richiamo da parte di una disposizione di legge domestica). In prima approssimazione, al quesito (che ulteriormente dimostra la intrinseca problematicità della tecnica del rinvio) sembrerebbe plausibile risposta ritenere che la limitazione valga soltanto per le disposizioni esplicitamente richiamate, mentre le rimanenti disposizioni del regolamento troverebbero applicazione immediata e diretta quando si risolvano in senso favorevole al reo. V'è tuttavia da notare che – e la notazione concerne esclusivamente i richiami che importino un trattamento peggiore sul versante penale – l'assenza di qualunque indicazione nella legge di delegazione (che, come detto, non fornisce al legislatore delegato alcun potere specifico in materia penale) rende fortemente dubbia la legittimità costituzionale di quelle norme che, in forza delle modifiche per tal modo apportate, implicano, ad esempio, l'ampliamento dell'ambito applicativo di disposizioni incriminatrici: così, posto che la definizione di informazione privilegiata ora dettata dall'art. 7 MAR – tramite il rinvio operato dall'art. 180 TUF – sembra doversi intendere nel senso di una sua maggiore ampiezza²⁶ (sicché la qualifica di informazione privilegiata attualmente vigente risulta predicabile rispetto a informazioni che in precedenza non sarebbero state tipiche *ex art.* 181 TUF), ne consegue per ciò solo un più ampio spettro applicativo della fattispecie dell'art. 184 TUF (e, indirettamente, anche dell'art. 185 TUF, posto che il contenuto precettivo di quest'ultima incriminazione presenta collegamenti con alcuni tratti della definizione di informazione privilegiata: a tacer d'altro si pensi alla caratterizzazione del concetto di *sensitivity*, cruciale anche nell'economia della figura della manipolazione del mercato²⁷). Conseguenza destinata a suscitare incertezze sul versante della legittimità costituzionale della previsione contenuta nel decreto legislativo in carenza di delega sul punto.

La seconda notazione riguarda la disciplina del riacquisto di azioni proprie, la nozione di prassi di mercato ammessa e la stabilizzazione: al di là di profili sicuramente problematici (l'art. 13 MAR a proposito della nozione di prassi ammessa richiama il carattere del "legittimo motivo", certo di non facile determinazione) e della indubbia applicabilità delle previsioni medesime (anche al settore penale), trattandosi di disposizioni che si risolvono in una regolazione maggiormente favorevole, rimane

²⁶ *Ibidem*.

²⁷ Sul punto, scusandomi per l'ineleganza dell'autocitazione, v. MUCCIARELLI, *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 2008, 823; ID., *Art. 185, in Il testo unico della finanza*, cit., 2325; nonché, più di recente, F. CONSULICH, F. MUCCIARELLI, *op. cit.*.

da segnalare che proprio quella riguardante le prassi ammesse è rappresentata da una norma (il citato art. 13 MAR) che non consiste in una definizione, trattandosi piuttosto di una serie di indici suggeriti all'autorità di controllo per il corretto esercizio della facoltà di «istituire una prassi di mercato ammessa», prassi di mercato che, ai sensi del primo comma del menzionato art. 13, importa che *«il divieto di cui all'art. 15 [id est: divieto di manipolazione del mercato] non si applica alle attività di cui all'articolo 12 paragrafo 1, lettera a [id est: tale ultima disposizione descrive analiticamente una serie di condotte di manipolazione informativa e operativa del mercato]»*, stabilendo altresì che tali comportamenti non sono punibili se *«sono giustificati da legittimi motivi e sono conformi a una pratica di mercato ammessa»*. Rammentato che il secondo paragrafo dell'art. 12 MAR contiene un'ulteriore ampia elencazione analitica di condotte manipolative del mercato, viene da domandarsi se l'esimente prevista dall'art. 13 MAR (ora introdotta nell'ordinamento nazionale) spieghi la propria portata anche rispetto a queste ultime, fermo restando che – come si vedrà a proposito delle modifiche apportate all'art. 185 TUF (*infra*, n. 6) – il problema assume connotazioni ancora diverse, posto che il legislatore italiano ha ritenuto di lasciare inalterato il medesimo art. 185 TUF nella parte in cui traccia le condotte tipiche, non riprendendo le analitiche descrizioni del menzionato art. 12 MAR.

4.2. La sfera di applicazione della disciplina sanzionatoria.

Le modifiche apportate all'art. 182 TUF dall'art. 4, co. 5, d. lgs 107/2018 si risolvono in una estensione dell'ambito di applicazione delle previsioni sanzionatorie (penali e amministrative) contemplate nel titolo I-bis della parte V del TUF.

All'originaria disposizione, dedicata appunto alla determinazione dell'ambito applicativo, sono state aggiunte due specifiche previsioni. L'una consiste in un ampliamento del primo comma, che include (in relazione ai reati e agli illeciti amministrativi del citato tit. I-bis) come oggetto delle condotte punibili secondo la legge italiana anche se commesse all'estero *«strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione italiano»*. L'altra integrazione si realizza tramite l'inserzione nella norma di un nuovo comma 2-bis che, sostituendo il precedente, stabilisce che *«Le disposizioni degli articoli 184, 185, 187-bis, 187-ter si applicano anche alle condotte o alle operazioni, comprese le offerte, relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni o di altri prodotti oggetto d'asta correlati, anche quando i prodotti oggetto d'asta non sono strumenti finanziari, ai sensi del regolamento (UE) n. 1031/2010»*. Sicuramente coerente con le modifiche introdotte nell'art. 180 TUF e, più in generale, con l'assetto del regolamento 596/2014, il presente ampliamento dell'ambito di applicazione delle norme penali – in assenza di una specifica delega – suscita non lievi perplessità sul piano della legittimità costituzionale, sempre che non si ritenga che, per le fattispecie in tal modo create, le figure di reato applicabili siano unicamente quelle contravvenzionali rispettivamente contemplate negli artt. 184 e 185 TUF (ciò che peraltro suscita dubbi di segno diverso, tanto sul versante costituzionale, quanto sul piano della complessiva coerenza dell'intervento punitivo). Ma di ciò si dirà più

diffusamente commentando le norme incriminatrici da ultimo richiamate (*infra*, nn. 5. e 6.).

4.3. Le controverse “esenzioni”.

L’art. 183 TUF è stato integralmente sostituito dalla previsione contenuta nell’art. 4, co. 6, d. lgs 107/2018: la norma attuale – al pari di quella previgente – contempla le c.d. esenzioni, situazioni rispetto alle quali non trovano applicazione le previsioni sanzionatorie stabilite nel titolo I-bis del capo V del TUF.

Stando al nuovo dettato normativo, l’area dell’esenzione attiene in primo luogo «alle operazioni, agli ordini o alle condotte previste dall’articolo 6 del regolamento (UE) n. 596/2014» ad opera dei «soggetti ivi indicati, nell’ambito della politica monetaria, della politica dei cambi o nella gestione del debito pubblico, nonché nell’ambito della politica climatica dell’Unione o nell’ambito della politica agricola comune o della politica comune della pesca dell’Unione» [così la lett. a) dell’art. 183, co. 1], laddove la successiva lett. b) richiama le «negoziazioni di azioni proprie» di cui all’art. 5 MAR.

Se la lettera a) si limita a riprodurre il previgente disposto precettivo (il richiamo all’art. 6 MAR è infatti esaustivo in proposito), la dizione della lett. b) suscita una perplessità: non soltanto il richiamato art. 5 MAR discorre esplicitamente, oltre che di operazioni su azioni proprie, anche della c.d. stabilizzazione, ma pure l’art. 183 lett. b) ante-modifica parlava di “stabilizzazione”.

L’aver espressamente menzionato le sole ipotesi di negoziazioni di azioni proprie è indice di una opzione che esclude dall’area della esenzione le condotte di stabilizzazione, o si tratta piuttosto di una (mera) svista del legislatore, originata dalla tecnica del rinvio e fomentata dalla fretta agostana di rispettare il termine in scadenza?

Sul piano interpretativo, l’esplicita dizione letterale potrebbe far propendere per una riduzione dell’ambito di operatività delle “esenzioni”, mentre una lettura più meditata e sistematicamente coerente suggerisce di valorizzare la portata del rinvio all’art. 5 MAR nella sua interezza, tanto più che, risolvendosi in una disposizione favorevole, la previsione del Regolamento 596/2014 potrebbe trovare applicazione anche indipendentemente da un esplicito recepimento da parte del legislatore nazionale.

5. Le nuove fattispecie penali di *insider trading*.

Sebbene la Relazione allo schema di decreto legislativo attribuisca alle modifiche apportate dall’art. 4 co. 7 all’art. 184 TUF «una funzione di coordinamento e di chiarificazione del testo»²⁸, la semplice lettura del testo normativo ora vigente è bastevole a convincere che si è ben oltre tali semplici operazioni sul testo previgente.

²⁸ Relazione, cit., 13, sottolineatura nel testo.

Nella descrizione della condotta integrativa del *tipping* [art. 184, co. 1, lett. b) TUF] è ora prevista – in aggiunta alle situazioni nell’ambito delle quali la comunicazione a terzi dell’informazione privilegiata è considerata lecita – anche l’eventualità che ciò avvenga nel normale svolgimento di «di un sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell’art. 11 del regolamento (UE) n. 596/2014». Nessun dubbio sulla doverosità dell’integrazione, posto che l’art. 11 MAR esplicitamente riconosce come lecita l’attività di *market sounding*. Appena il caso di rammentare che il sondaggio di mercato viene effettuato dal “disclosing market participant” (un intermediario incaricato di sondare la disponibilità di potenziali investitori a prendere parte a un’operazione di mercato, quale, ad esempio, un’OPA o un collocamento di strumenti finanziari con *accelerated bookbuilding*)²⁹. L’art. 11 MAR, per tal modo richiamato, detta precise e tassative prescrizioni procedurali, il cui adempimento determina una presunzione di legittimità della condotta, che si considera realizzata dagli autori del sondaggio e della comunicazione «nel normale esercizio di un’occupazione, di una professione o di una funzione» (art. 11, § 4, MAR). Mette conto di segnalare che siffatta integrazione estende esplicitamente un’area di liceità (che in precedenza poteva forse essere argomentata in via interpretativa), ma che diviene oggi senz’altro un dato positivo non controvertibile.

Il comma 3-bis dell’art. 184 TUF è stato ora doverosamente integrato con il richiamo alle tipologie di strumenti finanziari negoziati su qualunque *trading venue* nonché *over the counter*, coerentemente con le previsioni del rinnovato art. 180 TUF (e, più in generale, con quanto previsto da MAR e da MAD 2).

A lasciar perplessi (e si tratta di perplessità risalente e da tempo evidenziata³⁰, irrimediabile ad opera del decreto legislativo in commento, visto il *deficit* delle legge di delegazione) è la circostanza che siffatte condotte integrino figure contravvenzionali, il cui trattamento sanzionatorio è irragionevolmente diverso da quello stabilito dall’art. 184, co. 1, TUF per le identiche condotte se poste in essere con riguardo a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell’Unione europea. Ma v’è di più: la previsione del comma 3-bis limita l’estensione delle condotte punibili a quelle contemplate dalla lettera a) del primo comma dell’art. 184 TUF (cioè alle sole condotte di trading): in mancanza di un esplicito rinvio alle ipotesi delle lettere b) e c) del ricordato primo comma, si deve concludere che, altrettanto irragionevolmente, le condotte di *tipping* e di *tuyautage* saranno penalmente irrilevanti se poste in essere con riguardo a strumenti finanziari negoziati su qualunque *trading venue* nonché *over the counter*.

²⁹ In argomento v. A. REISBERG, *Article 11: Market soundings*, in *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, ed. by M. Ventoruzzo, S. Mock, Oxford, 2017, 306; nella dottrina italiana v., di recente, C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 62 ss.

³⁰ Cfr E. BASILE, *Contravvenzioni e contraddizioni in tema di abusi di mercato: tutela penale dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2011, 747 ss.; nonché, scusandomi per l’ineleganza dell’autocitazione, F. MUCCIARELLI, *Art. 184*, cit., 2355 s.

Non meno scarsamente razionale il mancato richiamo agli indici di mercato come possibile oggetto delle condotte punibili, a meno di non voler comprendere i *benchmark* (prima della loro comunicazione) fra le informazioni privilegiate: argomento certamente plausibile, ma che oggi, dopo l'espressa considerazione della nozione fra le previsioni definitorie dell'art. 180 TUF avrebbe meritato una specificazione idonea a fugare qualunque perplessità (tanto più che – come si vedrà – nell'art. 185 TUF a proposito delle condotte di manipolazione del mercato gli indici in questione sono espressamente richiamati).

La previsione contravvenzionale si pone in evidente contrasto con MAD 2 e con MAR, che prescrivono la punibilità anche della forma tentata, senza contare che – come s'è in principio osservato (*supra*, n. 2.) – la mancata criminalizzazione dell'*insider* secondario, si pone in aperta discrasia con l'apposita prescrizione della Direttiva (e anche del Regolamento), al pari della mancata differenziazione sul versante sanzionatorio delle condotte di comunicazione dell'informazione privilegiata a terzi (v. ancora *supra*, n. 2.), pur previste dal legislatore eurounitario.

6. Gli interventi sulla disciplina penalistica della manipolazione del mercato.

È il comma ottavo dell'art. 4 d. lgs 107/2018 a provvedere alle modifiche dell'art. 185 TUF. Detto che la descrizione dei comportamenti punibili è rimasta invariata (sebbene l'art. 15 MAR, contemplando una articolata serie di condotte manipolative, avrebbe potuto costituire una sicura base per cercar di distinguere sul piano delle fattispecie astratte gli illeciti penali da quelli amministrativi³¹), la prima saliente modifica è contemplata nel nuovo comma 1-*bis*, che dichiara «*non punibile*» chi abbia «*commesso il fatto per il tramite di ordini di compravendita o operazioni effettuate per motivi legittimi e in conformità di prassi di mercato ammesse, ai sensi dell'art. 13 del regolamento (UE) n. 596/2014*». Delle peculiarità della previsione dell'art. 12 MAR si è detto in precedenza (v. *supra*, n. 4.1.): qui occorre valutare se la formula adottata (che parla di non punibilità per l'agente) dia luogo a una vera e propria condizione di non punibilità, ciò che importerebbe che il fatto è tipico, antigiuridico e colpevole, o se invece la stessa integri una scriminante, che esclude l'antigiuridicità del fatto, come sembrerebbe preferibile seguendo una lettura sistematica della disposizione soprattutto nel suo collegamento alla previsione dell'art. 13 MAR (espressamente richiamato tanto dallo stesso comma 1-*bis* quanto dall'art. 180 TUF).

Le medesime ragioni di coerenza interna (ed altresì rispetto alle previsioni del Regolamento) hanno portato alla integrazione del comma 2-*bis*, che estende la fattispecie contravvenzionale ivi originariamente prevista, oltre che alle condotte aventi a oggetto strumenti finanziari negoziati su MTF, anche a quelle relative a strumenti finanziari negoziati su OTF, ai derivati e alle quote di emissioni. In proposito

³¹ Sul punto sia permesso rinviare nuovamente a F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, cit., anche per ulteriori riferimenti.

non può che richiamarsi quanto osservato (*supra*, n. 5.) circa le perplessità che derivano dalla scelta (necessitata, ma non per questo condivisibile) di ridurre a figure contravvenzionali comportamenti il cui disvalore non si discosta certo da quello delle omologhe condotte invece punite – assai gravemente – come delitti dal primo comma del medesimo art. 185 TUF.

Viene altresì introdotto un nuovo comma 2-ter, a mente del quale «*le disposizioni del presente articolo si applicano anche a) ai fatti concernenti i contratti a pronti su merci che non sono prodotti energetici all'ingrosso, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore degli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a); b) ai fatti concernenti gli strumenti finanziari, compresi i contratti derivati o gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore di un contratto a pronti su merci, qualora il prezzo o il valore dipendano dal prezzo o dal valore di tali strumenti finanziari; c) ai fatti concernenti gli indici di riferimento (benchmark)*».

La disposizione risponde all'evidenza a un'esigenza di coordinamento interno al d. lgs 107/2018, ma anche alla necessità di dare esplicita attuazione sul versante penale a quanto previsto dall'art. 2, § 1, MAR (nonché a MAD 2). La riportata clausola d'esordio non appare tuttavia perspicua, potendo la stessa generare una sostanziale ambiguità. Letta nella sua oggettività («*le disposizioni del presente articolo*») la clausola si attaglia tanto alle figure delittuose contemplate nel primo comma dello stesso art. 185 TUF, quanto a quelle contravvenzionali stabilite dal comma 2-bis. A ragionare secondo il paradigma della coerenza delle scelte sanzionatorie (che dovrebbe guidare il legislatore avveduto), si dovrebbe propendere per tale soluzione ermeneutica: a tacer d'altro, sul piano dell'offensività è infatti ben arduo collocare comportamenti manipolativi concernenti gli indici di mercato in una scala valoriale sottordinata. Ma siffatta opzione interpretativa è preclusa dal rilievo che così ritenendo la disposizione andrebbe incontro a una più che probabile declaratoria d'illegittimità costituzionale, posto che nella legge di delegazione non vi è alcuna indicazione in proposito, sicché si dovrebbe doverosamente concludere che il legislatore delegato avrebbe operato al di fuori della delega. Non rimane allora che seguire il canone interpretativo che suggerisce di scegliere quella fra le letture possibili (in quanto compatibili con il dato letterale) che non confligga con un superiore vincolo costituzionale. Sicché il richiamo alle «*disposizioni del presente articolo*» andrà letto come se valesse a evocare la figura contravvenzionale contemplata nel comma 2-bis dello stesso art. 185 TUF. Che siffatto esito interpretativo si attiri la consueta critica derivante dalla opzione “contravvenzionale” (qui particolarmente stridente, ove si pensi alla offensività di una manipolazione sugli indici di mercato), è evidente, ma l'eventuale denuncia di illegittimità costituzionale andrebbe verosimilmente incontro a una declaratoria di inammissibilità perché ad essere richiesto sarebbe un intervento additivo *in malam partem*, in linea di massima precluso al Giudice delle leggi.

7. Il comparto sanzionatorio amministrativo.

Oggetto della legge-delega e, conseguentemente, del decreto legislativo in commento è – come più volte ricordato – l’adeguamento della disciplina domestica al reg. (UE) 596/2014. Non sorprende, pertanto, constatare che l’arsenale punitivo di tipo amministrativo sia stato oggetto di svariate interpolazioni e innesti di nuove fattispecie.

7.1. La riformulazione degli artt. 187-bis e 187-ter TUF.

I commi 9 e 10 dell’art 4 d. lgs 107/2018 contengono, rispettivamente, le modifiche agli art. 187-bis e 187-ter TUF. È qui sufficiente notare che, nel riformulare le figure degli illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, il legislatore ha optato (ancora una volta) per la tecnica del rinvio. Alle previgenti descrizioni delle condotte costitutive degli illeciti amministrativi vengono sostituiti i richiami alle corrispondenti disposizioni MAR, secondo uno schema – come visto – vastamente impiegato dal d. lgs 107/2018. Quanto al trattamento sanzionatorio, oltre alla sua rimodulazione per adeguarlo alle indicazioni del legislatore eurounitario, è da segnalare lo specifico richiamo all’art. 194-bis TUF (anch’esso modificato dal d. lgs 107/21018) per i criteri di commisurazione della sanzione.

7.2. Il nuovo art. 187-ter.1 TUF.

Interamente di nuovo conio l’art. 187-ter.1 TUF, introdotto dall’art. 4, co. 11, d. lgs 107/2018. La disposizione in discorso (intitolata «*Sanzioni relative alle violazioni delle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014*») consiste in una serie di previsioni sanzionatorie amministrative che puniscono la «*violazione degli obblighi previsti dall’articolo 16, paragrafi 1 e 2, dall’articolo 17, paragrafi 1, 2, 4, 5 e 8, del regolamento (UE) n. 596/2014, dagli atti delegati e dalle relative norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, nonché dell’articolo 114, comma 3*» del TUF.

Sebbene in materia d’illecito amministrativo le esigenze di precisione e determinatezza siano meno stringenti che in ambito penale, non sembra tuttavia che un rinvio tanto ampio e generalizzato assicuri in modo soddisfacente l’esigenza di disporre *ex ante* di un quadro netto di ciò che può comportare sanzioni anche di spiccata gravità. Rilevato che la figura d’illecito ora ricordata è modellata sull’ente, ovvero sulla società, e che importa «*una sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila euro fino a duemilionicinquecentomila euro, ovvero al due per cento del fatturato, quando tale importo è superiore a duemilionicinquecentomila euro e il fatturato è determinabile ai sensi dell’articolo 195, comma 1*», il secondo comma stabilisce che se tali violazioni sono commesse «*da una persona fisica, si applica nei confronti di quest’ultima una sanzione*

amministrativa pecuniaria da cinquemila euro fino a un milione di euro». Si noti ancora che il terzo comma del presente art. 187-ter.1, dispone che nei casi previsti dall'art. 190-bis co. 1 TUF la sanzione di cui al menzionato secondo comma «*si applica nei confronti degli esponenti aziendali e del personale della società o dell'ente responsabile della violazione*», ferma restando la previsione di cui al primo comma.

Schema identico è poi replicato con riguardo alla «*violazione degli obblighi previsti dall'articolo 18, paragrafi da 1 a 6, dall'articolo 19, paragrafi 1, 2, 3, 5, 6, 7 e 11, dall'articolo 20, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 596/2014, dagli atti delegati e dalle relative norme tecniche di regolamentazione e di attuazione*», con la differenza che per l'ente o la società il quarto comma prevede la sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila fino a un milione di euro (co. 4), mentre per la persona fisica la sanzione pecuniaria è compresa fra cinquemila e cinquecentomila euro (co. 5). Nei casi previsti dall'art. 190-bis, co. 1, TUF e ferma restando la previsione del quarto comma, «*nei confronti degli esponenti aziendali e del personale della società o dell'ente responsabile della violazione*» si applica «*la sanzione indicata dal comma 5*». A inasprire il trattamento punitivo provvede poi il comma 7, in forza del quale «*se il vantaggio ottenuto dall'autore della violazione come conseguenza della violazione stessa è superiore ai limiti massimi indicati nel presente articolo, la sanzione amministrativa pecuniaria è elevata fino al triplo dell'ammontare del vantaggio ottenuto, purché tale ammontare sia determinabile*».

Una o più delle misure amministrative contemplate in variegata tipologia dall'art. 30, § 2, lettere da a) a g) MAR³² può essere applicata da CONSOB – ex art. 187-ter.1, co. 8, TUF – anche unitamente alle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente art. 187-ter.1, mentre l'inosservanza di dette misure importa – ex art. 187-ter.1, co. 10 – «*l'aumento fino ad un terzo della sanzione amministrativa pecuniaria irrogata ovvero l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria prevista per la violazione originariamente contestata aumentata fino ad un terzo*».

Il nono comma della norma in parola prevede poi un trattamento sanzionatorio più mite, sostanzialmente consistente in misure volte alla eliminazione delle violazioni o alla pubblicizzazione della violazione stessa e del suo autore: a tali iniziative CONSOB può far ricorso quando «*le infrazioni sono connotate da scarsa offensività o pericolosità*». Detto che il legislatore non fornisce parametri per tale valutazione, vien da

³² Le misure di cui all'art. 30, § 2, MAR richiamate dall'art. 187-ter, co. 8, TUF sono le seguenti «a) un'ingiunzione diretta al soggetto responsabile della violazione di porre termine alla condotta in questione e di non reiterarla; b) la restituzione dei guadagni realizzati o delle perdite evitate grazie alla violazione, per quanto possano essere determinati; c) un avvertimento pubblico che indica il responsabile della violazione e la natura della stessa; d) la revoca o sospensione dell'autorizzazione di una società di investimento; e) l'interdizione temporanea, nei confronti di chiunque svolga funzioni amministrative, di direzione o di controllo in una società di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento; f) nel caso di violazioni ripetute dell'articolo 14 o dell'articolo 15, l'interdizione permanente, nei confronti di chiunque svolga funzioni amministrative, di direzione o di controllo in una società di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento; g) l'interdizione temporanea, nei confronti di chiunque svolga funzioni amministrative, di direzione o di controllo in una società di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, da attività di negoziazione per conto proprio».

notare che la scelta terminologica mostra una consistente approssimazione tecnica del legislatore, che giustappone i concetti di offensività e pericolosità, mentre è nozione comunemente intesa che l'offensività abbia portata generale, comprensiva della pericolosità (come esposizione a pericolo del bene protetto) e della lesività (che vale a caratterizzare l'effettiva lesione del bene stesso). Ma, visto il complessivo livello di sciatteria, una siffatta precisazione suona risibilmente ingenua.

7.3. Le interdizioni (art. 187-quater TUF).

La nuova formulazione dell'art. 187-quater (stabilita dall'art. 4, co. 12, d. lgs 107/2018) contempla un'ampia serie di sanzioni amministrative di natura sostanzialmente interdittiva sulla scorta delle univoche indicazioni del Regolamento 596/2014. Spiccano fra tali misure, da un lato, quella prevista dal comma 2-bis per la quale *«quando l'autore dell'illecito ha già commesso, due o più volte negli ultimi dieci anni, uno dei reati previsti nel Capo II ovvero una violazione, con dolo o colpa grave, delle disposizioni previste dagli articoli 187-bis e 187-ter, si applica la sanzione amministrativa accessoria dell'interdizione permanente dallo svolgimento delle funzioni di amministrazione, direzione e controllo all'interno dei soggetti indicati nel comma 1, lettere a) e b), nel caso in cui al medesimo soggetto sia stata già applicata l'interdizione per un periodo complessivo non inferiore a cinque anni»*.

Dall'altro, mette conto di segnalare quella contemplata nel nuovo terzo comma, secondo cui *«con il provvedimento di applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo la CONSOB, tenuto conto della gravità della violazione e del grado della colpa, può intimare ai soggetti abilitati, ai gestori del mercato, agli emittenti quotati e alle società di revisione di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell'autore della violazione, e richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione del soggetto iscritto all'ordine dall'esercizio dell'attività professionale, nonché applicare nei confronti dell'autore della violazione l'interdizione temporanea dalla conclusione di operazioni, ovvero alla immissione di ordini di compravendita in contropartita diretta di strumenti finanziari, per un periodo non superiore a tre anni»*.

Come ognuno vede, si tratta di misure di spiccata afflittività, con tutte le conseguenze del caso, soprattutto in relazione alle più recenti decisioni della Corte di Lussemburgo in materia di *ne bis in idem* con riguardo agli abusi di mercato³³, laddove proprio il criterio della afflittività in concreto viene indicato al giudice come parametro di valutazione.

³³ CGUE, GS, 20.3.2018, *Garlsson Real Estate c. Consob*, cit.; CGUE, GS, 20.3.2018, *Di Puma e Zecca c. Consob*, cit.

7.4. Sanzioni a carico degli enti (187-quinquies TUF).

La nuova formulazione del primo comma dell'art. 187-*quinquies* TUF (introdotta dall'art. 4, co. 13, d. lgs 107/2018) ridetermina, aggravandolo, il trattamento sanzionatorio per l'ente responsabile delle violazioni degli artt. 14 e 15 del reg. (UE) 596/2014 quando tale violazione sia commessa nell'interesse o a vantaggio dell'ente stesso. La sanzione amministrativa pecuniaria è ora compresa fra un minimo di ventimila e un massimo di quindici milioni di euro, potendo giungere «fino al quindici per cento del fatturato, quando tale importo è superiore a quindici milioni di euro e il fatturato è determinabile ai sensi dell'art. 195, comma 1-bis».

7.5. Il ridimensionamento della confisca ex art. 187-sexies TUF.

L'art. 187-*sexies* (come modificato dall'art. 4, co. 14, d. lgs 107/2018) disciplina la misura della confisca in caso di condanna per gli illeciti amministrativi previsti dal capo V d. lgs 58/1998. Sulla confisca (evidentemente compresa fra le misure punitive) l'intervento del legislatore domestico merita un rapido commento: se ne prevede – riformando la disposizione in esame – l'estensione anche per equivalente al solo profitto del reato (e non anche ai beni utilizzati per commetterlo), ribadendo così la primigenia – e, a quanto consta, unica – forma di confisca amministrativa per equivalente.

Pur condivisibile nella sua ragione di fondo (da tempo in dottrina era stata segnalata la sproporzione di una misura che poteva riguardare risorse ingentissime anche a fronte di un accrescimento patrimoniale modesto per il responsabile³⁴), la mancata corrispondente modifica dell'art. 187 TUF (che contempla la confisca da reato anche per i beni strumentali alla sua commissione) importa un irrimediabile *vulnus* ai superiori canoni dell'eguaglianza e della ragionevolezza. L'omessa (e, per vero, più che irrazionale) armonizzazione dell'art. 187 TUF è irrimediabile sul versante interpretativo, né può immaginarsi una soluzione prasseologica ricorrendo al meccanismo dell'art. 187-*terdecies* TUF, che si riferisce all'"eccedenza", ciò che non può comprendere la confisca dei beni strumentali al reato, attualmente prevista soltanto in sede penale, ma esclusivamente il profitto, unico punto in comune delle due misure ablatorie all'esito della riforma attuata con il d. lgs 107/2018.

³⁴ In questo senso v. , per tutti, A. ALESSANDRI, *Criminalità economica e confisca del profitto*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di E. Dolcini, C.E. Paliero, vol. III, Milano, 2006, 2103 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Commento a Testo Unico della Finanza*, in *Codice delle confische*, a cura di T.E. Epidendio, G. Varraso, Milano, 2018, 892; volendo v. F. MUCCIARELLI, *Art. 187*, in *Il testo unico della finanza*, cit., 2424; nonché ID., *Commento all'art. 240 c.p.*, in *Codice delle confische*, cit., 164.

8. Una norma-simbolo delle questioni irrisolte: il riformato art. 187-terdecies TUF.

L'art. 187-terdecies (integralmente sostituito dalla previsione contenuta nell'art. 4, co. 17, d. lgs 107/2018) discorre – come da rubrica – della *applicazione ed esecuzione delle sanzioni penali e amministrative*. Dall'esordio appare evidente che la disposizione mira a disciplinare il fenomeno della concomitanza di sanzioni per un medesimo fatto in capo ad un medesimo soggetto, tentando così di dare attuazione alla esplicita indicazione eurounitaria circa l'osservanza del canone del *ne bis in idem* qualora il legislatore dello Stato-membro avesse deciso di mantenere l'opzione del "doppio binario".

Si è già detto in precedenza (*supra*, n. 3.) che la soluzione adottata non riesce soddisfacente, sicché a quegli argomenti si fa rinvio, trattandosi qui di esaminare la disciplina di nuovo conio.

Come ricordato, l'esordio fa esplicito riferimento all'*idem factum* («quando per lo stesso fatto») e all'evenienza che per il medesimo sia stata applicata una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'art. 187-septies, ovvero una sanzione penale o una sanzione amministrativa dipendente da reato «a carico del reo, dell'autore della violazione o dell'ente»: rispetto a quest'ultima previsione mette conto di notare che il legislatore ha preso in considerazione non soltanto la persona fisica, ma anche l'ente, che per vero può subire una sanzione amministrativa tanto in via diretta *ex art. 187-quinquies* TUF, quanto come sanzione amministrativa dipendente da reato *ex art. 25-sexies* d. lgs 231/01.

La disciplina delinea due distinte fattispecie, l'una delle quali contempla l'evenienza che uno dei procedimenti si sia già concluso, stabilendo che «l'autorità giudiziaria o la Consob tengono conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate» [così art. 187-terdecies, lett. a), TUF]. Che cosa debba intendersi per "tener conto" è difficile dire, data la genericità della formula, benché l'interpretazione maggiormente plausibile – anche in considerazione del disposto della successiva lett. b) – suggerisce di scomputare dalla sanzione che si intende applicare la quota corrispondente a quella già irrogata.

In ogni caso, stando alla lett. b) del medesimo art. 187-terdecies, «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 giudiziaria amministrativa o da quella giudiziaria».

La disciplina di nuovo conio è del tutto indifferente alla dimensione processuale del *ne bis in idem* e limita la sua portata al profilo della sanzione pecuniaria, ignorando completamente il profilo delle sanzioni interdittive, che hanno raggiunto – anche sul versante dell'illecito amministrativo – entità di altissimo livello e che strutturalmente in nulla differiscono dalle omologhe sanzioni interdittive previste per la violazioni delle figure incriminatrici degli artt. 184 e 185 TUF.

Ma che il problema del *ne bis in idem* sia lontano dalla soluzione sembra preoccupazione diffusa anche a livello legislativo, posto che nella già citata Relazione si legge: «dopo l'entrata in vigore della legge delega, sono intervenute le sentenze della CGUE del 20 marzo 2018 sulla nota questione del *ne bis in idem*. 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»³⁵.

³⁵ Relazione, cit., 22.