

LA TUTELA DEL MERCATO FINANZIARIO TRA NORMATIVA COMUNITARIA, *NE BIS IN IDEM* E LEGISLAZIONE INTERNA^(*)

Nota a [Trib. di Milano, Sez. I Penale, ord. 6 dicembre 2016,
Pres. Fazio, Giud. Curami e De Luca](#)

di Eugenio Fusco

SOMMARIO: 1. Il caso in esame. – 2. L’insostenibile “pesantezza” del sistema punitivo italiano in materia di *market abuse*. – 3. Il caso Grande Stevens c. Italia. – 4. L’impulso alla riforma da parte del legislatore europeo e la perdurante inerzia del legislatore nazionale. – 5. Un quadro ancora in attesa di definizione: Corte Costituzionale n. 102/2016. – 6. La tesi dell’applicazione diretta dell’art. 50 CDFUE. – 7. L’irrompere del criterio della sufficiente connessione sostanziale e temporale. – 8. Sufficiente connessione sostanziale e temporale e doppio binario in materia di manipolazione del mercato. – 9. L’indeterminatezza dei parametri forniti dalla Grande Camera – 10. La necessità di un intervento legislativo.

1. Il caso in esame.

Nell’ambito di un procedimento penale per il delitto di manipolazione del mercato (art. 185 TUF), gli imputati eccepivano che, per i medesimi fatti, erano già stati condannati dalla CONSOB alla sanzione amministrativa pecuniaria *ex art. 187 ter* comma 3 lett. *a)* e *b)* TUF nonché alla sanzione accessoria *ex art. 187 quater* comma 1 TUF.

Per due dei tre imputati, la sanzione era divenuta definitiva, a seguito del rigetto dell’opposizione ad opera della Corte d’Appello di Roma e del mancato esperimento del ricorso per cassazione; viceversa, per il terzo imputato, la sanzione era ancora al vaglio dei giudici di legittimità.

Sulla scia del noto caso Grande Stevens c. Italia¹, le difese chiedevano la pronuncia di una sentenza predibattimentale di improcedibilità per *ne bis in idem* ed, in

* Nota dell’Autore: La possibilità che ho avuto di rielaborare, rapidamente, gli appunti utilizzati per il convegno dal titolo “*Il mercato dei capitali nella prospettiva di vigilanza europea*”, che si è tenuto a Verona l’11 novembre 2016 e, soprattutto, la “freschissima” ordinanza del Tribunale di Milano sul tema, costituiscono l’occasione irrinunciabile per prendere a parte ad una discussione che, su *questa Rivista*, si è fatta appassionante, almeno per chi come me si è a lungo occupato di *market abuse*.

¹ Corte E.D.U., 4 marzo 2014, Grande Stevens c. Italia, in *questa Rivista*, 9 marzo 2014, con nota di A. F. TRIPODI, [Uno più uno \(a Strasburgo\) fa due. L’Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato](#). In merito vedi diffusamente *infra*, par. 3

subordine, di proporre rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia dell'Unione europea, al fine di valutare la compatibilità del sistema sanzionatorio in materia di manipolazione del mercato con l'art. 50 CDFUE².

Il rigetto delle istanze avanzate dalle difese degli imputati, argomentato sulla base di una esauriente ricostruzione dell'evoluzione delle fonti europee in materia di *market abuse*, si fonda sul recentissimo *revirement* della Corte europea dei diritti dell'uomo in tema di *ne bis in idem*³.

La comprensione dell'itinerario seguito dall'ordinanza in commento impone una ricostruzione preliminare della normativa interna in materia di *market abuse*, nonché delle fonti normative comunitarie e della giurisprudenza sovranazionale sul punto.

2. L'insostenibile "pesantezza" del sistema punitivo italiano in materia di *market abuse*.

Il sistema sanzionatorio in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato – così come risulta dal d.lgs. n. 58 del 1998 e dal d.lgs. n. 231 del 2001 – raggiunge picchi di afflittività senza paragoni nell'ordinamento punitivo italiano.

Alle gravose sanzioni penali previste dagli artt. 184 e 185 TUF, si aggiungono infatti le sanzioni amministrative previste dal medesimo testo unico. La l. n. 62 del 2005 – in attuazione della direttiva n. 2003/6/CEE – ha introdotto il sistema del doppio binario: ai delitti *ex artt.* 184 e 185 TUF sono affiancati gli illeciti amministrativi *ex artt.* 187 *bis* e 187 *ter* TUF. La descrizione di tali illeciti amministrativi ricomprende anche le condotte represses sul piano penale: in virtù della clausola di apertura degli artt. 187 *bis* e 187 *ter* ("salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato"), si darà dunque applicazione congiunta delle sanzioni penali e delle sanzioni amministrative.

La duplicazione dell'apparato sanzionatorio non lascia esente neppure la persona giuridica.

L'ente, in caso di illecito commesso da soggetti apicali o da propri dipendenti, è infatti tenuto, *ex artt.* 187 *quinquies* TUF, al pagamento di una somma pari all'importo della sanzione amministrativa irrogata alla persona fisica (peraltro aumentabile fino a dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'ente). Ma non basta: *ex artt.* 25 *sexies* d.lgs. n. 231 del 2001, in relazione ai reati di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, si applica all'ente pure la sanzione pecuniaria da

² Ai sensi dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, "Nessuno può essere perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato nell'Unione a seguito di una sentenza penale definitiva conformemente alla legge".

³ Corte E.D.U., Grande Camera, 15 novembre 2016, A e B c. Norvegia, in *questa Rivista*, 18 novembre 2016, con nota di F. VIGANÒ, [La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio](#). Sul punto vedi *infra*, par. 7

quattrocento a mille quote, passibile di moltiplicazione fino a dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'ente.

In virtù del disposto dell'art. 187 *duodecies* TUF, procedimento penale e procedimento amministrativo corrono in parallelo; l'unica attenuazione al sistema del doppio binario è fornita dallo scomputo *ex art. 187 terdecies* TUF.

Il sistema punitivo così delineato si pone in aperto contrasto con il principio di proporzionalità della sanzione, alla luce sia della misura delle sanzioni sia – anzi, soprattutto – del sistema del doppio binario.

3. Il caso Grande Stevens c. Italia.

Sotto quest'ultimo profilo, il sistema italiano in materia di *market abuse* è andato incontro alla censura della Corte europea dei diritti dell'Uomo.

Nel caso Grande Stevens contro Italia, la Corte ha rilevato il contrasto tra il sistema del doppio binario e il principio del *ne bis in idem*, codificato dall'art. 4 Protocollo n. 7 CEDU⁴.

Questo, in sintesi, l'itinerario argomentativo percorso dalla Corte. Si è in primo luogo ribadito che l'identità del fatto, rilevante *ex art. 4* Protocollo n. 7 CEDU, richiede una valutazione in concreto, non ancorata agli elementi costitutivi dei due illeciti. In particolare, il fatto deve ritenersi lo stesso quando, da un insieme di circostanze fattuali, risulta che due giudizi riguardano lo stesso accusato in relazione a situazioni inestricabilmente connesse nel tempo e nello spazio⁵. Posto, dunque, che gli artt. 185 e 187 *ter* TUF reprimono lo stesso fatto materiale e che la sanzione contemplata dall'art. 187 *ter* TUF deve ritenersi sostanzialmente penale in base ai noti criteri Engel⁶, il sistema del doppio binario in materia di manipolazione del mercato viola il divieto convenzionale di *bis in idem*.

La Corte di Strasburgo ha precisato inoltre che tale divieto preclude non soltanto l'irrogazione di una doppia sanzione ma anche la celebrazione di un doppio procedimento per lo stesso fatto; i giudici europei, in particolare, hanno sottolineato

⁴ Ai sensi dell'art. 4 prot. n. 7 CEDU, "1. Nessuno può essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva conformemente alla legge ed alla procedura penale di tale Stato.

2. Le disposizioni del paragrafo precedente non impediscono la riapertura del processo, conformemente alla legge ed alla procedura penale dello Stato interessato, se fatti sopravvenuti o nuove rivelazioni o un vizio fondamentale nella procedura antecedente sono in grado di inficiare la sentenza intervenuta.

3. Non è autorizzata alcuna deroga al presente articolo ai sensi dell'articolo 15 della Convenzione".

⁵ Corte E.D.U., Grande Camera, 10 febbraio 2009, Sergey Zolotukhin c. Russia, in www.hudoc.echr.coe.int.

⁶ Sul punto v. Corte E.D.U., Grande Camera, 8 giugno 1976, Engel e altri c. Paesi Bassi, in www.hudoc.echr.coe.int. Al fine di verificare se un procedimento ha ad oggetto "accuse in materia penale" ai sensi della Convenzione stessa si devono considerare tre diversi fattori: a) la qualificazione data dal sistema giuridico dello Stato convenuto all'illecito contestato; tale indicazione tuttavia ha solo un valore formale e relativo, dovendo la Corte supervisionare sulla correttezza di tale qualificazione alla luce degli altri fattori indicativi del carattere penale dell'accusa; b) la natura pubblicistica degli interessi tutelati; c) la finalità repressiva e general-preventiva della sanzione, ed il suo grado di severità.

come manchi nel sistema italiano un meccanismo di interruzione del secondo procedimento qualora il primo si sia concluso con pronuncia definitiva.

Conclusioni non dissimili sembrano essere state raggiunte, seppur con riguardo al doppio binario sanzionatorio in materia tributaria, dalla Corte di giustizia dell'Unione europea.

Nel caso *Aklagaren c. Hans Akerberg Fransson*⁷, la Corte ha infatti sancito che il divieto di *bis in idem*, posto dall'art. 50 CDFUE, non osta all'irrogazione, per il medesimo fatto, di una sanzione tributaria e di una successiva sanzione penale, purché la sanzione tributaria non abbia natura penale. La valutazione della natura penale della sanzione tributaria è rimessa al giudice nazionale: all'uopo, dovrà tenersi conto della qualificazione giuridica dell'illecito nel diritto interno, della natura dell'illecito, nonché della natura e grado di severità della sanzione.

4. L'impulso alla riforma da parte del legislatore europeo, e la perdurante inerzia del legislatore nazionale.

La sentenza *Grande Stevens* avrebbe dovuto costituire l'occasione, per il legislatore italiano, di intraprendere un più generale riordino del sistema punitivo in materia di *market abuse*. Con la direttiva 2014/57/UE sulle sanzioni penali per gli abusi di mercato, sostitutiva della direttiva 2003/6/CEE, che unitamente al regolamento UE 596/2014 forma il nuovo quadro normativo europeo, erano stati forniti anche i criteri su cui impostare la riforma.

Il considerando n. 23 della direttiva 2014/57/UE prevede infatti che *"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"*.

Ai sensi degli artt. 3, par. 1 e 4 par. 1 della direttiva, le condotte di *insider trading* e manipolazione del mercato dovrebbero essere represses sul piano penale quantomeno nei casi gravi e qualora siano state tenute con dolo; i parametri di valutazione quanto alla gravità delle condotte sono indicati ai considerando n. 11 e 12 della direttiva⁸.

⁷ Corte di giustizia dell'Unione europea, grande sezione, 26 febbraio 2013, causa C-617/10, *Aklagaren c. Hans Akerberg Fransson*, in www.eur-lex.europa.eu.

⁸ Ai sensi del considerando n. 11, *"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"*. Ai sensi del considerando n. 12, *"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*

Peraltro, stando al combinato disposto della direttiva e del regolamento, il legislatore interno aveva a disposizione quattro strade diverse per garantire il rispetto del *ne bis in idem*⁹. In primo luogo, si sarebbe potuto assoggettare soltanto a sanzione penale tutti gli illeciti contemplati tanto dal regolamento quanto dalla direttiva. In secondo luogo, indipendentemente dal requisito della gravità, si sarebbe potuto riservare la sanzione amministrativa alle condotte tenute con colpa. E ancora, il legislatore avrebbe potuto tipizzare in materia distinta i comportamenti repressi sul piano penale da quelli puniti con sanzione amministrativa. Da ultimo, si sarebbe potuto distinguere l'illecito penale dall'illecito amministrativo in base al criterio della gravità.

Con l'art. 11, legge n. 114 del 2015, il Governo era stato anche delegato a dare attuazione, entro il 3 luglio 2016, alla nuova normativa in materia di abusi di mercato; la delega ricomprendeva anche l'adeguamento del sistema interno al divieto di *bis in idem*.

In particolare, l'art. 11 lett. m) l. 114/2015 prevedeva che l'osservanza del *ne bis in idem* dovesse essere assicurata "attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentano l'applicazione della sola sanzione più grave, ovvero che impongano all'autorità giudiziaria o alla CONSOB di tenere conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate".

Sul punto, si è correttamente rilevato che il criterio direttivo in esame sarebbe stato idoneo a conformare il sistema al divieto di doppia sanzione, ma non al divieto di doppio processo per il medesimo fatto ricavabile dalla sentenza Grande Stevens c. Italia¹⁰.

Tuttavia, il termine previsto dalla delega è scaduto senza che il legislatore emanasse alcun decreto delegato.

5. Un quadro ancora in attesa di definizione: Corte Costituzionale n. 102/2016.

Neppure la Corte costituzionale ha fornito chiarezza circa la compatibilità del sistema italiano con il divieto convenzionale di *bis in idem*¹¹.

La Corte era stata investita di due questioni di legittimità costituzionale dell'art. 187 bis co. 1 TUF, per contrasto con l'art. 117 co. 1 Cost. in rapporto all'art. 4 prot. n. 7 CEDU, quanto alla clausola "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato". Inoltre, il giudice delle leggi era chiamato a decidere sulla questione di legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p., per contrasto con l'art. 117 co. 1 Cost. in rapporto

manipolazione è commessa da soggetti impiegati o che lavorano all'interno del settore finanziario ovvero presso un'autorità di vigilanza o di regolamentazione".

⁹ F. MUCCIARELLI, *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in *Le Società*, 2/2016, p. 194.

¹⁰ E. BASILE, *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge – delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE*, in *Leg. pen.*, 2015, p. 19.

¹¹ Corte cost., sentenza 12 maggio 2016, n. 102.

all'art. 4 prot. n. 7 CEDU, laddove non prevede l'operatività del *ne bis in idem* in caso di previa condanna ad una sanzione amministrativa sostanzialmente penale di un soggetto sottoposto a procedimento penale.

La Corte Costituzionale ha dichiarato inammissibili tutti i quesiti, evidenziando, altresì che il proposto intervento additivo sull'art. 649 c.p.p. non avrebbe comunque risolto le incongruenze del sistema del doppio binario. Non sarebbe, infatti, ricavabile alcuna indicazione di quale procedimento debba prevalere, se quello penale o quello "penal-amministrativo".

Peraltro, la Corte Costituzionale aveva fatto speranzosamente richiamo, in motivazione, ad una prossima attuazione della delega di cui alla legge 114/2015; una speranza – come già si è rilevato – destinata ad andare disattesa.

6. La tesi dell'applicazione diretta dell'art. 50 CDFUE.

Allo stato attuale, la definizione della portata del divieto convenzionale di *ne bis in idem* è dunque rimessa ai giudici di merito.

A seguito della pronuncia della Corte Costituzionale, autorevole dottrina aveva invitato i giudici di merito ad applicare direttamente l'art. 50 CDFUE. La disposizione eurounitaria, in virtù della clausola di equivalenza ex art. 52 par. 3 CDFUE, recepisce l'art. 4 prot. n. 7 CEDU così come interpretato dal giudice di Strasburgo¹². Da ciò, alla luce della sentenza Grande Stevens c. Italia, sarebbe derivata la preclusione alla celebrazione di un secondo procedimento, ove il primo – non importa se penale o amministrativo – si sia già concluso.

La questione della diretta applicabilità dell'art. 50 CDFUE è stata recentemente oggetto di due rinvii pregiudiziali alla Corte di giustizia dell'unione europea. Le due vicende processuali sono accomunate dall'intervento di una decisione definitiva in sede penale anteriormente alla conclusione del procedimento di irrogazione della sanzione amministrativa.

La prima vicenda origina, infatti, da un caso speculare a quello oggetto della sentenza Grande Stevens: l'ipotesi, cioè, in cui la condanna in sede penale abbia preceduto, *sub specie* di patteggiamento, la conclusione del procedimento amministrativo¹³.

Nella seconda vicenda, invece, ad invocare la protezione del *ne bis in idem* era un soggetto già assolto in via definitiva in sede penale, da una imputazione di abuso di

¹² 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](#), in *questa Rivista*, 16 maggio 2016, p. 5.

¹³ Cass., sez. trib. civ., ord. 20 settembre 2016, n. 20675, in *questa Rivista*, 17 ottobre 2016, con nota di F. VIGANÒ, [A never ending story? Alla Corte di giustizia dell'Unione europea la questione della compatibilità tra ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia, questa volta, di abusi di mercato](#).

informazioni privilegiate, e successivamente sanzionato in via amministrativa dalla CONSOB¹⁴.

L'opzione per il rinvio pregiudiziale evidenzia una condivisibile renitenza del giudice italiano a fare diretta applicazione dell'art. 50 CDFUE. In effetti, tale ultima soluzione non è immune da criticità. In particolare, il giudice di merito non ha alcun elemento normativo per stabilire una gerarchia tra procedimento penale e procedimento amministrativo: la prevalenza dipenderebbe, in via del tutto casuale, da quale procedimento si sia concluso per primo, indipendentemente dall'esito, verosimilmente legato ai diversi *standard* probatori¹⁵.

In ogni caso, una declaratoria di improcedibilità del secondo procedimento – attraverso la diretta applicazione del combinato disposto degli artt. 50 CDFUE e 4 prot. n. 7 CEDU – è, oggi, preclusa dalla mutata giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo.

7. L'irrompere del criterio della sufficiente connessione sostanziale e temporale.

Qualsiasi riflessione sul doppio binario in materia di *market abuse* deve fare i conti con la ridefinizione della garanzia convenzionale del *ne bis in idem*, operata dalla Grande Camera della Corte europea dei diritti dell'uomo nel caso A e B c. Norvegia¹⁶.

Con riguardo al sistema norvegese di doppio binario in materia tributaria, i giudici di Strasburgo hanno infatti sancito che il divieto *ex art. 4 prot. 7 CEDU* – più stringente in caso di avvio di un secondo procedimento successivamente alla conclusione del primo – va mitigato qualora i due procedimenti siano condotti in parallelo.

Valorizzando alcuni precedenti in tema di ritiro della patente di guida¹⁷, si è, dunque, ritenuta rispettata la garanzia convenzionale, qualora tra i due procedimenti sussista una stretta connessione sostanziale e temporale, tale che le due sanzioni per il medesimo fatto siano parte di un'unitaria reazione sanzionatoria apprestata dall'ordinamento.

¹⁴ Cass. civ., sez. II, ord. 15 novembre 2016, n. 23232, in *questa Rivista*, 28 novembre 2016, con nota di F. VIGANÒ, [Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio: nuovo rinvio pregiudiziale della Cassazione in materia di abuso di informazioni privilegiate](#).

¹⁵ Tale elemento di criticità è opportunamente segnalato da Trib. Monza, 30 giugno 2016, Giud. Cavallini, imp. C. S., in *questa Rivista*, 5 dicembre 2016, con nota di S. CONFALONIERI, [Ne bis in idem e reati tributari: il Tribunale di Monza solleva eccezione di legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. Quale possibile destino della questione pendente, dopo la pronuncia A e B c. Norvegia?](#). Seppur con riguardo alla materia tributaria, il giudice evidenzia come "mentre sul piano sostanziale l'ordinamento assegna precedenza all'applicazione della fattispecie delittuosa, sul versante processuale si anteporrebbe di fatto il procedimento sfociante nella applicazione della sanzione amministrativa, che finirebbe per impedire l'operatività della prima, ovvero comunque si genererebbe una incertezza sul tipo di risposta sanzionatoria ricollegata al verificarsi di determinate condotte, sulla scorta della aleatoria circostanza del procedimento – amministrativo o penale – che per primo acquisti il crisma della definitività".

¹⁶ Corte E.D.U., Grande Camera, 15 novembre 2016, A e B c. Norvegia, cit.

¹⁷ Corte E.D.U., 17 febbraio 2005, Boman c. Finlandia, in www.hudoc.echr.coe.int; Corte E.D.U., 13 dicembre 2005, Nilsson c. Svezia, *ivi*; Corte E.D.U., 30 maggio 2000, R.T. c. Svizzera, *ivi*.

Deve valutarsi, in primo luogo, se i diversi procedimenti abbiano differenti scopi, con riguardo a profili diversi della medesima condotta antisociale. In particolare, con riguardo al doppio binario in materia tributaria, i giudici di Strasburgo hanno valorizzato la funzione compensatoria delle sanzioni amministrative rispetto agli sforzi umani e materiali affrontati dall'amministrazione finanziaria per l'esercizio dei compiti di *law enforcement*, così differenziandole dalle sanzioni penali a carattere spiccatamente punitivo.

In secondo luogo, la duplicità dei procedimenti deve essere una conseguenza prevedibile della condotta. E ancora, nella conduzione dei procedimenti deve evitarsi, in quanto possibile, la duplicazione nella raccolta e nella valutazione della prova: le autorità procedenti devono coordinarsi in modo che l'accertamento dei fatti in un procedimento sia utilizzato altresì nell'altro procedimento. Da ultimo, nel secondo procedimento deve tenersi conto della sanzione già irrogata nel primo procedimento, di modo che la reazione sanzionatoria complessiva possa ritenersi proporzionata.

Quanto alla richiesta connessione temporale, nell'ottica dei giudici di Strasburgo il criterio non implica necessariamente la contemporaneità dei procedimenti: la connessione può ben dirsi sussistente anche qualora il secondo procedimento inizi dopo la conclusione del primo, purché non ne risulti un pregiudizio sproporzionato derivante da un perdurante stato di incertezza processuale.

La pronuncia della Grande Camera si pone in una prospettiva di netta rottura rispetto alle conclusioni assunte nel caso *Grande Stevens c. Italia*.

Il nuovo corso della giurisprudenza di Strasburgo, pur originato da una vicenda in materia fiscale, non può non trovare applicazione alla materia degli abusi di mercato, alla quale sembra, invero, attagliarsi alla perfezione, più ancora che alla materia fiscale.

8. Sufficiente connessione sostanziale e temporale e doppio binario in materia di manipolazione del mercato.

L'ordinanza in commento è puntuale nel recepire tanto il mutato quadro normativo dettato a livello comunitario, quanto il *revirement* giurisprudenziale operato dalla Corte europea dei diritti dell'uomo.

In prima battuta, vengono analiticamente richiamati i contenuti della direttiva 2014/57/UE e del regolamento UE 596/2014. Si evidenzia così che, nell'ottica del legislatore comunitario, l'incriminazione penale delle più gravi ipotesi di *market abuse* è essenziale ai fini di un'adeguata attuazione della politica dell'Unione europea in materia di tutela del mercato finanziario.

Contrariamente a quanto ritenuto da autorevole dottrina¹⁸, il Tribunale afferma la sussistenza della connessione sostanziale, stante la ricorrenza degli indici sintomatici elaborati dai giudici di Strasburgo.

È indubbio che la duplicazione di procedimenti sia una conseguenza prevedibile per l'autore della condotta posto è prevista per legge.

Innegabile è l'interazione tra procedimento penale e procedimento amministrativo avente per il medesimo fatto.

Al proposito, il Tribunale rimarca come gli elementi acquisiti nel procedimento amministrativo – attraverso i poteri istruttori attribuiti alla CONSOB *ex art. 187 octies* TUF¹⁹ – ben potranno confluire nel procedimento penale.

Nella fase preliminare dei procedimenti, l'interazione tra le autorità procedenti è espressamente sancita dall'art. 187 *decies* TUF, laddove è disciplinato il costante flusso informativo tra CONSOB e Procura della Repubblica, anche attraverso le modalità deformalizzate di cui al co. 3.

L'osmosi tra i due procedimenti non cessa qualora il processo penale pervenga alla fase dibattimentale. Da un lato, infatti, le relazioni ispettive dei funzionari della Consob sono pienamente utilizzabili ai fini di prova quanto al rilevamento dei dati oggettivi sull'andamento delle sedute di borsa ed al contenuto delle registrazioni delle comunicazioni telefoniche degli intermediari²⁰. Dall'altro lato, gli esiti dell'istruttoria dibattimentale ben potranno essere valorizzati nel corso del procedimento di cui all'art. 187 *septies* TUF.

Da ultimo, in tema di abusi di mercato, sembra sussistere appieno un terzo elemento sintomatico della sussistenza di una stretta connessione tra procedimenti, ossia la considerazione della sanzione inflitta nel procedimento che per primo giunge a conclusione nell'applicazione della seconda sanzione. Sotto tale profilo, la sentenza della Grande Camera sembra, in effetti, pensata proprio avendo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato

Sul punto, il Tribunale valorizza correttamente il disposto dell'art. 187 *terdecies* TUF, il quale assicura in ogni caso lo scomputo, dalla pena pecuniaria irrogata dal giudice penale, della somma già inflitta a titolo di sanzione amministrativa.

La disposizione in esame garantisce, al soggetto sottoposto al regime del doppio binario, un meccanismo automatico di scomputo della sanzione, che non è, invece, previsto dal sistema sanzionatorio tributario norvegese, giudicato compatibile con l'art. 4 Prot. n. 7 CEDU in quanto l'obiettivo dello scomputo era stato, in concreto, perseguito dal Giudice penale in sede di condanna.

L'ordinanza in commento ritiene altresì sussistente la connessione temporale tra i procedimenti. Sul punto, è richiamato richiama l'assunto della Grande Camera,

¹⁸ F. VIGANÒ, [Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio: nuovo rinvio pregiudiziale della Cassazione in materia di abuso di informazioni privilegiate](#), *cit.*, p. 4. Secondo l'Autore, l'inoperatività in materia dell'art. 654 c.p.p. – nell'impostazione adottata in giurisprudenza – evidenzia l'assenza di qualsiasi meccanismo atto a prevenire il rischio di decisioni contrastanti nei due procedimenti.

¹⁹ Su cui v. F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, p. 311 ss.

²⁰ Cass. pen., sez. V, 8 novembre 2012, n. 4324; Cass. pen., sez. V, 2 dicembre 2011 n. 14759

secondo cui non è necessariamente richiesta una conduzione coeva dei procedimenti, purché non ne derivi un pregiudizio sproporzionato per l'autore del fatto.

9. L'indeterminatezza dei parametri forniti dalla Grande Camera.

I criteri dettati dalla Grande Camera sembrano – come si è già anticipato – cuciti su misura per la disciplina del *market abuse* prevista nel TUF, che, nei confronti dei soggetti vigilati, stabilisce, con riferimento agli illeciti di cui agli art. 187 *bis* e 187 *ter*, le specifiche sanzioni accessorie di cui all'art. 187 *quater*, non coincidenti con quelle richiamate dall'art. 186 in relazione alle fattispecie penali. E si potrebbe anche andare oltre.

Preme maggiormente, però, mettere in evidenza che i criteri fissati dalla Grande Camera sono connotati da forte elasticità e, da questo punto di vista, non appaiono in grado di portare definitiva chiarezza nei rapporti tra *ne bis in idem* e doppio binario sanzionatorio, anche in materia di abusi di mercato.

Quanto al parametro della sufficiente connessione sostanziale, la Corte, lungi dal fornire una definizione vincolante, si limita ad evidenziare indicatori sintomatici: non agevole è, in particolare, la distinzione tra funzione compensativa della sanzione amministrativa e funzione punitiva della sanzione penale²¹.

Se il criterio della connessione sostanziale è tutt'altro che precisamente definito, il criterio della connessione temporale appare ancora più indeterminato. La compatibilità convenzionale dello svolgimento consecutivo di distinti procedimenti *in idem* deve, infatti, essere vagliata con riguardo anche al pregiudizio che ne possa derivare all'autore della condotta, la cui posizione non può rimanere indefinitamente sottoposta a giudizio. Ed è difficile stabilire univocamente quale sia l'arco temporale massimo tra il primo ed il secondo dei procedimenti nel caso in cui siano consecutivi.

10. La necessità di un intervento legislativo.

In un simile quadro, che solo apparentemente può essere giudicato stabile, resta ancora urgente l'intervento del legislatore sulla disciplina del *market abuse* come, peraltro, era previsto dalla legge n. 114 del 2015 e nel quale anche la Corte costituzionale sperava.

Del resto, lo stesso giudice europeo sottolinea come la migliore attuazione dell'art. 4 prot. 7 CEDU passi attraverso la previsione di un meccanismo legislativo che

²¹ Sul punto si veda la corposa opinione dissenziente del giudice Pinto De Albuquerque, par. V, lett. a). In primo luogo, è controvertibile l'assunto secondo cui le sanzioni amministrative in materia tributaria hanno funzione compensativa rispetto agli sforzi dell'amministrazione finanziaria: la sanzione pecuniaria, infatti, non è in alcun modo parametrata agli sforzi svolti per accertare l'illecito del singolo contribuente a cui essa è inflitta. In secondo luogo, qualsiasi sanzione amministrativa tributaria ha altresì una finalità deterrente e retributiva.

consenta una riunione dei procedimenti in una fase appropriata della loro progressione²².

Il superamento del sistema del doppio binario avrebbe, certamente, il pregio di ricondurre al canone della proporzionalità l'eccessiva reazione sanzionatoria in materia di *market abuse*. Al fine di garantire il rispetto del principio di sussidiarietà ed *extrema ratio* del diritto penale, potrebbe anche ricorrersi – come si è detto – ad una diversa tipizzazione dei comportamenti idonei ad incorrere nella sanzione amministrativa rispetto alle condotte costituenti reato ovvero potrebbe farsi ricorso al criterio della gravità (magari concretizzato attraverso la previsione di soglie quantitative) o al criterio del dolo, al fine di riservare la reazione penale alle sole condotte maggiormente allarmanti, in ossequio alle indicazioni fornite dalla direttiva 2014/57/UE.

I tanti, recenti interventi su *questa Rivista* denotano un forte e rinnovato interesse per la materia del *market abuse*, nella quale l'esperienza giudiziaria italiana è stata all'avanguardia: è il momento di una profonda riflessione finalizzata ad elaborare proposte di riforma tali da rendere il sistema sanzionatorio del nostro paese all'avanguardia nel panorama europeo.

²² Corte E.D.U., Grande Camera, 15 novembre 2016, A. e B. c. Norvegia, cit., par. 130: “*the surest manner of ensuring compliance with Article 4 of Protocol N. 7 is the provision, at some appropriate stage, of a single-track procedure enabling the parallel strands of legal regulation of the activity concerned to be brought together, so that the different needs of the society in responding to the offence can be addressed within the framework of a single process*”.