

QUESITI

CARLOTTA BRUSEGAN

Nuove frontiere in materia di *insider trading*: verso una regolamentazione europea omogenea?

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Uno sguardo d'insieme al panorama europeo dopo la *MAD*. - 3. La Direttiva 2014/57/UE: profili penali dell'Abuso di informazioni privilegiate. - 3.1. L'illecito penale di Abuso di informazioni privilegiate (art. 3). - 3.2. Responsabilità da reato delle persone giuridiche. - 4. Il completamento della disciplina in materia di *market abuse*: il Regolamento 2014/569/UE. - 4.1. Il concetto di informazione privilegiata. - 4.2. L'illecito amministrativo di Abuso di informazioni privilegiate. - 5. Conclusioni: risultati raggiunti e opportunità mancate.

1. Premessa.

Il momento storico attuale non consente al giurista di focalizzare esclusivamente la propria attenzione sulla dimensione normativa nazionale. Ciò deriva dall'importanza sempre crescente che le dinamiche di matrice europea assumono in relazione alle legislazioni degli Stati membri dell'Unione. Elemento questo che trova ancor più rilievo in materia di illeciti finanziari, posto che tale normativa da sempre prende impulso da provvedimenti europei¹.

Il primo intervento in materia va individuato nella Direttiva 89/592/CE del 13 novembre 1989 - sul «coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*)» - con la quale si sono poste le basi per una disciplina di sistema del fenomeno. Viene definito il concetto di informazione privilegiata (art. 1, co.1) e sono individuate le diverse categorie di *insiders* e le condotte punibili, rimettendo ai singoli Stati membri la scelta dello strumento sanzionatorio ritenuto più opportuno. Con questo intervento, il legislatore comunitario non solo fornisce per la prima volta dei riferimenti normativi in materia, ma evidenzia anche l'importanza che la repressione del fenomeno avvenga in modo uniforme a livello europeo².

¹ Per quanto attiene alla normativa interna in materia di *Market Abuse*, va ricordato come da sempre essa abbia preso impulso da provvedimenti della Comunità Europea. È sulla base della Dir. n. 89/592/CE, infatti, che il legislatore italiano interviene con la legge n. 157 del 17 maggio 1991, il cui art. 2 definisce l'illiceità penale del comportamento di *insider trading*. Questa formulazione, rimasta integralmente in vigore per meno di un decennio, è stata trasfusa all'art. 180 del t.u.f. (d. lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998), per poi approdare all'odierna versione. Anche l'attuale formulazione (introdotta dalla legge n. 62 del 18 aprile 2005 e modificata dalla legge n. 262 del 28 dicembre 2005) trova le fondamenta nella Dir. 2003/6/CE.

² In merito alla disciplina comunitaria, anche recente, cfr. BARTULLI, voce *Insider trading nel diritto penale*, in *Dig. Pen.*, Torino, 1993, 116; CARCANO, *La direttiva CEE sull'insider trading*, in *Riv. soc.*, 1989, 1026; CARRIERO, *L'insider trading nella disciplina comunitaria*, in *Le Società*, 1990, 581; CORATELLA, *Dentro l'insider trading dopo la riforma - Perché c'è continuità nel tipo di illecito*, in *D&G*,

Peraltro, a posteriori è possibile rilevare che la citata Direttiva non è riuscita a sortire in pieno gli effetti sperati. Avendo, infatti, lasciato ampi margini “discrezionali” agli Stati membri il risultato ottenuto è stato di estrema disomogeneità³.

Problematica che è stata solo in parte ridimensionata con il secondo intervento normativo. Con la *Market Abuse Directive* (Dir. 2003/6/CE – c.d. *MAD*)⁴, infatti, il legislatore comunitario si è avvalso prevalentemente del modello repressivo di tipo amministrativo. Tale scelta è dipesa soprattutto da ragioni di natura pratica: così facendo era possibile concentrare in un unico soggetto – le Autorità amministrative di vigilanza sul mercato – i compiti di vigilanza e repressione. Anche in questo caso, però, i risultati non si sono dimostrati soddisfacenti⁵.

Per questi motivi la Commissione europea ha scelto di elaborare un nuovo piano di intervento diretto a contenere il più possibile i margini di discrezionalità degli Stati membri in modo da ottenere un quadro normativo più omogeneo.

Si è ritenuto, dunque, particolarmente interessante focalizzare l’attenzione sulla nuova Direttiva 2014/57/UE, la cui proposta è stata elaborata dalla

2006, 41; GODANO, *La direttiva comunitaria sull’“insider trading”*, in *Foro it.*, 1990, 42; SOLIMENA, *La direttiva sull’insider trading*, in *Giur. comm.*, 1989, 1054 ss.; SOTTORIVA, *La legge comunitaria 2004. Cosa cambia per le imprese e il mercato*, in *Le Società*, 2005, 771; TISEO, *Il reato di insider trading – Evoluzione normativa e giurisprudenziale negli Stati Uniti e nei principali Paesi dell’Unione Europea e del Mediterraneo meridionale e orientale*, Santa Maria Capua Vetere, 2006; TRIPODI, *L’insider trading in una recente pronuncia della Corte di Giustizia: “utilizzo (implicito) della notizia” e presunzione di offesa*, in *Giur. comm.*, 2011, I, II, 64; WELTER, *CEE e insider trading. I lavori degli organismi europei*, in *Rivista della borsa*, 1989, 2; ID., *La proposta della CEE in tema di insider trading*, in *Quaderni Aiaf*, 1987, 5.

³ In tal senso si esprime AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, 42 ss.. Quanto alla necessità di creare un mercato finanziario europeo caratterizzato da maggiore omogeneità, si v. BERNARDI, *“Europeizzazione” del diritto penale commerciale?*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1996, 32 ss.; CANESTRARI, FOFFANI *Il diritto penale nella prospettiva europea: quali politiche criminali per quale Europa?*, Atti del convegno di Bologna del 28 febbraio – 2 marzo 2002, a cura dell’Associazione Franco Bricola, Milano, 2005, 222 ss.; CARMONA, *Premesse a un corso di diritto penale dell’economia*, Padova, 2002, 24 ss.; DAVID, *Globalizzazione e prevenzione del delitto e giustizia penale*, Milano, 2001, 19 ss. (trad. it. a cura di Amendolito); FLICK, *Globalizzazione dei mercati e globalizzazione della giustizia*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2000, 591; FOFFANI, *Il “Manifesto sulla politica criminale europea”*, in *Criminalia*, 2010, 662.

⁴ Cfr. MEGLIANI, *La direttiva comunitaria sugli abusi di mercato e il nuovo sistema sanzionatorio*, in *Dir. comm. int.*, 2006, 271; SEPE, *Profili evolutivi della disciplina dei mercati e la repressione degli abusi di mercato*, in Capriglione (a cura di), *L’ordinamento finanziario italiano*, II, Padova, 2005, 756 ss.

⁵ Si v. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., 48; CANESTRARI, FOFFANI *Il diritto penale nella prospettiva europea: quali politiche criminali per quale Europa?*, cit., 233 ss.; MEGLIANI, *La direttiva comunitaria sugli abusi di mercato e il nuovo sistema sanzionatorio*, cit., 271 ss.

Commissione europea a Bruxelles in materia di *market abuse*⁶ assieme al Regolamento 2014/596/UE.

Si analizzerà, in primo luogo, la base sistematica sulla quale si sono innestati i due provvedimenti, dando conto delle motivazioni che hanno spinto l'Unione Europea a intervenire nuovamente in materia. A tal fine si farà riferimento alle considerazioni introduttive che accompagnano tali provvedimenti⁷.

Si passerà, poi, all'analisi della Direttiva e di parte del Regolamento, vagliandone il contenuto ed evidenziando le eventuali differenze sussistenti con la normativa attuale.

2. Uno sguardo d'insieme al panorama europeo dopo la *MAD*.

Prima di guardare al contenuto normativo dei suddetti provvedimenti, giova soffermarsi sul contesto in cui essi stessi si sviluppano. Entrambi si ricollegano all'esigenza di garantire una migliore operatività dei mercati finanziari a livello europeo e sono stati elaborati con l'intenzione di risolvere le criticità relative all'efficacia delle misure finora adottate per combattere gli illeciti di *market abuse*.

Per comprendere tale necessità è opportuno riepilogare le carenze dell'attuale disciplina, considerando nello specifico le rilevazioni effettuate dalla Commissione europea, che stanno alla base degli interventi in esame.

L'ultima Direttiva approvata dall'Unione Europea prevedeva che gli Stati membri adottassero le opportune misure e sanzioni amministrative per scongiurare il verificarsi di fenomeni di *market abuse*, rimettendo poi la possibilità ai legislatori interni di utilizzare anche sanzioni di natura penale. Posto che tale soluzione non si è rivelata appagante quanto ad efficacia, si è sentita

⁶ La Proposta di Direttiva (*MAD II*), accompagnata da una Proposta di Regolamento (*MAR*), è datata 20 ottobre 2011. Per agevolare il lettore si riportano di seguito gli identificativi delle Proposte alle quali si fa riferimento: 1) Commissione Europea, "Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato", Bruxelles 20.10.2011 - COM(2011) 654 definitivo - 2011/0297 (COD); 2) Commissione Europea, "Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)", Bruxelles 20.10.2011 - COM(2011) 651 definitivo - 2011/0295 (COD).

⁷ In merito al sentire europeo che costituisce la base dei provvedimenti in esame, si v. Corte di Giustizia della Comunità Europea, Sez. III, 23 dicembre 2009, n. 45 in *Giur. comm.*, 2001, 1, II, 49 ss. con nota di TRIPODI. In detta pronuncia vengono rilevate alcune delle problematiche che hanno spinto la Commissione europea ad intervenire nuovamente in materia. Viene chiaramente messo in evidenza come la disciplina in materia di *insider trading* presenta ampi margini di incertezza e complessità. Emerge, infatti, dalle riflessioni della Corte la necessità di semplificare l'applicazione concreta del divieto di abuso di informazioni privilegiate.

l'esigenza di elaborare un nuovo assetto normativo atto ad intensificare l'efficacia attuativa del vigente sistema e a modificarne gli aspetti fallaci.

Nel considerando che precede la parte normativa della *MAD II* vengono ricordate le ragioni poste alla base dell'ultima Direttiva, ossia accrescere la fiducia degli investitori nei mercati finanziari e salvaguardare l'integrità dei mercati stessi, attraverso l'introduzione di adeguate strutture per prevenire i fenomeni di *market abuse*.

Va ribadito come la precedente Direttiva del 2003 ponesse come assunto di base la necessità che gli Stati membri, conformemente al diritto nazionale proprio di ognuno di essi, riuscissero a garantire l'applicazione della Direttiva stessa.

A tal fine era altresì necessario che le Autorità competenti disponessero di sanzioni "efficaci, proporzionate e dissuasive". Inoltre, si poneva l'esigenza che a livello pratico le medesime Autorità nazionali disponessero dei mezzi e dei poteri per rilevare ed intervenire sui fenomeni di *market abuse*.

Il "gruppo de Larosière", con la relazione del 25 febbraio 2009, ha messo in evidenza che nulla di tutto ciò è attualmente presente a livello europeo⁸. Nei Paesi dell'Unione non esiste ancora un sistema che sia in grado di garantire la presenza di sanzioni efficaci e Autorità che operino con poteri e mezzi appropriati.

Quello che maggiormente emerge è un rilievo critico soprattutto in punto di trattamento sanzionatorio, sia sotto il profilo dell'adeguatezza che sotto quello dell'efficacia⁹.

L'inefficace applicazione della *MAD* si ripercuote sui mercati, sia sotto il profilo dell'integrità sia, di conseguenza, sotto quello della fiducia degli investitori. Una delle principali cause di questo problema è identificata proprio nell'apparato sanzionatorio, per la presenza di due fondamentali disfunzioni. In primo luogo, nessuna delle misure attualmente adottate dagli Stati membri per combattere gli illeciti di Abuso di mercato è efficace e sufficientemente dissuasiva. Le strutture in uso sono troppo deboli per garantire un'adeguata applicazione della *MAD*.

⁸ Si fa riferimento a quanto rilevato dalla Relazione del gruppo ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'UE del 25 febbraio 2009.

⁹ A tal proposito, si vedano i risultati pubblicati in una Comunicazione del 2010 ("Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari", COM(2010) 716, 8 dicembre 2010) relativa ai regimi sanzionatori inerenti agli illeciti del settore finanziario. Emerge la necessità che la Commissione valuti in quale ambito e relativamente a quali fattispecie introdurre sanzioni penali e fissi delle regole minime per la definizione dei reati e delle sanzioni stesse, come consentito dall'art. 83.2 t.f.u.e. sulla base dei principi di necessità, proporzionalità e sussidiarietà.

In secondo luogo, non vi è omogeneità all'interno dell'Unione in merito alla definizione dei fenomeni di *market abuse*¹⁰. Si sottolinea, infatti, come cambi in modo considerevole da Stato a Stato la definizione dei comportamenti che danno corpo agli illeciti. Tale eterogeneità produce una serie di effetti distortivi. Posto che l'abuso di mercato può essere (come molto spesso accade) transfrontaliero, il soggetto che pone in essere una condotta di tal genere potrebbe approfittare della predetta diversità normativa, realizzando gli illeciti in quegli ordinamenti interni che non prevedono sanzioni penali per detti comportamenti.

Oggi, infatti, non tutti gli Stati membri sanzionano penalmente l'Abuso di informazioni privilegiate e, ancora, la definizione dell'illecito (sia esso amministrativo o penale) varia quanto a contenuto da Stato a Stato. Le divergenze in punto di identificazione del fatto illecito consentono, in altre parole, all'autore del fatto di scegliere l'ordinamento più clemente.

Si sente, inoltre, l'esigenza stringente di preservare l'integrità dei mercati. A causa della crisi finanziaria che ha investito tutta l'Europa, è stata messa maggiormente in rilievo la necessità di intervenire sotto questo profilo, rafforzando la vigilanza e la regolamentazione finanziaria. Rispetto al momento di adozione della *MAD* è variato il panorama di riferimento. Gli sviluppi sul piano tecnologico e di mercato hanno fatto emergere le lacune normative relativamente alla regolamentazione dell'agire sui mercati finanziari¹¹.

Con l'intervento normativo in esame (c.d. *MAD II*), l'Unione europea si prefigge l'obiettivo di garantire all'interno dell'Unione l'esistenza di sanzioni penali uniformi, al fine di potenziare l'integrità dei mercati e la tutela degli investitori.

Pertanto, sulla base di queste considerazioni, ad ottobre 2012 la Commissione europea ha elaborato due Proposte (una di Direttiva e una di Regolamento), concependole come provvedimenti rafforzativi e di rivisitazione dell'attuale sistema.

¹⁰ Si v. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., 65; FOFFANI, *Verso un'armonizzazione europea del diritto penale dell'economia: la genesi di nuovi beni giuridici economici di rango comunitario, il riavvicinamento dei precetti e delle sanzioni*, in GRASSO, PICOTTI, SICURELLA *L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, Milano, 2011, 602.

¹¹ Va specificato, poi, come la Commissione sulle sanzioni nel settore dei servizi finanziari abbia rilevato la necessità di rivedere i poteri sanzionatori così come attualmente regolati al fine di giungere ad una convergenza degli stessi. Sul punto si veda la Comunicazione della predetta Commissione, Riesame dello "*Small Business Act*" per l'Europa, COM(2011) 78 definitivo, 23 febbraio 2011 e la Comunicazione della Commissione Europea "Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari", COM(2010) 716 definitivo, 8 dicembre 2010.

La disciplina – come ad oggi riformata con l'entrata in vigore della Direttiva 2014/57/UE e del Regolamento 2014/596/UE – risulta enucleata su due piani: la Direttiva va ad implementare il settore penale, rimanendo il profilo amministrativo di competenza del Regolamento. I due provvedimenti, quindi, vanno a riallacciarsi tra loro, elemento che ne impone una lettura combinata.

3. La Direttiva 2014/57/UE: profili penali dell'Abuso di informazioni privilegiate.

Con la Direttiva in oggetto si assiste per la prima volta all'elaborazione di regole minime di tutela penale uniformi a livello europeo per i fenomeni di *market abuse*¹². Tale provvedimento si compone di quindici articoli.

La delimitazione dei concetti funzionali alla definizione delle condotte criminali è effettuata attraverso un rinvio espresso ad altre direttive e al correlato Regolamento 2014/596/UE. L'art. 2, n. 4) prevede che per il concetto di informazione privilegiata è necessario far riferimento all'art. 7, § da 1 a 4 del Regolamento. Attraverso tale rinvio questo concetto troverà diretta applicazione negli ordinamenti interni, senza necessità alcuna di recepimento, in forza della caratteristica propria dello strumento regolamentare – c.d. *self-executing*¹³.

3.1. L'illecito penale di Abuso di informazioni privilegiate (art. 3).

La Direttiva in esame descrive in modo molto essenziale l'illecito penale di Abuso di informazioni privilegiate, prefiggendosi il compito di individuare le regole minime per delineare l'ipotesi criminosa.

¹² Deve tenersi presente che la possibilità per l'Unione Europea di porre delle regole unitarie a livello penale trova la sua base normativa nell'art. 83.2 t.f.u.e.. Tale articolo prevede, infatti, la possibilità per l'Unione di predisporre delle Direttive che stabiliscano regole minime di definizione degli illeciti penali e delle sanzioni correlate, qualora tale intervento riguardi un'area di politica europea soggetta a misure di armonizzazione. Ciò non toglie che è consentito agli Stati membri di adottare o mantenere eventuali norme di diritto penale più severe sotto il profilo repressivo rispetto alle regole minime di tutela penale poste dalla Direttiva. Per delle riflessioni in merito alle nuove competenze dell'Unione europea in materia penale, *ex multis*, si rinvia a BERNARDI, *La Competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive*, in www.dirittopenalecontemporaneo.it; GRASSO, *Il Trattato di Lisbona e le nuove competenze penali dell'Unione Europea*, in *Studi in onore di Mario Romano*, IV, Napoli, 2011, 2307; ID., *La Costituzione per l'Europa e le formazione di un diritto penale dell'Unione Europea*, in GRASSO, SICURELLA *Lezioni di diritto penale europeo*, Milano, 2007, 682; ID., *La "competenza penale" dell'Unione europea nel quadro del Trattato di Lisbona*, in GRASSO, PICOTTI, SICURELLA *L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, Milano, 2011, 683; SALCUNI, *L'europeizzazione del diritto penale. Problemi e prospettive*, Milano, 2011, 124; SOTIS, *Il Trattato di Lisbona e le competenze penali dell'Unione Europea*, in *Cass. pen.*, 2010, 1155.

¹³ Si v. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., 429.

L'art. 3 della Direttiva stabilisce che gli Stati membri hanno il compito di reprimere penalmente due tipologie di condotte, "nei casi gravi" e qualora connotate dall'elemento soggettivo del dolo¹⁴. È, quindi, necessario ricostruire la fattispecie per punti.

L'art. 3, § 3, co. 1 indica i soggetti attivi del reato. Il legislatore europeo sembra ricalcare quanto previsto dalla Direttiva 2003/6/CE che prevedeva all'art. 2 i nessi funzionali che consentivano di definire l'area soggettiva di applicabilità del divieto¹⁵.

Un importante elemento innovativo è dato dalla previsione del comma secondo, § 3. Ivi è contemplata una clausola di apertura nella quale sembrano poter rientrare anche i c.d. *insiders* secondari. Si prevede, infatti, che l'art. 3 si debba applicare a coloro che abbiano «ottenuto informazioni privilegiate anche in ragione di circostanze diverse da quelle indicate al primo comma» e siano «a conoscenza del carattere privilegiato di tali informazioni». Nel con-

¹⁴ Oltre alla definizione dell'illecito penale in sé, la Direttiva all'art. 6 stabilisce che l'istigazione, il favoreggiamento, la complicità e il tentativo di commettere il reato delineato all'art. 3 e dall'art. 4 siano puniti a titolo di reato. È indicato, inoltre, che gli Stati membri dovranno adottare le misure necessarie affinché ciò avvenga. Nel nostro ordinamento il tentativo è ammesso in relazione ad entrambe le tipologie di illecito di Abuso di informazioni privilegiate. Nello specifico, per quanto attiene alla fattispecie delittuosa, ai sensi del combinato disposto degli art. 56 c.p. e 184 t.u.f. il nostro sistema giuridico già prevede la repressione del tentativo di *insider trading* a titolo di reato. Sembra, però, che l'intento del legislatore europeo sia quello di dar vita ad una previsione di reato autonomo in relazione al tentativo di Abuso di informazioni privilegiate. In tal caso, è dubbio se dovrebbe ritenersi necessario un intervento normativo del legislatore italiano diretto a recepire tale previsione. Quanto rilevato in relazione al tentativo varrebbe *a fortiori* per le ipotesi di complicità e favoreggiamento. Basti pensare alla possibilità di far ricorso alle norme che disciplinano il concorso di persone nel reato (artt. 110 ss. c.p.) e il favoreggiamento personale (art. 378 c.p.). In relazione all'istigazione, invece, sarà necessario uno specifico intervento del legislatore italiano. Sarà necessario "introdurre una specifica ipotesi di reato, stante [...] la non punibilità, in termini generali, della mera istigazione, ex art. 115 c.p.". Così AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., 431.

¹⁵ Permane anche il riferimento alla figura del c.d. *criminal insider*, introdotta *ex novo* - e oggetto di discussione in dottrina - proprio con la Direttiva del 2003. Sul punto, cfr. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, 2008, 594. L'A. così si esprime: «Come risulta anche dal considerando n. 14 della Direttiva 2003/6/CE, la previsione trova la sua matrice in preoccupazioni legate alla lotta al terrorismo, emerse dopo gli eventi dell'11 settembre 2001: le azioni terroristiche sono idonee, infatti, a provocare modificazioni rilevanti delle quotazioni, generando così informazioni la cui conoscenza anticipata, da parte di chi progetta le azioni stesse, è utilizzabile sul mercato per conseguire profitti e finanziare, quindi, ulteriori attività terroristiche». Ancora, SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, in *Enc. dir.*, Milano, 2008, 7, secondo cui questa disposizione «pare riferirsi innanzitutto alle condotte di *insider trading* compiute dal soggetto che sta predisponendo un attentato terroristico o sta per darvi esecuzione, e che proprio per tale ragione viene a trovarsi in possesso di un'informazione privilegiata afferente l'attività delittuosa. La formula normativa utilizzata consente tuttavia, data la relativa ampiezza, di orientare il raggio applicativo della fattispecie ben al di là della matrice storica poc'anzi richiamata. E così, qualsivoglia condotta integrante un delitto o preparatoria di questo potrà acquisire rilevanza ai fini di essa».

cetto di “circostanze diverse” ben potrebbe rientrare la posizione degli *insiders* secondari.

Tale scelta risulta di particolare rilievo se confrontata con la disciplina italiana adottata alla luce della *MAD*. In sede di recepimento il nostro legislatore aveva espunto dalla soggettività attiva del reato – facendoli rientrare solo in quella dell’illecito amministrativo – proprio gli *insiders* secondari. Ipotizzando, pertanto, una trasposizione del dettato europeo nel nostro ordinamento, si assisterebbe inevitabilmente ad un ritorno all’impostazione vigente con la normativa antecedente al 2005. Si tornerebbe, dunque, ad applicare l’illecito penale sia ad *insiders* primari che ad *insiders* secondari; elemento che comporterebbe una rilevante modifica della disciplina italiana¹⁶.

Quanto all’elemento soggettivo, il riferimento al dolo (contenuto nel citato art. 3, § 1) è chiaro. Ciò non toglie che, come si legge nel considerando introduttivo alla Direttiva, i legislatori nazionali potrebbero reprimere penalmente anche ipotesi colpose. Non bisogna dimenticare, infatti, che quelle dettate dalla Direttiva in esame sono definite “regole minime”.

Per quanto attiene alle condotte, invece, l’art. 3 indica due modalità esecutive: l’abuso di informazioni privilegiate e la raccomandazione o induzione alla commissione di abuso di informazioni privilegiate.

Per capire cosa si intende per “abuso di informazioni privilegiate” è, quindi, necessario guardare ai § 2 e 4 dello stesso art. 3. Il § 2 lo definisce come l’utilizzo delle informazioni per l’acquisto o la cessione di strumenti finanziari sulla base del possesso di un’informazione privilegiata. Il § 4, inoltre, fa rientrare nelle condotte punibili anche l’annullamento o la modifica di un ordine concernente uno strumento finanziario cui l’informazione privilegiata si riferisce. Sotto tale profilo potrebbe ravvisarsi un elemento di novità rispetto al panorama attuale. Nello specifico si andrebbe a punire il comportamento di chi, ad ordine già effettuato, sia venuto a conoscenza di un’informazione privilegiata e, in conseguenza, annulli o modifichi il predetto ordine sulla base di tale informazione. Viene correttamente specificato che l’ordine di acquisto dovrebbe essere stato effettuato prima che il soggetto attivo sia entrato in possesso dell’informazione privilegiata. Solo così, infatti, si può ipotizzare che il

¹⁶ Quanto ai soggetti attivi previsti dalla disciplina attualmente vigente nel nostro ordinamento, si assisterebbe dunque ad un cambiamento radicale. Va ribadito, infatti, come la fattispecie penale di cui all’art. 184 t.u.f. faccia riferimento esclusivamente ai c.d. *insiders* primari. Sul punto si v. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., 430 secondo cui «se l’attuale formulazione della proposta dovesse essere definitivamente approvata parrebbe necessario modificare l’attuale fattispecie di cui all’art. 184 t.u.f. nel senso di attribuire rilevanza penale anche a quei soggetti in relazione ai quali non sia ravvisabile alcun collegamento funzionale tra la posizione occupata, l’attività svolta e l’accesso all’informazione».

possesso dell'informazione privilegiata abbia influito sul processo motivazionale diretto ad annullare o modificare l'ordine effettuato in precedenza.

Tale scelta legislativa appare opportuna sotto il profilo della *ratio* di tutela, dal momento che il disvalore penale ravvisabile in siffatta condotta appare il medesimo che sussiste nella condotta di acquisto di uno strumento finanziario.

Quanto alla raccomandazione/induzione è necessario fare riferimento ai § 6 e 7 dell'art. 3. Vengono richiamate le condotte di abuso e specificato che si avrà raccomandazione o induzione «quando la persona che sfrutta la raccomandazione o l'induzione è a conoscenza del fatto che queste si basano su informazioni privilegiate». Questa specificazione contenuta nel § 7 aggiunge un *quid pluris* alla normativa italiana del 2005. Ad oggi, infatti, l'art. 184 t.u.f. nel delineare alla lett. c) del comma primo la relativa condotta di raccomandazione/induzione non effettua alcun riferimento alla consapevolezza del soggetto che utilizza la raccomandazione o l'induzione.

Quanto, invece, alla condotta di comunicazione di cui all'art. 184, co.1, lett. b) t.u.f., essa viene presa in considerazione dalla Direttiva del 2014 all'art. 4.

Anche per tale ipotesi, è previsto che la condotta rilevi a fini penali «almeno nei casi gravi e se commessa con dolo». Il § 2 dell'art. 4 definisce, poi, il concetto di comunicazione illecita come «la condotta con la quale una persona in possesso di informazioni privilegiate comunica tali informazioni ad altra persona». Anche in questo caso, come nella normativa italiana vigente, viene riconosciuta la causa di giustificazione data dall'esercizio delle funzioni lavorativo-professionali. Pertanto, qualora la comunicazione dovesse avvenire all'interno dello svolgimento dell'attività lavorativa sarebbe giustificata dall'ordinamento, così come a tutt'oggi avviene¹⁷.

Il § 4 dell'art. 4 si occupa del rapporto fra la condotta di comunicazione e quella di raccomandazione/induzione. Viene specificato che la raccomandazione/induzione costituisce comunicazione illecita ove chi raccomanda o induce «è a conoscenza del fatto che la raccomandazione o l'induzione si basano su informazioni privilegiate».

Da quanto detto è chiaro che la Direttiva in esame non apporterà modifiche di sistema alla normativa vigente nel nostro ordinamento. Sul punto va ribadito che l'importanza del provvedimento in oggetto è dato dal fatto che si rivolge a tutti gli Stati europei imponendo di disciplinare penalmente le condotte

¹⁷ Alla luce dell'attuale disciplina italiana, alla condotta di *tipping* viene affiancato un elemento che assume il ruolo di causa di giustificazione: è previsto che la comunicazione non sia punita se rientra nello svolgimento dell'attività professionale o, meglio, se viene effettuata all'interno del «normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio». Si cfr. GIANESINI, voce *Abuso di informazioni privilegiate*, cit., 2854 ss.; NAPOLEONI, *Insider trading*, cit., 598 ss..

ivi indicate, sul presupposto che non tutti gli ordinamenti nazionali ad oggi conoscono una repressione del fenomeno di impronta penale.

3.2. Responsabilità da reato delle persone giuridiche.

La Direttiva effettua anche un riferimento alla responsabilità delle persone giuridiche per i fatti di *insider trading*, trattandone agli artt. 8 e 9.

L'art. 8 configura la responsabilità da reato in capo alle persone giuridiche, richiamando alla mente del giurista italiano la disciplina dettata dal d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231. Attualmente tale decreto all'art. 25-sexies commina la responsabilità dell'ente in relazione alla fattispecie di Abuso di informazioni privilegiate così come disciplinata nel t.u.f.¹⁸; schema che sembra essere richiamato dall'art. 8 della Direttiva in esame.

È necessario, però, rilevare una possibile differenza rispetto all'assetto normativo ad oggi vigente nel nostro ordinamento. Il § 1 dell'art. 8, infatti, fa riferimento ad ipotesi di responsabilità della persona giuridica nel caso in cui il reato sia stato commesso a vantaggio di quest'ultima.

Il riferimento al criterio del vantaggio diventerà *condicio sine qua non* per la punibilità dell'ente. Stante questa disposizione, il coinvolgimento dell'ente stesso non potrebbe che sussistere solo in caso di effettivo conseguimento di un vantaggio, inteso come oggettiva realizzazione del risultato perseguito dal soggetto agente persona fisica¹⁹.

A tal proposito è necessario, però, ribadire che la Direttiva in esame ha come obiettivo quello di porre solo le regole minime per la repressione del fenomeno di *insider trading* e che si rivolge a tutti gli Stati membri.

Per quanto riguarda il panorama italiano, il d.lgs. n. 231 del 2001 già stabilisce che l'ente sia ritenuto responsabile ove il fatto illecito sia stato commesso nell'interesse o a vantaggio dell'ente medesimo²⁰. Il fatto che la nostra norma-

¹⁸ In merito alla disciplina prevista dal d.lgs. 231/2001 relativamente alla fattispecie di Abuso di informazioni privilegiate, si v. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., 335 ss.; BARTOLOMUCCI, *Market abuse e la responsabilità amministrativa degli emittenti*, in *Le Società*, 2005, 923; COLONNA, ROMOLITTI, *Il recepimento della direttiva Market Abuse e l'adeguamento dei modelli organizzativi per la prevenzione dei reati*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, 33; IELO, *Market Abuse e compliance programs ex d. lgs. 231/2001*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, 15; MALVASI, *Il market abuse: illeciti e procedure finalizzati alla loro prevenzione nel modello organizzativo ex d. lgs. 231/2001*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2009, 1, 125; RONDINELLI, *Art. 187-quinquies, 25-sexies*, in *La disciplina degli abusi di mercato*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2007, 1111; ROSSI, *Market abuse e insider trading: l'apparato sanzionatorio*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, 83; ZANALDA, *Riflessioni sulla nuova figura di responsabilità prevista dall'art. 187-quinquies Tuf*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, 106.

¹⁹ Così anche AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., 431.

²⁰ In relazione ai criteri oggettivi di attribuzione della responsabilità all'ente ai sensi del d. lgs. 231/2001, si v. in via generale per la manualistica AMBROSETTI, MEZZETTI, RONCO, *Diritto penale dell'impresa*,

tiva interna richieda, oltre al criterio del vantaggio, anche quello dell'interesse non costituisce certo un'endiadi, trattandosi semmai di una scelta maggiormente efficace sotto il profilo repressivo.

Quindi, dal momento che la Direttiva in esame ha introdotto solo il criterio del vantaggio, non sembra essere necessario alcun intervento da parte del nostro legislatore.

Quanto ai criteri di collegamento che delimitano il novero di persone fisiche che, commettendo uno dei reati di cui agli artt. da 3 a 6 della Direttiva, potrebbero far sorgere la responsabilità in capo alla persona giuridica, non sussistono rilevanti differenze rispetto a quanto ad oggi vigente nel nostro ordinamento. Innanzitutto, il legislatore europeo specifica che la posizione di preminenza della persona fisica può essere individuale o derivare dall'appartenenza ad un organo della persona giuridica. Sono dati tre criteri che consentono di delineare tale rapporto. La posizione di preminenza può, in altri termini, derivare dal potere di rappresentanza (lett. a), § 1), dal potere di prendere decisioni per conto della persona giuridica (lett. b), § 1) e dall'esercizio del controllo all'interno della persona giuridica (lett. c), § 1). Il § 2 dell'art. 8 individua, poi, le ipotesi di responsabilità da reato commesso da soggetti sottoposti. Le persone giuridiche risponderanno dell'illecito nel caso in cui esso sia stato commesso da un soggetto sottoposto all'autorità di uno dei soggetti di cui al § 1, in caso di carenza di sorveglianza o controllo da parte di quest'ultimo.

Il § 3 dell'art. 8 effettua una precisazione relativa alla responsabilità delle persone fisiche autrici del fatto di reato: la responsabilità delle persone giuridiche non esclude la rispettiva responsabilità della persona fisica. Anche sotto questo profilo sembra ravvisarsi una similitudine con la struttura del d.lgs. 231/2001 (art. 8), ove è prevista la sussistenza di due binari autonomi di responsabilità rispettivamente per l'ente e per la persona fisica ad esso collegata. Un elemento di novità è dato dall'art. 9 della Direttiva, il quale si occupa delle sanzioni previste per le persone giuridiche. Il legislatore europeo stabilisce che debbano essere adottate misure «effettive, proporzionate e dissuasive», di natura penale o non. La novità sta nel fatto che possono essere previste nuove tipologie di sanzioni, come ad esempio la chiusura temporanea o permanente dei locali usati per commettere il reato.

Da quanto detto appare chiaro come quanto previsto dal legislatore europeo sia già oggetto – seppur con le precisazioni effettuate – di specifica disciplina

cit., 57 ss.; più specificamente, tratta dei predetti criteri distintivi SELVAGGI, *L'interesse dell'ente collettivo quale criterio di ascrizione della responsabilità da reato*, Napoli, 2006.

nell'ordinamento italiano. Le regole minime predisposte dalla Direttiva in commento sembrano trovare soddisfacente recepimento nel nostro sistema giuridico. Questo sulla base di un'interpretazione dell'art. 8 della *MAD II* aderente al dato letterale, cosa che consentirebbe un eventuale recepimento dello stesso anche nell'ordinamento italiano. Pare, infatti, potersi escludere ad una prima lettura del provvedimento che sia comminata una responsabilità di tipo penale per la persona giuridica. Si parla semplicemente di responsabilità da reato.

Ove, invece, le parole del legislatore europeo dovessero essere intese come dirette ad introdurre una responsabilità di natura penale per l'ente, potrebbero sorgere dei problemi di recepimento della Direttiva stessa nel nostro ordinamento. È ben noto, infatti, come molte siano le resistenze alla regolamentazione a chiare lettere di una responsabilità penale delle persone giuridiche²¹.

4. Il completamento della disciplina in materia di *market abuse*: il Regolamento 2014/596/UE.

Come illustrato, la citata Direttiva del 2014 si connota per avere ad oggetto i profili penali e sanzionatori delle fattispecie di Abuso di mercato. Il Regolamento, invece, si caratterizza per abbracciare in modo più ampio tutte le problematiche sottese a tali fenomeni. All'interno dello stesso, infatti, sono previste delle innovazioni normative relative non solo agli illeciti amministrativi di *market abuse*, ma anche alla struttura dei mercati, alle tipologie di negoziazioni e di strumenti finanziari²².

Si tratterà ora del concetto di informazione privilegiata e della disciplina inerente all'illecito amministrativo di *insider trading*, così come previsti nel Regolamento 2014/596/UE.

4.1. Il concetto di informazione privilegiata.

Il concetto di informazioni privilegiate trova definizione all'art. 7 del Regolamento. Tale articolo alla lett. a) prevede che debba intendersi per informazione privilegiata ogni informazione dal carattere preciso, non ancora resa pubblica, inerente un'emittente strumenti finanziari o strumenti finanziari,

²¹ Tale dato trova conferma nell'aperta *querelle* dottrinale sulla natura della responsabilità degli enti di cui al d. lgs. 231/2001. Sul punto si rinvia, su tutti, ad AMBROSETTI, MEZZETTI, RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., 46 ss.

²² Il Regolamento, a differenza della Direttiva, abbraccia una serie molto ampia di problematiche. Si è scelto, qui, di trattare solo quelle che riguardano più da vicino l'*insider trading*. Per una panoramica completa della questione si v. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., 57 ss.

che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sul prezzo degli strumenti finanziari cui si riferisce.

Appare chiaramente che il legislatore europeo non si è discostato di molto rispetto a quanto indicato dalla Direttiva del 2003. Da ciò ne deriva che i riferimenti principali contenuti in tale definizione sono pressoché identici a quelli già dettati dal nostro art. 181 t.u.f. in recepimento della *MAD*.

L'assonanza con la disciplina italiana si ritrova anche ai successivi § 2 e 4 dell'art. 7. Vengono definiti, rispettivamente, il carattere preciso dell'informazione privilegiata e la c.d. *price sensitivity*, ricalcando la normativa attualmente vigente nel nostro ordinamento.

Conclusivamente, è d'obbligo evidenziare che il *MAR* non è intervenuto apportando alcuna modifica in relazione ai concetti di *price sensitivity* e investitore ragionevole. Già l'art. 6 della proposta di Regolamento era stato criticato in punto di determinatezza²³, proprio per non aver risolto le problematiche a ciò connesse. Il legislatore europeo ha così perso una preziosa occasione per risolvere un'evidente "lacuna" in materia, non prestando la dovuta attenzione alle critiche riproposte nel corso degli anni dalla dottrina e dalla giurisprudenza italiane (e non solo).

Per altro, è di estremo rilievo che tale definizione sia contenuta nel Regolamento. Questo, infatti, esclude che il legislatore interno abbia margini di intervento per adeguare il parametro normativo²⁴. Rimarrà, pertanto, la criticità derivante dalla difficoltà di rispettare il principio di determinatezza in relazione alle predette nozioni mutate, come noto, da ordinamenti di *Common law*, quali quello statunitense e quello anglosassone. Sarà così ancora rimesso alla giurisprudenza il compito di sanare in via applicativa tali aspetti problematici.

4.2. L'illecito amministrativo di Abuso di informazioni privilegiate.

Il Regolamento tratta dell'Abuso di informazioni privilegiate all'art. 8 e della Comunicazione illecita di informazioni privilegiate all'art. 10. Come già detto in merito all'illecito penale, la dicitura utilizzata dal legislatore europeo non deve trarre in inganno: quella che viene indicata come "Comunicazione illecita", altro non è che la condotta di *tipping*, già nota anche in ambito italiano.

²³ Su tutti è possibile far riferimento ai rilievi critici mossi dal Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE) nel suo parere n. 2011/0295, 2.

²⁴ Quanto alla nozione di informazione privilegiata, «sono numerosi i dubbi interpretativi suscitati dall'attuale definizione fornita dalla direttiva 2003/6/CE. Tuttavia, il futuro regolamento non sembra discostarsi dall'attuale formulazione del concetto». Così AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., 60-428. Cfr. SEMINARA, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen. proc.*, 2009, 272.

In merito ai soggetti attivi, non sussistono differenze rispetto a quanto delineato dall'art. 3 della Direttiva 2014/57/UE: vengono riproposte tutte le categorie già note all'ordinamento italiano, comprese quella degli *insiders* secondari e del *criminal insider*.

A differenza di quanto previsto dalla Direttiva, in merito all'illecito amministrativo il legislatore europeo non fornisce indicazioni sull'elemento soggettivo. Sarà rimessa, quindi, agli Stati membri la scelta in tal senso.

Per quanto attiene alle modalità esecutive dell'illecito, invece, il § 1 dell'art. 8 delinea la condotta principe di *insider trading*. Oltre a quanto già noto, si fa riferimento anche all'annullamento e alla modifica di un ordine inoltrato prima di essere entrati nel possesso dell'informazione privilegiata: previsione che sembra costituire una novità, come già detto trattando del divieto penale contenuto nella Direttiva. Anche il § 2 del medesimo articolo, nel definire la condotta di raccomandazione, ricalca quanto previsto per l'illecito penale.

Nel caso in cui soggetto attivo dell'illecito sia una persona giuridica, ne risponderanno anche le persone fisiche che hanno concorso alla formazione della decisione di acquisto o cessione da parte della persona fisica (§ 5, art. 8). L'art. 10 delinea l'ipotesi di Comunicazione illecita di informazioni privilegiate, richiamando la disciplina dettata dalla Direttiva suddetta.

Quanto dettato dal Regolamento risulta, quindi, molto in linea con ciò che è ad oggi previsto dal nostro ordinamento. Appare evidente, però, che il legislatore europeo – contrariamente a quanto auspicato – ha ridotto ancor più gli elementi di differenziazione fra l'illecito penale e quello amministrativo.

5. Conclusioni: risultati raggiunti e opportunità mancate.

Dopo aver ricostruito la disciplina contenuta nei provvedimenti in esame per quanto attiene ai profili repressivi, è d'obbligo valutare quelle che potrebbero essere le modifiche da apportare al sistema italiano in ossequio agli obblighi di recepimento.

La modifica più rilevante riguarderebbe senza dubbio la soggettività attiva del reato di abuso di informazioni privilegiate. Si è già avuto modo di precisare come la Direttiva contenga una clausola di apertura che impone di applicare le norme minime di carattere penale a «chiunque abbia ottenuto informazioni privilegiate» e sia a conoscenza del carattere privilegiato delle informazioni stesse. Ciò comporterebbe la riscrittura dell'art. 184 t.u.f., con un conseguente notevole ampliamento dei possibili soggetti attivi. Ampliamento che vedrebbe nuovamente reinseriti nell'area penalmente rilevante gli *insiders* secondari, così come previsto prima della riforma del 2005.

A tal proposito, va effettuata una riflessione ulteriore. Sulla base della disciplina dettata dal t.u.f. del 1998 le due predette categorie di *insiders* erano assoggettate allo stesso trattamento sanzionatorio; elemento non particolarmente coerente con il principio di offensività. Ben diverso, infatti, risulta il disvalore penale della condotta di un soggetto ai vertici societari piuttosto che quello di chi agisce sulla base di un'informazione privilegiata della quale è venuto a conoscenza non necessariamente in forza della sua posizione lavorativa.

Attualmente, una piena equiparazione sul punto risulterebbe ancor più iniqua stante il draconiano trattamento sanzionatorio di cui all'art. 184 t.u.f. Si auspica, quindi, che in sede di recepimento della *MAD II* il legislatore italiano tenga a mente tale elemento e contempi un trattamento sanzionatorio più mite almeno per gli *insiders* secondari.

Altra modifica introdotta dalla Direttiva in commento riguarda la condotta di raccomandazione/induzione. Come suddetto, da un lato, viene richiesto un elemento finora non previsto, ossia la conoscenza in capo a chi sfrutta la raccomandazione/induzione che questa si basi su informazioni privilegiate. Sembra, quindi, che la volontà del legislatore europeo sia quella di introdurre un correttivo per delimitare le ipotesi di *insider trading* ritenute più gravi.

In un'ottica critica ciò non toglie che la condotta di raccomandazione/induzione ponga di per sé problemi in relazione al principio di offensività. Si tratta, infatti, di una condotta connotata da una rilevanza penale minima, dove la lesione del bene giuridico tutelato è davvero irrisoria. La problematica, per altro, è accentuata dall'assenza di qualsiasi distinzione sotto il profilo sanzionatorio.

Sarebbe forse stato più opportuno eliminare tale modalità esecutiva da quelle che integrano l'illecito di Abuso di informazioni privilegiate, o tutt'al più configurarla come mero illecito amministrativo.

Da un altro lato, viene eliminata la possibilità che la condotta di raccomandazione/induzione concorra con quella di comunicazione illecita. Come già detto in precedenza, sarà integrata solo l'ipotesi di comunicazione illecita quando chi raccomanda o induce è a conoscenza del fatto che la sua stessa condotta si basa su informazioni privilegiate.

Inoltre, è necessario effettuare delle considerazioni sulle conseguenze che i provvedimenti in esame produrrebbero in merito al rapporto fra illecito penale e amministrativo. È noto, infatti, come la dottrina italiana abbia da tempo rilevato la criticità di questo rapporto. Nel nostro ordinamento le distinzioni che possono rinvenirsi fra illecito penale e amministrativo sono date solo dagli *insiders* secondari e dall'elemento colposo contemplati nell'art. 187-*bis*

t.u.f. Con gli ultimi interventi del legislatore europeo sembra che la sovrapposibilità dei due illeciti sia stata paradossalmente accentuata.

Come più volte ribadito, la Direttiva è intervenuta in punto di soggetti attivi. Tale modifica, con l'inserimento della clausola di apertura, comporterebbe il reinserimento degli *insiders* secondari fra i soggetti attivi dell'illecito penale. Verrebbe così rimosso un elemento di differenziazione ad oggi esistente: gli *insiders* secondari tornerebbero a far parte dei soggetti attivi anche della fattispecie ex art. 184 t.u.f. e non più solo dell'illecito amministrativo.

È evidente come si sia persa un'importante occasione per risolvere tale problematica di non poco rilievo. Si continueranno così ad avere due illeciti fra loro quasi perfettamente speculari: soggetti attivi e condotte, infatti, risulteranno ancora i medesimi.

L'analisi sin qui svolta dimostra come gli sforzi del legislatore europeo, seppur apprezzabili sotto alcuni profili, non possano meritare una condivisione assoluta. Gli interventi in commento, pur introducendo delle novità di rilievo, lasciano irrisolte altre questioni che avrebbero meritato maggior attenzione.

Si è già detto, infatti, come i provvedimenti in esame non siano intervenuti in relazione alla tanto discussa nozione di informazione privilegiata e al rapporto fra illecito penale e amministrativo. Gli stessi problemi noti all'interprete odierno continueranno, quindi, ad accompagnarci anche *pro futuro*.

Altre notazioni critiche attengono al profilo sanzionatorio.

In primis, la scelta di non introdurre una distinzione netta quanto a condotte fra illecito amministrativo e penale costituisce un'occasione mancata per risolvere e superare il tanto criticato cumulo sanzionatorio²⁵. Tale problematica, per altro, risulta essere strettamente connessa con il rispetto del principio del *ne bis in idem*, posto che in relazione ad uno stesso fatto potrebbero attivarsi contemporaneamente due risposte sanzionatorie: quella penale e quella amministrativa.

Le notazioni critiche sul punto sono provenute anche dalla Corte e. d. u. che ha ravvisato una violazione del principio di *ne bis in idem* di cui all'articolo 4, prot. 7 Convenzione dei diritti fondamentali nell'avvio di un procedimento penale per una condotta che abbia già costituito oggetto di sanzione amministrativa²⁶.

²⁵ In merito si esprime in senso critico AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., 432. L'A. evidenzia come il problema del cumulo sanzionatorio sia strettamente connesso anche a quello del *ne bis in idem*. Ad oggi, infatti, in relazione ad un medesimo fatto potrebbero attivarsi entrambe le risposte sanzionatorie – penale e amministrativa. Sarebbe, quindi, opportuno “ripristinare la naturale sussidiarietà della risposta sanzionatoria penale rispetto a quella meramente amministrativa”.

²⁶ Così Corte eur. dir. uomo, Sez. XII, Grande Stevens e altri c. Italia, 4 marzo 2014. La conclusione

Per altro, non sembra a tal fine adeguato nemmeno quanto emerge dalla lettura combinata dei provvedimenti di riforma. L'aver indicato lo strumento penale come quello dedicato alle ipotesi maggiormente lesive e gravi non costituisce di certo una novità, quanto meno per l'ordinamento italiano. Sembra, quindi, che tale criticità persisterà e che il giurista dovrà continuare ad avere a che fare con il doppio binario sanzionatorio ad oggi tanto discusso.

Inoltre, i criteri indicati appaiono poco soddisfacenti anche per risolvere un altro problema di matrice italiana: i tetti edittali troppo elevati. La mera indicazione all'art. 7 della *MAD II* del limite minimo della durata massima della reclusione si teme che non produrrà la rimodulazione verso il basso del trattamento sanzionatorio, essendo di molto inferiore a quello ad oggi indicato dall'art. 184 t.u.f.

È evidente come l'indicazione dei criteri minimi non contribuirà a raggiungere appieno il risultato dell'omogeneità sotto tale profilo. Sarebbe stato forse più coerente con la tanto caldeggiata esigenza di uniformità sistematica intervenire in modo più efficace su tale aspetto. Il *quantum* sanzionatorio potrebbe, infatti, ben costituire un motivo di diffusione della pratica del *forum shopping*, elemento che si voleva contrastare con questi nuovi provvedimenti. Conclusivamente, emerge con chiarezza che i provvedimenti esaminati, se letti in prospettiva europea contengono sicuramente degli elementi innovativi. Basti pensare al fatto che la *MAD II* costituisce un importante punto di partenza in relazione all'obiettivo dell'omogeneità della disciplina di settore fra Stati membri. È proprio grazie a tale intervento, infatti, che per la prima volta si assisterà all'utilizzo generalizzato dello strumento penale in merito alla repressione dei fenomeni di *market abuse*. Essa, però, costituirà solo un punto di partenza.

Quanto ai ben noti problemi del nostro ordinamento, essi non verranno risolti – se non solo parzialmente – nemmeno con l'adozione dei provvedimenti in commento. È, quindi, evidente che in un panorama così variegato di criticità come quello dei reati finanziari la rilevanza dei problemi descritti verrà solo attenuata, senza portare a dei risultati pienamente soddisfacenti.

Il legislatore europeo ha mancato l'obiettivo di ridisegnare un quadro normativo in modo lineare e adeguato alle esigenze di tutti gli Stati membri, disattendendo le aspettative di riforma evidenziate da dottrina e giurisprudenza.

alla quale è giunta la giurisprudenza di Strasburgo si basa sull'assunto che le sanzioni amministrative contro i comportamenti abusivi commessi all'interno dei mercati finanziari sono suscettibili di essere qualificate come sanzioni penali alla luce della predetta Convenzione.