

**GIACOMO GIORGINI PIGNATIELLO**

## **Regno Unito e Italia: qualche riflessione sul *ne bis in idem* sostanziale in materia di manipolazione del mercato**

Nel Marzo 2014, con la sentenza *Grande Stevens et al. c. Italia*, la Corte EDU censurava il c.d. “doppio binario” sanzionatorio in materia di manipolazione di mercato (artt. 185 e 187-ter, d.lgs. 58/1998), per violazione dell’art. 4, Prot. Add. VII C.E.D.U., noto come “*Ne bis in idem* sostanziale”. Incurante delle sollecitazioni di dottrina, giurisprudenza ed uffici legislativi consultivi, il legislatore italiano persisteva nell’inosservanza dei doveri derivanti dalla sua appartenenza all’ordinamento C.E.D.U. Al contrario, il Regno Unito, dimostrandosi attento conoscitore della giurisprudenza EDU consolidatasi sul punto, ha accuratamente evitato l’instaurarsi di ipotesi di *bis in idem* sostanziale, nella disciplina degli abusi di mercato. Da qui, l’idea di un confronto tra i due ordinamenti per proporre qualche riflessione su una questione ancora irrisolta.

*In March 2014, the ECtHR deliberated in Grande Stevens et al. v. Italy, that the “double track” system of sanctions, adopted in the Italian market manipulation legal discipline (art. 185 and 187-ter, d.lgs. 58/1998), violated the art. 4 of Prot. No. 7 to the E.C.H.R., also known as “conventional ne bis in idem”. Notwithstanding solicitations coming from legal scholarships, courts and advisory law offices, the Italian legislator continued to neglect its obligations deriving from E.C.H.R. membership. By contrast, the United Kingdom, aware of ECtHR’s case-law, carefully avoided cases of substantial bis in idem in the U.K. market abuse discipline. This explains why comparing the Italian and U.K. legal frameworks, which in the focus of the present work, will bring about new insight on this still unresolved issue.*

**SOMMARIO:** 1. Il caso *Grande Stevens et al. c. Italia* e il suo impatto sull’ordinamento italiano - 2. La disciplina della manipolazione di mercato in Italia - 3. La tutela del *ne bis in idem* sostanziale in materia di manipolazione di mercato in Italia - 4. La disciplina della manipolazione di mercato nel Regno Unito - 5. La tutela del *ne bis in idem* sostanziale in materia di manipolazione di mercato nel Regno Unito - 6. Considerazioni finali.

### **1. Il caso Grande Stevens et al. c. Italia e il suo impatto sull’ordinamento italiano.**

Nel Marzo 2014, la seconda sezione della Corte europea dei diritti dell’uomo (Corte EDU), con la sentenza *Grande Stevens et al. c. Italia*<sup>1</sup>, censurava la disciplina sanzionatoria italiana prevista per le condotte di manipolazione di mercato, di cui agli artt. 185 e 187-ter, d.lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza-T.U.F.)<sup>2</sup>. Si assumeva, infatti, la violazione dell’art. 4, Prot. Add. VII,

---

<sup>1</sup>Corte EDU, *Grande Stevens e Altri c. Italia*, Ricorso n. 18640/10, 4 Aprile 2014.

<sup>2</sup>Per una panoramica sul punto *Cfr.*: VENTORUZZO, *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e Altri c. Italia*, in *Riv. Soc.*, 2014, 704 ss.; ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell’Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. Comm.*, I, 2014, 855 ss.; ZAGREBELSKY, *Le sanzioni Consob, l’equo processo e il ne bis in idem nella CEDU*, in *Giur. It.*, 2014, 1196 ss.; DI PAOLA, Nota a sentenza, *Gli “attesi” effetti della*

C.E.D.U., in vigore in Italia dal 1990, noto anche come *Ne bis in idem* sostanziale. La peculiarità di questo *parametro di convenzionalità* deriva dal fatto che, la Corte EDU, depositaria di una cultura giuridica che postula l'universalità dei diritti fondamentali dell'uomo, nella propria opera espansiva del *flou du droit*<sup>2</sup>, non poteva che dotarsi di una strumentazione che le consentisse di smascherare eventuali «frodi delle etichette»<sup>3</sup>, poste in essere dai legislatori nazionali, al fine di individuare correttamente quando sussista un'accusa in materia penale, così da poter assicurare all'imputato quel nucleo di garanzie minime necessarie, proprie di uno Stato di diritto. Ecco perché si sottolinea la vocazione “sostanziale” del diritto convenzionale al *ne bis in idem*, cristallizzato ed attuato da una costante giurisprudenza della Corte EDU<sup>4</sup>, che già a partire dal lontano 1976, con la pronuncia *Engel et al. c. Paesi Bassi*<sup>5</sup>, formulò tre criteri alternativi attraverso i quali accertare la natura essenzialmente penale di un illecito: qualificazione giuridica formale nel diritto

---

sentenza “Grande Stevens”: sistema sanzionatorio degli abusi di mercato, “ne bis in idem” e dubbi di legittimità costituzionale, in *For. It.*, 2015, II, c. 160; SCOLETTA, *Il doppio binario sanzionatorio del market abuse al cospetto della Corte Costituzionale per violazione del diritto fondamentale al ne bis in idem*, in [www.dirittopenalecontemporaneo.it](http://www.dirittopenalecontemporaneo.it), 17 Novembre 2014. Più recentemente sul punto: BONTEMPELLI, *Ne bis in idem e legalità penale nel processo per gli abusi di mercato*, in *Archivio Penale*, fasc. 2, 2016, 389-406; MANACORDA, *Equazioni complesse: il ne bis in idem “ancipite” sul “doppio binario” per gli abusi di mercato al vaglio della giurisprudenza*, in *Dir. pen. proc.*, fasc. 4, 2017, 514-521; CORSO, *Prospettive evolutive del ne bis in idem*, in *Archivio Penale*, fasc. 1, 2017, 13-27; RANALDI, GAITO, *Introduzione allo studio dei rapporti tra ne bis in idem sostanziale e processuale*, in *Archivio Penale*, fasc. 1, 2017, 103-130; RUGGIERO, *Il ne bis in idem: un principio in cerca di un centro di gravità permanente*, in *Cass. Pen.*, fasc. 10, 2017, 3809-3841.

<sup>2</sup>DELMAS-MARTY, *Le flou du droit. Du Code pénal aux droits de l'homme*, Paris, 2004, 388 tradotto in Italia da PALAZZO, *Dal Codice Penale ai Diritti dell'Uomo*, Milano, 1992, 320; NICOSIA, *Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo e Diritto Penale*, Torino, 2006, 392; BERNARDI, *L'europizzazione del diritto e della scienza penale*, Torino, 2004, 108; DONINI, *Il volto attuale dell'illecito penale. La democrazia penale tra differenziazione e sussidiarietà*, Milano, 2004, 382; DI GIOVINE, *Il principio di legalità tra diritto nazionale e diritto convenzionale*, in *Scritti in onore di Mario Romano*, Vol. IV, Napoli, 2011, 2197-2280; *Idem*, *L'interpretazione nel diritto penale tra creatività e vincolo alla legge*, Milano, 2006, 316; *Idem*, *Come la legalità europea sta riscrivendo quella nazionale. Dal primato delle leggi a quello dell'interpretazione*, in *Riv. Trim. Dir. Pen. Cont.*, fasc. 1, 2013, 159-181.

<sup>3</sup>V. MANES, *Il giudice nel labirinto. Profili di intersezione tra diritto penale e fonti sovranazionali*, Roma, 2013, 199.

<sup>4</sup>Corte EDU, *Engel and Others v. The Netherlands*, Ricorsi nn. 5100/71, 5101/71, 5102/71, 5354/72, 5370/72, 8 Giugno 1976; *Öztürk c Germania*, Ricorso n. 8544/79, 21 Febbraio 1984, con nota di PALIERO, “Materia penale” e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo: una questione “classica” ad una svolta radicale, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1985, 894 ss.; *Bendenoun c. Francia*, Ricorso n. 12547/86, 24 Febbraio 1994; *Jussila c. Finlandia*, Ricorso n. 73053/01, 23 Novembre 2006; *Zolotukhin c. Russia*, Ricorso n. 14939/03, 10 Febbraio 2009; *Nykänen c. Finlandia*, Ricorso n. 11828/11, 20 Maggio 2014.

<sup>5</sup>Corte EDU, *Engel and Others v. The Netherlands*, Ricorsi nn. 5100/71, 5101/71, 5102/71, 5354/72, 5370/72, 8 Giugno 1976.

to nazionale, natura della sanzione, natura e grado della misura adottata. Non di meno, anche in *Grande Stevens et al. c. Italia*, al di là della formale qualificazione datane dall'ordinamento domestico, la sanzione amministrativa, di cui all'art. 187-ter T.U.F., venne giudicata sostanzialmente penale, perché caratterizzata da un elevato grado di afflittività, tenuto conto dell'incidenza della sanzione pecuniaria sul patrimonio dei ricorrenti e dell'interdizione dagli uffici direttivi, delle persone giuridiche o delle imprese (187-*quater* T.U.F.), intesa come sopraggiunta incapacità di poter svolgere il proprio lavoro, fonte primaria di sostentamento. Di conseguenza, si accertava che lo stesso soggetto veniva processato e punito due volte (*ex art.* 185 ed *ex art.* 187-ter T.U.F.), per lo stesso fatto.

Nello stesso *dictum*, si coglie anche una più generale volontà della Corte EDU, in continuità con la propria tradizione giurisprudenziale, di stigmatizzare un *modello sanzionatorio* diffuso oggi nei principali ordinamenti europei, che coniuga la riprovazione sociale scaturente dalla sanzione penale, con l'efficienza tipica di una sanzione, formalmente amministrativa/disciplinare, ma sostanzialmente penale, prevedendo l'applicazione di entrambe nei confronti di una stessa persona, per uno stesso fatto. Da qui l'espressione «doppio binario sanzionatorio»<sup>7</sup>, coniata per individuare un «sistema ipermuscolare ed efficientista»<sup>8</sup>, che rinviene, nell'apparato normativo per la prevenzione e la repressione degli abusi di mercato, solo una delle sue molteplici declinazioni.

Concentrando l'analisi sul caso in esame, l'odierno quadro legislativo di riferimento rappresenta il risultato di politiche del diritto, elaborate e promosse dalla Commissione europea su impulso dell'Ecofin, volte a riaffermare la trasparenza e l'affidabilità dei mercati finanziari dell'Eurozona, in risposta alla crisi economica mondiale dilagata nel 2008<sup>9</sup>. Tali obiettivi vennero perseguiti a livello istituzionale dall'azione congiunta di Parlamento e Commissione europei, coadiuvati dalle Commissioni di studio *Lamfalussy* (2001)<sup>10</sup> e *De Laro-*

<sup>7</sup>D'ALESSANDRO, *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, in *Dir. pen. proc.*, fasc. 5, 2014, 614 ss.

<sup>8</sup>FLICK -NAPOLEONI, *A un anno di distanza dall'affaire Grande Stevens: dal bis in idem all'e pluribus unum?*, in *www.rivistaaic.it, Rivista* n. 3, 2015.

<sup>9</sup>RYDER, TURKSEN, TUCKER, *The Financial Crisis and White Collar Crime- Legislative and Policy Responses*, London, 2017, 374; RYDER, *The financial crisis and white collar crime: the perfect storm?*, Celtenham, 2014, 352; RYDER, TURKSEN, HASSLER, *Fighting Financial Crime in the Global Economic Crisis (The Law of Financial Crime)*, London, 2014, 250; GREEN, PENTECOST, WEYMAN-JONES, *The Financial Crisis and the Regulation of Finance*, Celtenham, 2011, 296; AVGOULEAS, "Governance of Global Financial Markets", Cambridge, 2012, 477.

<sup>10</sup>MAES, *Alexandre Lamfalussy and the origins of the BIS macro-prudential approach to financial stability*, in *PSL Quarterly Review*, Vol. 63, n. 254, 2010, 265-292; DE VISSCHER, MAISCOCQ, VARONE, *The*

sière (2009)<sup>11</sup>, che portarono all'adozione della *Market Abuse Directive (MAD) I* (2003/6/CE) e *II* (2014/57/EU), nonché della *Market Abuse Regulation (MAR-596/2014)*, a cui tutti gli Stati membri hanno diligentemente dato esecuzione. In particolare, nell'arco temporale di una decina di anni intercorsi tra la I e la II direttiva, il legislatore europeo, forte del Trattato di Lisbona (2009)<sup>12</sup>, operò una progressiva criminalizzazione degli illeciti di mercato. Ciò avvenne elevando il c.d. «diritto penale *eurounitario*»<sup>13</sup> a baluardo nella lotta agli abusi di mercato, destinando invece la tradizionale potestà sanzionatoria amministrativa dell'Unione ad una funzione sussidiaria.

Nonostante tuttavia la chiarezza con la quale il dispositivo della sentenza *Grande Stevens* condannava il doppio binario sanzionatorio italiano, per violazione del “Diritto a non essere puniti o processati due volte”, il legislatore nazionale non provvedeva ad apportare le modifiche necessarie per ripristinare la conformità dell'ordinamento interno a quello della C.E.D.U. Così, al di là della pietra tombale con la quale la Corte di Cassazione dichiarò l'avvenuta prescrizione dei reati contestati<sup>14</sup>, privando gli imputati della possibilità di ottenere una piena assoluzione, si diede vita ad una diffusa incertezza circa la reale legittimità della disciplina vigente, la quale, condannata apertamente a Strasburgo, ma, ancora valida a tutti gli effetti in Italia, espone il nostro Paese al pericolo di una condanna per il mancato adeguamento alla decisione della Corte EDU (*Broniowski c. Polonia*, 2004<sup>15</sup>). Nell'inerzia del legislatore, dottrina e giurisprudenza, alla ricerca di una possibile soluzione, svilupparono una molteplicità di orientamenti contrastanti: vi è infatti chi ha prospettato di sollevare questione di legittimità costituzionale, con riferimento all'art. 649

---

*Lamfalussy Reform in the EU Securities Markets: Fiduciary Relationships, Policy Effectiveness and Balance of Powers*, in *Journal of Public Policies*, Vol. 28, n. 1, 2008, 19-47; MOLONEY, *II. The Lamfalussy Legislative Model: A New ERA for the EC Securities and Investments Regimes*, in *The International and Comparative Law Quarterly*, Vol. 52, n.2, 2003, 509-520.

<sup>11</sup>MÖLLERS, *Sources of Law in European Securities Regulation - Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to De Larosère*, in *European Business Organization Law Review*, Vol. 11, n. 3, 2010, 379-407; HINDLE, *The future of regulation*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 17, n. 4, 2009, 415-426.

<sup>12</sup>C. SOTIS, *Il Trattato di Lisbona e le competenze penali dell'Unione europea*, in *Cass. Pen.*, n. 3, 2010, 326-346; SICURELLA, “*Prove tecniche*” per una metodologia dell'esercizio delle nuove competenze concorrenti dell'Unione Europea in materia penale, 3-66, in AA.VV., *L'evoluzione del diritto penale nei settori di interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, a cura di Grasso, Picotti, Sicurella, Milano, 2011, 780.

<sup>13</sup>BIGIARINI, *Ne bis in idem: il cortocircuito del “doppio binario” sanzionatorio in relazione a fatti di criminalità economica*, in *Dir. proc. pen.*, n. 2, 2016, 262-269; CONSULICH, *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *Le Società*, fasc. 2, 2016, 204 ss.

<sup>14</sup>Cass., Sez. I, 14.5.2014, Consob, n. 19915, in [www.italgiure.giustizia.it](http://www.italgiure.giustizia.it), 2014.

<sup>15</sup>Corte EDU, *Broniowski c. Polonia*, Ricorso n. 50425/99, 23 Settembre 2008.

c.p.p., per violazione dell'art. 117, co.1 Cost. (o anche per violazione dell'art. 112 Cost.<sup>16</sup>), nella speranza di un'interpretazione manipolativa ad opera della Corte Costituzionale<sup>17</sup>, e chi ha auspicato «un'interpretazione convenzionalmente orientata» dell'art. 649 c.p.p.<sup>18</sup> da parte della giurisprudenza di legittimità, nel senso che, dopo che sia intervenuto un provvedimento, amministrativo o penale, definitivo, non sia più possibile, rispettivamente, esercitare l'azione penale o iniziare un procedimento amministrativo, in riferimento ad un *idem factum*<sup>19</sup>. Inoltre, quando uno dei due provvedimenti (penale o amministrativo) sia divenuto definitivo, dovrà necessariamente farsi interrompere il procedimento/processo parallelo in corso. Ancora, vi è chi ha proposto di sollevare questione di legittimità costituzionale con riferimento all'art. 187-ter T.U.F.<sup>20</sup> e chi opterebbe per una lettura convenzionalmente orientata dell'art. 187-ter T.U.F.<sup>21</sup>, da parte della giurisprudenza di legittimità, tenendo particolarmente conto del principio di specialità di cui agli artt. 15 c.p. e 9 l.

<sup>16</sup>DE AMICIS, *Ne bis in idem e "doppio binario" sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza "Grande Stevens" nell'ordinamento italiano*, in *Riv. Trim. Dir. Pen. Cont.*, n. 3, 2014, 215. *Contra*: ALLENA, *Il caso Grande Stevens c. Italia: le sanzioni Consob alla prova dei principi Cedu*, in *Giornale Dir. Amm.*, fasc. 11, 2014, 1065 ss.

<sup>17</sup>MANACORDA, *Dalle Carte dei diritti a un diritto penale "à la carte"?*, in [www.dirittopenalecontemporaneo.it](http://www.dirittopenalecontemporaneo.it), 17 Maggio 2013; VINCIGUERRA, *Il principio del ne bis in idem nella giurisprudenza della Corte EDU*, in *Dir. Prat. Trib.*, 2015, fasc. 2, 347.

<sup>18</sup>FIDELBO, *Il principio del ne bis in idem e la sentenza "Grande Stevens": pronuncia europea e riflessi nazionali*, in [www.dirittopenaleeuropeo.it](http://www.dirittopenaleeuropeo.it), 9 Aprile 2014; TRIPODI, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in [www.dirittopenalecontemporaneo.it](http://www.dirittopenalecontemporaneo.it), 9 Marzo 2014.

<sup>19</sup>Così come esplicitato da Corte Cost., n. 200 del 2016, in [www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it), 2016. Sul punto FALCINELLI, *Il fatto di reato sullo sfondo del ne bis in idem nazional-europeo*, in *Archivio Penale*, fasc. 1, 2017, 63-81.

<sup>20</sup>DE AMICIS, *op. cit.*, 2014, 213-14; Corte di Cassazione, Ufficio del ruolo e del massimario, *Relazione n. 35/2014*, 8 Maggio 2014. In giurisprudenza: Cass., Sez. Trib., 21.01.2015, Garlsson Real Estate sa et al., n. 950, in [www.italgiure.giustizia.it](http://www.italgiure.giustizia.it), 2015; Cass., Sez. Un., 12.09.2013, F.V., n. 37425, in [www.italgiure.giustizia.it](http://www.italgiure.giustizia.it), 2015.

<sup>21</sup>In questo senso: DI AMATO, *Gli abusi di mercato*, in *Trattato di diritto penale dell'impresa*, diretto da Di Amato, *I reati del mercato finanziario*, IX, Padova, 2007, 153; MANNA, *Tutela del risparmio, novità in tema di insider trading e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria 2004*, in *Riv. Trim. Dir. Pen. Econ.*, 2005, 659 ss; PAOLOZZI, *Modelli tipici a confronto. Nuovi schemi per l'accertamento della responsabilità degli enti*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 252; PALIERO, *"Market abuse" e legislazione penale: un connubio tormentato*, in *Corr. Merito*, fasc. 7, 2005, 811 ss.; AMATI, *La disciplina degli abusi di mercato*, in *Insolera* (a cura di), *La legislazione penale compulsiva*, 2006, Padova, 217; LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, n. 12, 2005, 1479 ss. Particolarmente critico in questo senso invece Mucciarelli, che sostiene che «l'opzione di confidare nell'adattamento per via interpretativa ... costringerebbe a operazioni ermeneutiche di dubbia fattura, costantemente a rischio di violare il divieto di analogia»: MUCCIARELLI, *La nuova disciplina euromunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in [www.dirittopenalecontemporaneo.it](http://www.dirittopenalecontemporaneo.it), 17 Settembre 2014; PEDRAZZI, *Diritto penale*, Vol. III, *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, 129 ss.; VIZZARDI, *op. cit.*, 2006, 704 ss.

689/1981<sup>22</sup>, letto, quest'ultimo, come criterio generale regolante i rapporti tra sanzioni penali e amministrative, nel senso di una progressiva graduazione della sanzione, c.d. «Doppio binario attenuato», dalle ipotesi meno rilevanti (sanzionate amministrativamente) a quelle più gravi (colpite da sanzione penale). Vi è anche chi ha suggerito una disapplicazione della normativa interna, da parte dei giudici di prime cure, divenuti oggi «*integerrimi doganieri e indomiti arieti*»<sup>23</sup> del diritto europeo, in forza delle previsioni della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (C.D.F.U.E.), che oggi «ha lo stesso valore dei Trattati (dell'Unione europea)»<sup>24</sup>, con particolare riferimento all'art. 50, rubricato «Diritto di non essere giudicato o punito due volte» per lo stesso reato, oppure facendo valere l'art. 4, Prot. Add. VII, C.E.D.U., attraverso l'art. 52, par. 3, C.D.F.U.E., che sancisce che: «Laddove la presente Carta contenga diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta convenzione ...»<sup>25</sup>.

## 2. La disciplina della manipolazione di mercato in Italia.

Come anticipato nel primo paragrafo, l'Italia, nella lotta ai fenomeni manipolativi del mercato, si è armata, per una volta in linea con le disposizioni europee (Dir. 57/2014/EU e Reg. EU 596/2014) di un doppio binario sanzionatorio, prevedendo la contestuale applicazione di sanzioni penali ed amministrative, come conseguenza di uno stesso fatto, *ex artt.* 185 e 187-*ter*, d.lgs. 58/1998.

In particolare, con la l. 262/2005 (Legge per la Tutela del Risparmio), è stata introdotta nel nostro ordinamento «un'autonoma fattispecie di aggrottaggio»<sup>26</sup>,

<sup>22</sup>Cass., Sez. VI, 03.05.2006, L.T., n. 15199, in [www.italgiure.giustizia.it](http://www.italgiure.giustizia.it), 2006. Commento: FIDELBO, *Relazione n. 35/2014*, Ufficio del Ruolo e del Massimario, 8 Maggio 2014. In dottrina: PALIERO, *op. cit.*, 2005, 811 ss.

<sup>23</sup>CONTI, *Gerarchia fra Corte di Giustizia e carta di Nizza-Strasburgo? Il giudice nazionale (doganiere e ariete) alla ricerca dei "confini" fra le Carte dei diritti dopo la sentenza Åklagaren*, 6 Marzo 2013, in [www.diritticomparati.it](http://www.diritticomparati.it).

<sup>24</sup>Art. 6 TUE.

<sup>25</sup>VIGANO', *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in [www.dirittopenalecontemporaneo.it](http://www.dirittopenalecontemporaneo.it), 18 Novembre 2016; *Idem*, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in [www.dirittopenalecontemporaneo.it](http://www.dirittopenalecontemporaneo.it), 8 Febbraio 2016; *Idem*, *Omesso versamento di IVA e diretta applicazione delle norme europee in materia di ne bis in idem*, in [www.dirittopenalecontemporaneo.it](http://www.dirittopenalecontemporaneo.it), 11 Luglio 2016. Apertamente contrario a questa lettura è De Amicis, che scrive a riguardo: «Non spetta in nessun caso al giudice nazionale il compito di valutare la "natura penale" della sanzione, poiché è la sola Corte EDU a poter accertare la reale sostanza dell'infrazione»: DE AMICIS, *op. cit.*, 2014, 207 ss.

<sup>26</sup>SGUBBI, *Abusi di Mercato*, in *Enciclopedia del Diritto*, Annali II-2, 2008.

che ex art. 185 T.U.F. punisce: «Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari». Questa fattispecie si distingue dall'aggiotaggio, di cui all'art. 2637 c.c., per avere ad oggetto unicamente strumenti finanziari quotati o per i quali è stata presentata una domanda di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese UE<sup>27</sup>. Ad opinione della dottrina maggioritaria<sup>28</sup>, la norma è volta a tutelare: «L'interesse dei singoli risparmiatori all'efficienza economica delle proprie scelte di risparmio ... e ripercorrendo il processo in senso inverso ... il corretto funzionamento del mercato, verso cui convergono gli interessi della collettività»<sup>29</sup>. Come si desume dall'*incipit* dell'articolo di legge in esame, si è in presenza di un reato comune, non richiedendosi che il soggetto attivo possieda una determinata qualifica o svolga una specifica attività<sup>30</sup>. Si è inoltre oramai consolidata una giurisprudenza di legittimità<sup>31</sup> che considera l'art. 185 T.U.F. un reato di mera condotta, il quale *uno actu perficitur*<sup>32</sup>, ritenendosi questo consumato nel momento in cui la notizia fuoriesce dalla sfera del soggetto agente, «diffondendosi nella platea dei risparmiatori»<sup>33</sup>. Ancora, essendo necessario, per accertare la responsabilità penale del *deceptor*, provare «la manifestazione fenomenica»<sup>34</sup> della c.d. *price-sensitivity*, cioè la concreta idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo, da più parti si è sostenuto che la manipolazione di mercato può essere considerata un reato di pe-

<sup>27</sup>MELCHIONDA, *Aggiotaggio e Manipolazione del mercato*, in *I reati societari*, a cura di Lanzi e Cadoppi, Padova, 2007, 254 ss.

<sup>28</sup>FOFFANI, *Commento all'art. 185 t.u.f.*, in *Commentario breve alla leggi penali complementari*, Padova, 2007, 725 ss.; D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggiotaggio e prassi di mercato ammesse, tra esclusione del tipo e cause di giustificazione*, in *Studi in onore di Mario Romano*, Vol. III, Napoli, 2011, 1865 ss.; SEMINARA, *L'aggiotaggio (art. 2637)*, in *I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di Giarda e Seminara, Padova, 2002, 547.

<sup>29</sup>TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova, 2012, 450.

<sup>30</sup>MAZZACUVA, AMATI, *Diritto penale dell'economia*, Padova, 2016, 310-11; SEMINARA, *Informazione finanziaria e mercato: alla ricerca di una strategia del controllo penale amministrativo*, in *Analisi Giuridica dell'Economia, Studi e Discussioni sul diritto dell'impresa*, fasc. 2, 2006, 255-278.

<sup>31</sup>Cass., Sez. I, 13.11.2015, Procuratore Generale presso Corte d'Appello di Milano et al., n. 45347, in [www.italggiure.giustizia.it](http://www.italggiure.giustizia.it), 2015; Cass., Sez. V, 13.06.2014, Procuratore della Repubblica presso il Tribunale di Torino, n. 25450, in [www.italggiure.giustizia.it](http://www.italggiure.giustizia.it), 2014; Cass., Sez. V, 19.12.2012, Procuratore Generale presso Corte d'Appello di Milano et al., n. 49362, in [www.italggiure.giustizia.it](http://www.italggiure.giustizia.it), 2012.

<sup>32</sup>Cass., Sez. V, 20.07.2011, T.C. et al., n. 28932, in [www.italggiure.giustizia.it](http://www.italggiure.giustizia.it), 2011.

<sup>33</sup>MUCCIARELLI, *Manipolazione informativa: la condotta pericolosa e il luogo di consumazione nella lucida lettura della Cassazione*, in *Dir. pen. proc.*, fasc. 9, 2011, 1096-1106.

<sup>34</sup>Cass., Sez. I, 13.11.2015, Procuratore Generale presso Corte d'Appello di Milano et al., n. 45347, in [www.italggiure.giustizia.it](http://www.italggiure.giustizia.it), 2015.

ricolo concreto<sup>35</sup>, visto che in questi casi il legislatore anticipa la tutela penale al momento della messa in pericolo del bene giuridico protetto. In questo senso, vista anche l'indeterminatezza del precetto penale, il giudice dovrà ricorrere al criterio della prognosi postuma<sup>36</sup>. La dottrina<sup>37</sup> è infine concorde, seppur critica, nel ritenere che il dolo sia generico. Dovranno quindi sussistere in capo all'agente la coscienza e la volontà, da una parte, dell'idoneità della condotta a determinare l'evento di pericolo e dall'altra, di diffondere notizie false o comunque di porre in essere operazioni simulate o altri artifici<sup>38</sup>.

La speculare fattispecie amministrativa, di cui all'art. 187-ter T.U.F., sanziona invece: «Chiunque tramite mezzi di informazione, compreso internet o ogni altro mezzo, diffonde informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari». Ad opinione di attenta dottrina<sup>39</sup> tale previsione si distinguerebbe dal precetto penale in quanto si tratterebbe di una fattispecie di pericolo astratto, venendo la soglia di punibilità anticipata a condotte non dotate di una vera idoneità decettiva e astrattamente in grado di produrre un «disturbo ai mercati finanziari»<sup>40</sup>. L'illecito amministrativo sarebbe inoltre sanzionabile sia a titolo di dolo che a titolo di colpa<sup>41</sup>.

### 3. La tutela del *ne bis in idem* sostanziale in materia di manipolazione di mercato in Italia.

In Italia, già la Relazione n. 1758-A al d.d.l. di delegazione europea 2014<sup>42</sup>, discussa al Senato, segnalava all'assemblea la necessità di superare il doppio binario sanzionatorio, vigente in materia di *market abuse*. Infatti, la XIV Commissione permanente per le Politiche dell'Unione Europea, all'art. 10,

<sup>35</sup>AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, 243 ss.; MOLINARO, *Il pericolo concreto della fattispecie di manipolazione del mercato al banco di prova del processo penale*, in *Cass. Pen.*, 2011, 3584 ss.; ROSSI, *Le fattispecie penali di agiotaggio e manipolazione del mercato (art. 2637 cod. civ. e 185 d. lgs. 58/98): problemi e prospettive*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini e Paliero, vol. III, Torino, 2006, 2637-2673.

<sup>36</sup>MUSCO, con la collaborazione di Masullo, *I nuovi reati societari*, Milano, 2007, 276 ss.

<sup>37</sup>ZANOTTI, *Diritto penale dell'economia*, Milano, 2017, 453-54.

<sup>38</sup>SANTORIELLO, *Il reato di manipolazione di mercato*, in *La disciplina penale dell'economia*, Vol. I, Torino, 2008, 792-93.

<sup>39</sup>VIZZARDI, *Manipolazione del mercato: un "doppio binario" da ripensare?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, n. 2, 2006, 704 ss.

<sup>40</sup>MAGRO, *Manipolazione del mercato e strumenti derivati*, in *Rivista delle Banche e del mercato finanziario*, fasc. 1, 2007, 45 ss.

<sup>41</sup>FONDAROLI, *L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato*, in SGUBBI, FONDAROLI, TRIPOLDI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2013, 155-156; MAZZACUVA, AMATI, *op. cit.*, 2016, 332-34.

<sup>42</sup>Senato della Repubblica, XVII legislatura, *Relazione n. 1758-A*, 54-58.



lettera m, della Relazione, avvertiva che: «Per garantire l'adeguamento dell'ordinamento italiano alla Direttiva 2014/57/UE, occorre evitare la duplicazione o il cumulo di sanzioni penali e sanzioni amministrative per uno stesso fatto illecito, 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». Più specificamente, il *dossier* n. 211 del Servizio Studi del Senato, a supporto dell'A.S. n. 1758<sup>43</sup>, dopo aver richiamato la sentenza *Grande Stevens et al. c. Italia* e tre ordinanze di rimessione della Suprema Corte di Cassazione alla Corte Costituzionale, evidenziava ben tre diverse soluzioni per evitare ipotesi di *bis in idem* sostanziale nell'ambito degli abusi di mercato. Il correttivo alla legge Draghi (d.lgs. 58/1998), poi, proseguiva il proprio *iter* parlamentare, venendo confermato alla Camera dei Deputati, con l'art. 11 dell'atto C 3123<sup>44</sup>, fino a confluire definitivamente nella l. n. 114/2015 (l. delegazione europea 2014). Il governo lasciava tuttavia inattuata la delega e nello «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»<sup>45</sup>, sentenziava: «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 disciplina sanzionatoria di riferimento è contenuta nella parte V del T.U.F. Nell'ordinamento interno, le condotte dolose previste dalla direttiva risultano già oggetto di previsione sanzionatoria», intendendo in questo senso non procedere ad alcuna modifica del sistema in vigore. Il «draconiano»<sup>46</sup> sistema sanzionatorio, nato in risposta alle pressanti istanze provenienti dall'elettorato, da un legislatore, costretto in un Paese perennemente in clima pre-elettorale ad una tecnica legislativa «compulsiva ed emergenziale»<sup>47</sup>, era stato pensato col duplice obiettivo, da una parte, di comminare sanzioni amministrative pecuniarie, di facile e pronta riscossione, non abbisognando di tutte le garanzie e gli elevati *standard* probatori, che si debbono invece osservare nel processo penale; dall'altra, di non rinunciare a punire esemplarmente gli autori degli

<sup>43</sup>Senato della Repubblica, XVII legislatura, *Dossier del Servizio Studi sull'A.S. n. 1758-A. Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea-Legge di delegazione europea 2014*, XIV Commissione, Aprile 2015, n. 21.

<sup>44</sup>Camera dei Deputati, XVII legislatura, *Atto Camera 3123*.

<sup>45</sup>*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*.

<sup>46</sup>D'ALESSANDRO, *op. cit.*, 2014, 614.

<sup>47</sup>AA.VV., *La legislazione penale compulsiva*, a cura di Insolera, Padova, 2006, 260.

abusi, con misure cumulativamente pecuniarie, interdittive e restrittive della libertà personale. A ben considerare, tuttavia, il «doppio binario» sanzionatorio, oltre a violare i diritti umani fondamentali, come accertato dalla Corte EDU, si è ad oggi rivelato, contrariamente alle aspettative, un sistema inefficiente e dispendioso, dovendosi ogni volta instaurare due distinti procedimenti, sottoponibili a vari gradi di giudizio, nei confronti della medesima persona, per gli stessi fatti.

#### 4. La disciplina della manipolazione di mercato nel Regno Unito.

Nei Paesi di *Common Law* la criminalizzazione di condotte consistenti nella diffusione di voci volte ad alterare i prezzi di beni o di azioni, è fenomeno tutt'altro che recente. Infatti, autorevole letteratura<sup>48</sup> è solita ricordare, a questo proposito, una vicenda passata alla storia con il nome di *South Sea Bubble*, la Bolla dei Mari del Sud. Tale episodio, risalente al 1720, ebbe luogo in Inghilterra, dove la frenesia speculativa, generata dalla diffusione di false voci sui profittevoli affari che la Compagnia dei Mari del Sud, della quale anche la Corona era azionista, avrebbe concluso nel Nuovo Mondo, determinò un incremento vertiginoso del valore delle azioni facendole volare da 100£ a 1000£ l'una, in un solo anno. Successivamente però, a fronte del fisiologico rallentare degli investimenti e degli insuccessi commerciali della Compagnia, non fu più possibile restituire gli esorbitanti dividendi promessi, cagionando fallimenti ad effetto domino in tutto il Paese. Ad una simile catastrofe economica le Corti inglesi risposero condannando gli autori di tale manovra per frode e corruzione.

Arrivati poi a tempi più recenti, poiché la *deregulation* e le politiche della c.d. «finanza democratica» (*Shareholder democracy*), perseguite per tutti gli anni '80 da Margaret Thatcher<sup>49</sup>, avevano contribuito a generare ineguaglianze sociali, ed inefficienze dello Stato sociale, il parlamento britannico fu costretto a criminalizzare ed inasprire le sanzioni nell'ambito degli abusi di mercato, per ottenere un «credibile effetto deterrente»<sup>50</sup>. Solo con il governo laburista del

<sup>48</sup>DALE, *The First Crash: Lessons from the South Sea Bubble*, Princeton, 2016, 192.

<sup>49</sup>KNIGHTS, MORGAN, *Regulation and Deregulation in European Financial Services*, Basingstoke, 1997, 246; COOPER, *Margaret Thatcher and Ronald Regan: A Very Political Special Relationship*, Basingstoke, 2012, 260; SHAW, *Crunch Lit*, London, 2015, 208.

<sup>50</sup>DAVIS, *From gentlemanly expectations to regulatory principles: a history of insider dealing in the UK: Part. 2*, in *Company Lawyer*, Vol. 36, n. 6, 2015, 163-174; WILSON, WILSON, *The FSA, "credible deterrence", and criminal enforcement - a "hapazard pursuit"?*, in *Journal of Financial Crime*, Vol. 21, n. 1, 2014, 4-28; CARTWRIGHT, *Credible deterrence and consumer protection through the imposition of financial penalties: lessons for the Financial Conduct Authority*, p. 29-51, in RYDER, TURKSEN, HASLER, *op. cit.*, 2015, 250.

1997, guidato da Tony Blair<sup>51</sup>, il Regno Unito si è dotato di una vera e propria legislazione, che tipizza la manipolazione di mercato come fattispecie autonoma e distinta, punita a seconda dei casi con sanzioni amministrative, come previste nel *Financial and Services Markets Act del 2000* (FSMA 2000) o alternativamente con sanzioni penali, disciplinate nel *Financial Services Act del 2012* (FSA 2012).

Sanzioni amministrative sono previste in quattro ipotesi:

*Manipulating Transactions* (Sez. 118, par. 5, FSMA 2000): La condotta «consiste nell'influenzare il valore dei prodotti finanziari, attraverso operazioni che diano o siano in grado di creare una percezione fuorviante degli stessi sul mercato, oppure che inducano ad acquistare un prodotto finanziario, ad un prezzo o ad un valore abnorme, o comunque artificioso». Esempio di operazioni manipolatorie può essere il c.d. *Wash Trade*<sup>52</sup>: un investitore contemporaneamente acquista e vende titoli di una società, attraverso due diversi *broker*, per creare nel mercato l'impressione che si sia in presenza di quotazioni particolarmente appetibili, inducendo così gli altri investitori ad interessarsene. Tuttavia, le operazioni si rivelano fuorvianti, perché, in realtà, non vi è stato alcun cambio di titolarità delle azioni.

*Manipulating Devices* (Sez. 118, par. 6, FSMA 2000): La condotta «consiste nell'effettuare operazioni finanziarie, con l'uso di strumenti ingannevoli, o comunque con l'uso di un qualunque mezzo che possa considerarsi fraudolento». Rientrano in questa fattispecie le c.d. *Pump and dump transactions*<sup>53</sup>, che consistono nel promuovere presso il pubblico prodotti finanziari privi di valore, facendoli passare come altamente performanti. Più se ne vendono più il prezzo sale, con la conseguenza che anche investitori terzi inizieranno ad acquistarne (*Pump* = gonfiare). Al momento di massima resa del titolo, il soggetto che ha dato vita all'operazione si ritira dal mercato, innescando il procedimento inverso, cioè vendite massicce che ne causano una forte svalutazione (*Dump* = sgonfiare).

---

<sup>51</sup> Cf: MACNEIL, *The Law on Financial Investment*, Oxford, 2012, 493; MOLONEY, FERRAN, PAYNE, *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, 816; MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2016, 1120.

<sup>52</sup> MAR, Cap. 1, art. 6, par. 2E.

<sup>53</sup> MAR, Cap. 2, art. 12, par. 2.

*Dissemination* (Sez. 117, par. 7, FSMA 2000): La condotta si ha «quando un soggetto divulga informazioni, che diano o siano in grado di dare una visione distorta o comunque falsa di uno strumento finanziario ammesso ai mercati regolamentati. L'operazione deve essere posta in essere da una persona che è, o che si potrebbe presumere che sia, a conoscenza del fatto che l'informazione era falsa o fuorviante». Ad esempio, commette *dissemination*<sup>54</sup> il giornalista di una testata specialistica che pubblica una notizia falsa su di un'imminente acquisizione da parte di un'importante multinazionale, affinché il valore delle azioni che possiede aumenti, ben sapendo, grazie a propri informatori, magari *insiders*, che si tratta di un fatto non vero.

*Misleading behaviour and distortion* (Sez. 118, par. 8, FSMA 2000): Si tratta di una condotta che «salvo ricadere nelle tre ipotesi precedenti, è in grado di generare, in un professionista dei mercati finanziari, una percezione falsa o fuorviante, circa la propensione alla domanda o all'offerta del prezzo o del valore, di uno strumento finanziario, ammesso ai mercati regolamentati». Ancora, costituisce *distortion* quella condotta che «se posta in essere, sarebbe stata ritenuta da un professionista dei mercati finanziari un comportamento idoneo a distorcere il valore di mercato di un prodotto». Rientrano infine nell'ipotesi di cui alla Sez. 118, par. 8, le condotte che «un operatore abituale dei mercati finanziari, considererebbe come il risultato dell'inosservanza degli *standard* di comportamento che comunemente ci si aspetta da un professionista che svolga la medesima mansione del *deceptor*».

Sanzioni penali sono previste nei tre seguenti casi:

*Misleading Statements* (Sez. 89, FSA 2012): «Chi fa dichiarazioni che sa essere false o fuorvianti, rispetto ad un elemento essenziale di un'operazione finanziaria».

E' punito anche: «Chi agisce accettando il rischio (*Reckless conduct*) che tali dichiarazioni possano essere false o fuorvianti. Il reato si integra solo se la transazione finanziaria riveste un valore economico rilevante, oppure se la transazione ha ad oggetto diritti esercitabili su di un importante fondo di investimento».

*Misleading Impressions* (Sez. 90, FSA 2012): «Chi compie una qualunque condotta in grado di ingenerare nel mercato una percezione falsa o fuorvian-

---

<sup>54</sup>FSMA 2000, Sez. 118A, par. 4.

te, circa il prezzo o il valore, d'un rilevante fondo d'investimento», oppure «chi induce un'altra persona ad acquistare/disporre/vendere azioni o a trattenersi dal fare ciò, oppure ad esercitare o ad astenersi dall'esercitare diritti, derivanti da rilevanti fondi di investimento». E' punito «Chi è consapevole del fatto che le proprie dichiarazioni sono false o fuorvianti, oppure ha accettato il rischio che lo fossero», nonché «Chi ha dato luogo ad una percezione falsa o fuorviante sul mercato per ottenere un guadagno, per sé o per un terzo; oppure per esporre un terzo ad una perdita o al rischio di una perdita economica».

*Misleading Statements and Impressions in relation to benchmarks* (Sez. 91, FSA 2012): «Chi rende dichiarazioni false o fuorvianti, in sede di fissazione di un tasso di interesse particolarmente rilevante», come ad esempio i tassi bancari d'interesse di ultima istanza (*London InterBank Offered Rate-LIBOR*). Con riferimento all'elemento soggettivo è richiesta l'intenzione o l'accettazione del rischio che le dichiarazioni siano false o fuorvianti. Questa fattispecie nacque come immediata risposta del parlamento britannico al proprio elettorato, in seguito al devastante *scandalo del LIBOR*<sup>55</sup>, uno dei più gravi ed estesi episodi di manipolazione del mercato conosciuti ai giorni nostri, che ha portato, in Inghilterra, a condanne detentive individuali superiori ai 10 anni e sanzioni amministrative milionarie.

##### **5. La tutela del ne bis in idem sostanziale in materia di manipolazione di mercato nel Regno Unito.**

Nel 1998, sempre il governo laburista di Tony Blair, ottemperando alle promesse fatte durante la campagna elettorale, “trapiantava”<sup>56</sup> i diritti consacrati a livello internazionale dalla C.E.D.U. in una legge nazionale chiamata *Human*

---

<sup>55</sup>VAUGHAN, FINCHEY, *The Fix: How Bankers Lied, Cheated, and Colluded to Rig the World's Most Important Number*, London, 2017, 216; STOKES, *LIBOR manipulation: the limits and potential of corporate criminal liability*, in RYDER, TURKSEN, HASSLER, *op. cit.*, 2015, 52-74; BRAML, *The manipulation of LIBOR and related interest rates*, in *Studies in Economics and Finance*, vol. 33, n. 1, 2016, 106-125; DUFFIE, STEIN, *Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks*, in *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 29, n. 2, 2015, 191-212; KONCHAR, *The 2012 LIBOR Scandal: An Analysis of the Lack of Institutional Oversight and Incentives to Deter Manipulation of the World's Most "Important Number"*, in *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 23, n. 1, 2014, 173-195; MCCONNEL, *Systemic operational risk: the LIBOR manipulation scandal*, in *The Journal of Operational Risk*, vol. 8, n. 3, 2013, 59-99; *Idem*, *LIBOR manipulation: operational risks resulting from brokers' misbehaviour*, in *The Journal of Operational Risk*, Vol. 9, n. 1, 2014, 77-102; YEOH, *Libor benchmark: practice, crime and reforms*, in *Journal of Financial Crime*, Vol. 23, n. 4, 2016, 1140-1153.

<sup>56</sup>AMOS, *Transplanting Human Rights Norms: The Case of the United Kingdom's Human Rights Act*, in *Human Rights Quarterly*, vol. 35, n. 2, Maggio 2013, 386-407.

*Rights Act (HRA 1998)*<sup>57</sup>. Rendendo questo *corpus* di norme legge ordinaria dello Stato si perseguiva il duplice obiettivo di garantirne un'efficace operatività nell'ordinamento domestico e di preservare il principio costituzionale di supremazia del parlamento sulle fonti internazionali<sup>58</sup>. Così, quando la legislazione interna si presenta in alcuni punti ambigua, le Corti Superiori possono adottare un'interpretazione che ne assicuri la conformità alla Convenzione. Quando invece, la lettera della legge è chiara ed è in manifesto contrasto con i principi convenzionali, le Corti, non possono disapplicare la norma *de qua*, ma devono emanare un atto di rinvio, chiamato "decreto di incompatibilità" (sez. 4, par. 4, 6, *HRA 1998*)<sup>59</sup>, con il quale si informa il governo del conflitto esistente fra normativa nazionale e C.E.D.U. In quest'ultimo caso, quindi, si può solo sperare in un ravvedimento del legislatore, chiamato ad onorare gli impegni pattiziamente assunti, oppure in un ricorso individuale alla Corte EDU, una volta esauriti i rimedi interni (ex art. 34 C.E.D.U.). Proprio in forza dei ricorsi individuali, la Corte EDU, ritenendo violati il diritto di ogni individuo ad un equo processo (art. 6 C.E.D.U.) e il principio del *nulla poena sine lege* (art. 7 C.E.D.U.), condannava a più riprese il Regno Unito<sup>60</sup>, per

<sup>57</sup>WALTERS, HOPPER, *Regulatory Discipline and the European Convention on Human Rights*, in FERRAN, GOODHART, *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century*, Oxford, 2001, 95-115; BEAZLEY, *Holding the Balance-Effective Enforcement, Procedural Fairness and Human Rights*, in *Ibidem*, 115-127; EMMERSON, ASHWORTH, MACDONALD, *Human Rights and Criminal Justice*, London, 2007, 191-198, 205-208; SIMESTER *et al.*, *Simester and Sullivan's Criminal Law*, Oxford, 2013, p. 21-42; ORMEROD, LAIRD, *Smith and Hogan's Criminal Law*, Oxford, 2015, 23-32; ALLEN, COOPER, *Elliot and Wood's Cases and Materials on Criminal Law*, London, 2016, 13-20; CARD, MOLLOY, *Card, Cross & Jones Criminal Law*, Oxford, 2016, 24-29.

<sup>58</sup>FERGAL, *Parliamentary Supremacy and the Re-Invigorating of Institutional Dialogue in the UK*, in *Parliamentary Affairs*, Vol. 67, n. 1, 2014, 137-150; DOUGLAS, *The human rights act and the British constitution*, in *Texas International Journal*, Vol. 37, n. 2, 2002, 329-372; BROWNE-WILKINSON, *A Bill of Rights for the United Kingdom- the case against*, in *Texas International Law Journal*, Vol. 32, n. 3, 1997, 435-440; BLACK-BRANCH, *Parliamentary Supremacy or Political Expediency? The Constitutional Position of the Human Rights Act under British Law*, in *Statute Law Review*, Vol. 23, n. 1, 2002, 59 ss.

<sup>59</sup>BAILEY, CHING, TAYLOR, *The Modern English Legal System*, London, 2007, 523-598; BARNETT, *Constitutional & Administrative Law*, London, 2016, 401-427; BOYLAN-KEMP, *English Legal System: The Fundamentals*, London, 2014, 77-82; BRADLEY, EWING, KNIGHT, *Constitutional & Administrative Law*, London, 2015, 357-387; ELLIOTT, THOMAS, *Public Law*, Oxford, 2014, 687-739; CARROLL, *Constitutional and Administrative Law*, London, 2015, 471-517; SLAPPER, KELLY, *The English Legal System*, London, 2016, 48-80; WILD, WEINSTEIN, *Smith and Keenan's English Law*, London, 2013, 217-226; WARD, AKHTAR, *Walker & Walker's English Legal System*, Oxford, 2011, 141-173.

<sup>60</sup>Corte EDU, *Campbell and Fell v. The United Kingdom*, Ricorsi nn. 7819/77; 7878/77, 28 Giugno 1984; *Welch v. The United Kingdom*, Ricorso n. 17440/90, 09 Febbraio 1995; *K.C. Wickramasinghe v. The United Kingdom*, Ricorso n. 31503/96, 9 Dicembre 1997; *Laskey and Others v. The United Kingdom*, Ricorsi nn. 21627/93; 21628/93; 21974/93, 19 Febbraio 1997; *A.P.B. Ltd., A.P.P. and E.A.B. v. The United Kingdom*, Ricorso n. 30552/96, 15 Gennaio 1998; *X v. The United Kingdom*, Ricorso n. 28530/95, 19 Gennaio 1998; *Perks and Others v. The United Kingdom*, Ricorsi nn. 25277/94, 25279/94, 25280/94, 25282/94, 25285/94, 28048/95, 28192/95, 28456/95, 12 Ottobre 1999.

aver qualificato come amministrative/disciplinari, sanzioni essenzialmente penali, alla luce dei criteri *Engel*. In questo modo, le istituzioni britanniche, Parlamento *in primis*, maturavano una certa sensibilità nell'accertare il carattere punitivo e quindi essenzialmente penale di una sanzione.

Pur non avendo inoltre il Regno Unito ratificato il Protocollo addizionale VII della C.E.D.U., il “*Ban in Double Jeopardy*” o “*Autrefois Rule*”, cioè il diritto di un individuo a non essere processato due volte per lo stesso fatto, rappresenta un principio di civiltà giuridica ben radicato nella tradizione anglosassone, come statuito nel *leading case* “*Connelly v. DPP*”<sup>61</sup>, che sancisce che: «Una persona non può essere processata per un reato, per il quale è già stata giudicata, colpevole o innocente (*Lord Morris*)... (laddove) il termine “reato” indica sia il fatto costitutivo del reato, sia il capo di imputazione allegato. Quindi “reato” indica sia l’elemento materiale/fattuale del reato, sia quello nominalistico/legale dello stesso (*Lord Devlin*)».

Così, alla luce di quanto sopra rilevato, non stupisce che il c.d. *ne bis in idem* sostanziale trovi piena cittadinanza anche nell’ordinamento inglese, come dimostrato, in materia di manipolazione di mercato, in occasione della discussione parlamentare del summenzionato *Draft on Financial Services and Markets Act*. Il *Joint Committee on Financial Services and Markets*<sup>62</sup>, chiamato infatti nel 1999, dalla *House of Parliament* ad esprimere un parere tecnico sul testo legislativo in esame, da subito esprimeva serie preoccupazioni circa la sua compatibilità con la C.E.D.U. Nel primo *Report*<sup>63</sup>, del 29 Aprile 1999, la Commissione scriveva: «Le Corti, nella vigenza di questa legge, stabiliranno che i procedimenti posti in essere dalla *Financial Services Authority* (FSA), sono in realtà di natura penale. Così Governo e legislatore sono posti dinanzi ad un grande dilemma: se infatti si assicurano pienamente le garanzie proprie del giusto processo si rischia di generare un sistema lento e dispendioso, che, da una parte, la FSA non è in grado di sostenere e che, dall’altra, i mercati finanziari ostacolerebbero. Se, invece, si ignorano questi principi di civiltà giuridica, il Regno Unito, condannato dalla Corte EDU, per violazione dei diritti fondamentali dell’uomo, sarebbe messo in imbarazzo, con anche il

<sup>61</sup> *Connelly v DPP*, A.C. 1254, HL 1964.

<sup>62</sup> House of Lords and House of Commons, *Joint Committee on Financial Services and Markets*, 29 Aprile 1999.

<sup>63</sup> House of Lords and House of Commons, *Joint Committee on Financial Services and Markets-First Report*, 29 Aprile 1999.

conseguente dovere di rimettere mano alla relativa disciplina»<sup>64</sup>. Per questi motivi, la Commissione chiede che il governo esponga pubblicamente le ragioni per le quali ritiene che il disegno di legge presentato in Parlamento e di cui si chiede l'approvazione soddisfi gli *standard* C.E.D.U. Ancora, nell'*Annesso C* del *Report*, *Lord Lester* e *Javan Herberg*, rappresentati parlamentari delegati allo studio del disegno di legge, dopo aver ricostruito la giurisprudenza EDU in materia di *bis in idem* sostanziale, manifestavano le proprie perplessità circa il rispetto dell'*HRA 1998*, poiché: «Il fatto che le norme in discussione descrivano le sanzioni come “amministrative” è solo un primo punto di partenza nell'analisi della vera natura di queste. La nostra opinione è che, in considerazione dei criteri *Engel*, vi siano fondati motivi per ritenere che queste sanzioni siano sostanzialmente penali»<sup>65</sup> e quindi «consentano l'instaurarsi di un doppio procedimento nei confronti della stessa persona per lo stesso fatto»<sup>66</sup>. Nell'*Annesso D*, redatto da *Lord Lester* e *Monica Carss-Frisk*, si legge: «Riteniamo, dunque, che la disciplina degli abusi di mercato, alla luce della giurisprudenza EDU, debba considerarsi penale ... e pertanto (le sanzioni formalmente qualificate come amministrative) necessitano di essere assistite dalle garanzie fondamentali di cui all'art. 6 C.E.D.U.»<sup>67</sup>.

---

<sup>64</sup>House of Lords and House of Commons, *Joint Committee on Financial Services and Markets-First Report*, 29 Aprile 1999, par. 173: «The courts would find FSA disciplinary proceedings under the legislation to be of the nature of criminal justice. This creates a dilemma: building in criminal justice safeguards to the entire regime would make for an unwieldy, adversarial and expensive regime which neither the FSA nor the industry wants; not doing so creates the risk of successful legal challenge, leading to embarrassment and the need for further primary legislation».

<sup>65</sup>*Annex C: Opinion by Lord Lester of Herne Hill QC and Javan Herberg*, in House of Lords and House of Commons, *Joint Committee on Financial Services and Markets*, 29 Aprile 1999, par. 29: «The fact that the Bill describes the fines as "civil" is, for the reasons we have explained above, no more than a starting point in the analysis. In our view, a consideration of each of the second and third criteria referred to above point strongly to the conclusion that at least some if not all of the disciplinary offences under the Bill are criminal in character».

<sup>66</sup>*Annex C: Opinion by Lord Lester of Herne Hill QC and Javan Herberg*, in House of Lords and House of Commons, *Joint Committee on Financial Services and Markets*, 29 Aprile 1999, par. 2. «The Bill will be in violation of that Article to the extent that it allows "dual prosecution" of a person for breach of the criminal law (for insider dealing or breach of s. 47 of the FSA 1986) and for breach of the Market Abuse rules».

<sup>67</sup>*Annex D: Advice by Lord Lester of Herne Hill QC and Monica Carss-Frisk*, in House of Lords and House of Commons, *Joint Committee on Financial Services and Markets*, 29 Aprile 1999, par. 18: «The decisions of the French courts in the *Oury* case, to which Instructing Solicitors have drawn attention, provide further powerful support for our view that where heavy financial sanctions are imposed by a disciplinary tribunal as a punishment, the offence is properly to be regarded as criminal for the purposes of Article 6, so as to give rise to the full protection of the procedural safeguards in Article 6».



La replica del governo avviene attraverso un “*Memorandum* del Ministero del Tesoro”<sup>68</sup>, nel quale si sostiene che, proprio alla luce della giurisprudenza EDU, il grado di afflittività delle sanzioni comminate, non ne consente la riconduzione entro l’alveo della materia penale, poiché proporzionato alla rilevanza dell’interesse pubblico che si intende tutelare: il risparmio dei consumatori. La sanzione è quindi priva di carattere punitivo. Ancora, poiché la sanzione è rivolta esclusivamente a categorie specifiche di soggetti e non alla collettività, pecca della genericità che caratterizza il precetto penale. In assenza infine di pene detentive, conseguenti alla trasgressione della disciplina sugli abusi di mercato, anche in caso di mancato pagamento delle sanzioni pecuniarie irrogate, la norma non può ritenersi penale. In ultima analisi non sussiste alcun dubbio che le sanzioni in oggetto siano formalmente e sostanzialmente amministrative.

Volendo tuttavia il governo, in via preventiva, evitare qualunque contrasto con l’HRA 1998 o con la C.E.D.U., dichiarava il proprio impegno ad innalzare le garanzie minime assicurate ai soggetti destinatari dei precetti<sup>69</sup>. In un ordinamento, infatti, in cui l’attenzione all’economia processuale è da sempre massima, non poteva rimanere inosservato lo spreco di risorse, nonché, ovviamente, la vessatorietà, derivante dall’instaurazione di due procedimenti, volti nella sostanza a punire uno stesso individuo, per le medesime vicende. Si è così ritenuto opportuno delegare direttamente alla FCA il compito di individuare, nel dettaglio, i criteri che garantissero il principio del *ne bis in idem*. L’Autorità indipendente, infatti, può indubbiamente contare, sia su di una lunga esperienza casistica, vissuta in prima linea, sia su di una maggiore *expertise*, tecnica e scientifica, nella redazione dei parametri che garantiscono il buon funzionamento della propria attività sanzionatoria. Dopo aver dunque provveduto alla consultazione dei rappresentanti delle imprese e dei consumatori, come previsto dal FSMA 2000, l’Autorità ha fissato, nel *FCA Handbook*, i canoni in base ai quali, graduare le sanzioni pecuniarie adottate, in modo da renderle proporzionate all’illecito, in senso riparativo e non punitivo, nonché la metodologia, per stabilire se emanare provvedimenti amministrativi o instaurare un procedimento penale.

Partiamo dunque dai criteri individuati per decidere se, sanzionare il trasgressore con un provvedimento amministrativo o se, esercitare l’azione penale,

<sup>68</sup> *Memorandum from HM Treasury*, 14 Maggio 1999.

<sup>69</sup> House of Lords and House of Commons, *Memorandum from HM Treasury*, 14 Maggio 1999.

collocati nel *FCA Handbook, Regulatory Guides, The Enforcement Guide (EG)*, “*Prosecution of Criminal Offences*”, capitolo 12:

Paragrafo 3: “*Criminal prosecutions in cases of market abuse*”. Punto 1: «La FCA, (nell’esercizio delle proprie funzioni), potrà trovarsi di fronte ad ipotesi di abuso di mercato che, molto probabilmente, costituiscono allo stesso tempo un illecito, sia amministrativo, che penale. Per decidere se iniziare un’azione penale o adottare una sanzione amministrativa, quindi, farà riferimento ai criteri stabiliti dal *Code for Crown Prosecutors (CCP)*, nonché a quelli stabiliti nel punto seguente».

Punto 2: «La FCA, quando dovrà decidere se adire il giudice penale o adottare una sanzione amministrativa, terrà conto dei seguenti elementi, che in via esemplificativa, non esclusiva, sono costituiti da,

La gravità del fatto: se il fatto è grave e con molta probabilità si arriverà ad una sentenza di condanna, l’azione penale è più appropriata.

Se ci sono state vittime che hanno sofferto danni importanti, come risultato della condotta del trasgressore. Se non ci sono state vittime, l’azione penale è meno consigliabile.

La consistenza e la natura dei danni subiti: quando la condotta ha cagionato danni rilevanti, oppure ha coinvolto molte persone, è consigliabile adire il giudice penale.

Gli effetti prodotti dalla condotta dell’agente sul mercato: se questa ha turbato l’ordinario andamento dei mercati o ha danneggiato significativamente la sicurezza dei consumatori, è consigliabile procedere con l’azione penale.

La consistenza del profitto guadagnato o delle perdite evitate grazie alla condotta abusiva: quando l’agente ha tratto un considerevole profitto o ha evitato perdite importanti, è bene esercitare l’azione penale.

Se vi sono sufficienti presupposti per ritenere che la condotta possa essere continuata o reiterata e una sanzione pecuniaria non ha effetto deterrente, è più opportuno esercitare l’azione penale.

Se il soggetto agente ha avuto precedenti, anche amministrativi, in materia di abusi di mercato.

La consistenza delle misure risarcitorie, adottate dal soggetto agente, nei confronti delle vittime, che hanno subito i danni e/o, se sono stati adottati, alcuni provvedimenti, per migliorare eventuali falle nei sistemi di controllo societario, che hanno consentito l’abuso, per prevenire tali condotte in futuro. Se queste azioni sono state intraprese spontaneamente e prontamente, l’azione penale potrebbe non essere consigliabile. In ogni caso, gli imputati non pos-

sono evitare l'esercizio dell'azione penale solo perché sono in grado di ripagare i danni cagionati.

Gli effetti che l'esercizio dell'azione penale può avere nella prospettiva di proteggere coloro che hanno subito i danni: quando l'azione penale potrebbe produrre effetti contrari a quelli voluti, causando il fallimento della società o l'insolvenza dei singoli individui, potrebbe essere meglio non esercitare l'azione penale.

Quando una persona è stata o sta cooperando volontariamente con la FCA, nell'assumere misure in grado di correggere le cause che hanno consentito l'abuso. In ogni caso, gli imputati non potranno evitare il giudizio penale solo perché hanno, successivamente al fatto, soddisfatto i requisiti di controllo societario, previsti dalla legge, sulla prevenzione degli abusi di mercato nelle società.

Quando il fatto ha comportato un'azione fraudolenta, o è derivato da un abuso di autorità o di fiducia.

Quando la condotta è stata compiuta da più persone e una di queste ha assunto un ruolo di *leadership* nel compimento dell'abuso, può essere bene iniziare un'azione penale nei confronti del singolo.

Quando la condotta è stata posta in essere da due o più persone e una di queste collabora con la FCA, se ne deve tenere conto.

Le circostanze che hanno indotto un individuo ad agire in quel modo, possono essere importanti, nel decidere se iniziare un processo penale».

Punto 4: «La FCA non impone sanzioni amministrative, se la persona è già stata processata per lo stesso fatto. Allo stesso modo la FCA non inizia un procedimento penale, se ha adottato nei confronti della stessa persona, per lo stesso fatto, sanzioni disciplinari/amministrative».

Paragrafo 4: “*Liason with other prosecuting authorities*”, ovvero coordinamento con altre autorità. Punto 1: «La FCA ha aderito a linee guida comuni, per la cooperazione, nei casi in cui più autorità siano competenti ad agire (per esempio, il *Crown Prosecution Service*, cioè i Procuratori della Corona o il *Serious Fraud Office*, Authority nazionale contro le frodi).

La FCA ha anche aderito alla *Prosecutors' Convention* ed alla *Investigators' Convention*, impegnandosi quindi ad osservare quanto in queste stabilito». I funzionari della FCA, infatti, in quanto pubblici ufficiali, nel sistema puramente accusatorio inglese, sono autorizzati ad esercitare l'azione penale dinanzi ad una corte penale. Nel fare questo debbono conformarsi al Codice di Condotta della Pubblica Accusa (*The Code for Crown Prosecutors*), emanato dal *Director of Public Prosecutions* (DPP), come stabilito nel *Prosecution of*

*Offences Act 1985*. Senza entrare troppo nel dettaglio, oltre a prevedere una serie di *test* sul caso concreto, per sondarne la rilevanza e la probabilità di successo, in giudizio (*Full Code Test*, Cap. 4, *The Threshold Test*, Cap. 5, *Selection of Charges*, Cap. 6), mi limito qui a riportare un principio generale del Codice, che ho ritenuto rilevante in questa trattazione: “*General Principles*”, cap. 2, par. 6: «Il pubblico ufficiale che esercita l’azione penale in giudizio, deve osservare i principi sanciti dalla Convenzione Europea dei Diritti dell’Uomo, così come stabilito dallo *Human Rights Act* del 1998, in ogni grado e stato del giudizio ... deve altresì, rispettare gli obblighi assunti in sede pattizia internazionale».

Passando infine al tema dei criteri elaborati per stabilire l’entità della sanzione pecuniaria amministrativa, che si è deciso di adottare nel caso concreto, si è stabilito che la FCA deve tenere conto dei parametri indicati nel *FCA Handbook, Regulatory Processes, Decision Procedure and Penalties Manual (DEPP)*, capitolo 6, rubricato “*Penalties*”, che le permettono di calibrare la portata della misura assunta, imprimendole un fine risarcitorio e non punitivo, così da fugare ogni dubbio sulla sua natura sostanzialmente non penale, ponendola, conseguentemente, al riparo da eventuali condanne, per violazione dei diritti umani, in sede internazionale:

Capitolo 6, paragrafo 5C, rubricato “*The five steps for penalties imposed on individuals in market abuse cases*”, si legge ai punti dal 9 al 16, che la gravità di un fatto è determinata tenendo conto di:

Effetti (*impact*) della condotta abusiva, con riferimento a:

Livello di profitto guadagnato o di perdita evitata, effettivi o anche solo desiderati, dal soggetto agente, come conseguenza, diretta o indiretta, della propria condotta abusiva.

Se, e in che misura, la condotta ha prodotto effetti negativi sui mercati, considerando a questo proposito eventualmente anche quanto questa abbia rischiato di, oppure abbia effettivamente danneggiato, l’ordinato svolgimento delle operazioni o la fiducia degli investitori, nelle borse finanziarie.

Se la condotta ha avuto un impatto rilevante sul prezzo delle azioni o di altri strumenti finanziari.

Natura dell’abuso di mercato, con riferimento a:

Frequenza dell’abuso.

Se si è abusato di una posizione di fiducia.

Se si è istigato un soggetto terzo a compiere l’abuso.

Se il soggetto agente godeva di un ruolo rilevante sul mercato.

Se il soggetto agente è un professionista affermato e con esperienza nel settore.

Se il soggetto agente aveva responsabilità dirigenziali nella società.

Se il soggetto ha agito perché indotto da terzi.

Se il soggetto ha agito intenzionalmente.

Se il soggetto ha agito accettando il rischio (*Reckless conduct*) che le proprie azioni potessero dare luogo ad un abuso di mercato.

## 6. Considerazioni finali.

In conclusione, posto che la stessa Corte EDU, recentemente, con la pronuncia *A e B c. Norvegia*<sup>70</sup>, ha ridimensionato quello che *prima facie*, con la pronuncia *Grande Stevens*, sembrava essere un veto insuperabile, sancendo che, per accertare un *bis in idem* sostanziale, occorre altresì «verificare che i due procedimenti siano sufficientemente connessi nella sostanza e nel tempo», nonché che: «L'art. 4, del Prot. Add. VII ... non proibisce in assoluto l'ipotesi di un sistema "integrato", che regoli le condotte in esame con due diversi approcci (penale e amministrativo: "*parallel stages of legal responses*"), da parte di due diverse autorità, con scopi diversi (regolatore e punitivo)», in uno Stato di diritto il legislatore non può considerare risolta una violazione strutturale e sistematica dei diritti umani fondamentali accontentandosi di una pronuncia di prescrizione, il cui unico effetto, ad oggi, è stato quello di non fare chiarezza sulla correttezza dell'operato dei ricorrenti, cagionando loro un pregiudizio (opinione condivisa in dottrina<sup>71</sup>).

---

<sup>70</sup>Corte EDU, *A e B c. Norvegia*, Ricorsi nn. 24130/11 e 29758/11, 15 novembre 2016. Commentata in dottrina da: VIGANO', *op. cit.*, 18 Novembre 2016; CUCCHIARA, *Corte EDU. Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia tributaria: negata la violazione dell'art. 4, Prot. 7 alla Convenzione*, in *Giur. Pen.*, 16 Novembre 2016; FIMIANI, *Market abuse e doppio binario sanzionatorio dopo la sentenza della Corte E.D.U., Grande Camera, 15 Novembre 2016, A e B c. Norvegia*, in [www.dirittopenalecontemporaneo.it](http://www.dirittopenalecontemporaneo.it), 8 Febbraio 2017; CASSIBBA, *Disorientamenti giurisprudenziali in tema di ne bis in idem e "doppio binario" sanzionatorio*, in *Proc. pen. e giust.*, fasc. 6, 2017, 1098-1112.

<sup>71</sup>LAVARINI, *Corte europea dei diritti umani e ne bis in idem: la crisi del "doppio binario" sanzionatorio*, in *Dir. pen. proc.*, fasc. 12, Speciale CEDU, 2014, 85: «In ragione dell'espressa precisazione, nella sentenza "Grande Stevens", che la conclusione del procedimento penale non dovrà avere «conseguenze pregiudizievoli per i ricorrenti»: come non si è mancato di rilevare, è quantomeno dubbio che la declaratoria di prescrizione del reato soddisfi quest'ultima condizione, se non altro perché "moralmente" più pesante di una declaratoria di improcedibilità dell'azione penale per violazione del ne bis in idem».

Così, in una prospettiva *de jure condendo*, nel VI “Considerando” della MAD II, si legge: «È essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato, istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale, rispetto alle sanzioni amministrative. Introducendo sanzioni penali almeno per le forme gravi di abusi di mercato, si stabiliscono confini chiari per i comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali trasgressori il messaggio che tali condotte sono considerate molto seriamente dalle autorità competenti». Queste parole nascono dalla consapevolezza, maturata negli anni della crisi finanziaria mondiale, dalle più autorevoli istituzioni europee e nazionali, degli effetti devastanti che la fallimentare politica del “*laissez faire, laissez passer*” è in grado di causare nelle vite dei piccoli risparmiatori, fragili ma fondamentali, nella tenuta economica e quindi nell’esistenza stessa di uno Stato. Da qui, l’esigenza di dar vita ad un sistema sanzionatorio uniforme su tutto il territorio europeo, capace di colpire duramente le condotte manipolative del mercato, attraverso l’elezione della sanzione penale a *prima ratio* delle politiche legislative dei *conditores legum*. Alla luce di queste constatazioni, ben si potrebbe pensare ad un meccanismo deterrente a *sanzioni crescenti*: dagli illeciti amministrativi per le condotte meno lesive, alla repressione penale nei casi più gravi, assumendo come parametro discretivo la proporzionalità tra entità dell’offesa e tutela dei beni giuridici in gioco, come attualmente accade nel Regno Unito. In questo modo, la Consob eserciterebbe il proprio ruolo di “sentinella” dei mercati finanziari, potendo contare su di un personale specializzato, in grado di individuare agevolmente oscillazioni azionarie sospette. Qualora, poi, venga in contatto con anomalie finanziarie, ben potrà denunciarle all’autorità giudiziaria, potendo anche costituirsi parte civile, senza il rischio di incorrere in conflitti d’interesse o condotte accusate di inopportunità<sup>72</sup>. Spetterà, in seguito, alla magistratura accertare i fatti ed eventualmente perseguire penalmente gli autori delle condotte contestate, relegando le sanzioni amministrative ai casi - per la verità non pochi - di minore gravità, che meglio si conciliano con un procedimento non giurisdizionale, quantomeno nelle sue fasi più delicate.

In questo senso, eventuali interventi correttivi/manipolativi, ad opera della Suprema Corte di Cassazione o del Giudice delle Leggi, volti a ricomporre la frattura creatasi con l’ordinamento C.E.D.U., rischierebbero di “erodere” la funzione nomopoietica del Parlamento, che l’art. 25, co. 2, Cost. attribuisce

---

<sup>72</sup>D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, 370.

ad esso, sancendo la c.d. riserva assoluta di legge in materia penale<sup>73</sup>. Pertanto, nell'intento di non lasciare spazi a nuove manifestazioni di *giurisprudenza giuscreativa*, è da ribadire con forza che unico soggetto legittimato a riscrivere la disciplina in materia di manipolazione di mercato è e resta il legislatore.

---

<sup>73</sup>G. DELITALIA, *La riserva di legge in materia penale*, in *Enciclopedia del Diritto*, Milano, XII, 1964.