



*Struttura di formazione decentrata  
della Corte di cassazione*

***IL DIVIETO DI BIS IN IDEM NELLA ESPERIENZA E NELLE  
PROSPETTIVE DELLE AUTORITA' INDIPENDENTI***

**Corte di Cassazione Roma, 19 febbraio 2020, ore 14,30  
Aula Magna (Il piano)**

***Giuseppe Maria Berruti***

*Commissario Consob*

*già Presidente di Sezione della Corte di cassazione*

## *Il divieto di bis in idem nella esperienza e nelle prospettive delle Autorità indipendenti.*

*(Consob: il rapporto tra le funzioni di regolamentazione, controllo e sanzione con le giurisdizioni. l' indipendenza dell'Autorità.)*

### *Roma Aula Magna corte di Cassazione 19 febbraio 2020*

*La maggior parte delle crisi inducono la creazione di nuove regole e di nuove leggi che legislatore e autorità di vigilanza si danno per stabilizzare il sistema finanziario e per proteggere il consumatore/elettore, il punto critico è che la possibilità di nuove crisi non può essere cancellata da regole eccessivamente cautelative (Ascesa e declino del denaro, Niall Ferguson 2009, teorico della Storia controfattuale).*

#### 1. Considerazioni introduttive sul sistema.

In Italia, la funzione di vigilanza sui mercati degli strumenti finanziari, [di garanzia della trasparenza informativa del mercato e della correttezza degli operatori] e di protezione degli investitori, declinata comunemente quale tutela dei mercati finanziari, è attribuita alla CONSOB<sup>1</sup>, istituita con legge nel 1974<sup>2</sup>.

Tutelare il risparmio significa tutelare il piccolo e medio risparmiatore, ossia colui che investe i frutti del proprio lavoro, al quale va garantito un quadro informativo

---

<sup>1</sup> La Consob:

- verifica la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori per la salvaguardia della fiducia e la competitività del sistema finanziario, la tutela degli investitori, l'osservanza delle norme in materia finanziaria;
- vigila per prevenire e, ove occorra, sanzionare eventuali comportamenti scorretti; esercita i poteri attribuiti dalla legge affinché siano messe a disposizione dei risparmiatori le informazioni necessarie per poter effettuare scelte di investimento consapevoli;
- opera per garantire la massima efficienza delle contrattazioni, assicurando la qualità dei prezzi nonché l'efficienza e la certezza delle modalità di esecuzione dei contratti conclusi sui mercati regolamentati;

<sup>2</sup> Con l'istituzione della Consob è stata introdotta nel nostro ordinamento la figura delle c.d. autorità amministrative indipendenti, già note oltralpe, negli anni settanta, quando in Francia vi è stata l'istituzione di diverse *autorités administratives indépendantes*, (vedi in proposito Consiglio di Stato, parere 6.5.2011, n. 1721, riguardante la riconosciuta indipendenza della Consob). Le funzioni attribuite alle autorità indipendenti non rientrano, o meglio non devono rientrare, nell'attività di gestione, ma in quella di controllo, di regolazione e di sanzione, per le quali è necessaria la neutralità. Tali autorità devono essere realmente neutrali nel senso che non spetta ad esse una direzione politica del mercato, ma ad esse è affidata la tutela del mercato.

adeguato e trasparente nell'ambito delle operazioni che si appresta ad effettuare<sup>3</sup>. E per dare l'idea del perimetro del campo da gioco, si evidenzia che l'ammontare delle attività finanziarie delle famiglie italiane è pari a 3.943,5 miliardi di euro<sup>4</sup>. (fonte "La ricchezza delle famiglie italiane" Anno 2014 -dicembre 2015, Banca d'Italia)<sup>5</sup>. L'industria del risparmio italiano gestito a dicembre 2017 indicava un patrimonio gestito pari a 2.089,138 miliardi di euro (fonte Assogestioni, "Mappa trimestrale del risparmio gestito", IV trimestre 2017). A giugno 2016 la consistenza dei crediti deteriorati lordi era pari a 356 miliardi.

In pochi Stati Europei la tutela del risparmio viene sancita esplicitamente e direttamente nella Costituzione, come è avvenuto nella Costituzione italiana. Nella maggior parte dei Paesi, a partire dalla Francia e dal Belgio fino alla Germania, manca una previsione costituzionale che attribuisca esplicitamente allo Stato il compito di tutelare il risparmio<sup>6</sup>. La nostra Costituzione, all'art. 47, **prevede che sia lo Stato ad incoraggiare e tutelare il risparmio in tutte le sue forme<sup>7</sup> e prevede altresì che, sempre lo Stato, coordini e controlli l'esercizio del credito. Il risparmio costituisce un valore costituzionale ed è materia nella quale lo Stato ha legislazione esclusiva [art. 117, comma 2, lett. e) della Costituzione].** Ciò vuol dire che la tutela costituzionale si estende fino a vietare che altri che la legge possa regolare l'esercizio delle attività economiche che comportano la disponibilità del risparmio.

Unitamente al risparmio, l'art. 47 della Costituzione tutela, del tutto coerentemente a detta impostazione, l'esercizio del credito che costituisce uno dei fattori dell'equilibrio economico. Come ha ricordato di recente un autorevole Maestro, «*Il sistema del credito [...] è, in linea generale, irrinunciabilmente ancorato a quello della "fiducia": della fiducia che [...] si scambia[...] in un mercato libero e responsabile, ma soprattutto di quella che possiamo considerare "comune", di quella che le comunità pongono anche involontariamente – e, perfino, inconsapevolmente –*

---

<sup>3</sup> «Affinché il risparmio non sia scoraggiato, l'investitore finanziario deve poter ottenere un giusto rendimento reale dal suo patrimonio, nutrendo una ragionevole fiducia nella stabilità del suo valore e nella restituzione a scadenza» scrive **Salvatore Rossi** (Presidente dell'IVASS) nell'intervento di chiusura del convegno "La tutela del risparmio nell'Unione bancaria".

<sup>4</sup> Il totale attività reali delle famiglie italiane è invece pari a 6.583,3 miliardi di euro correnti.

<sup>5</sup> Si segnala, inoltre che stando alle analisi effettuate da Banca d'Italia, il 30 per cento più ricco delle famiglie detiene invece circa il 75 per cento del patrimonio netto complessivamente rilevato, con una ricchezza netta media pari a 510.000 euro. Oltre il 40 per cento di questa quota è detenuta dal 5 per cento più ricco, che ha un patrimonio netto in media pari a 1,3 milioni di euro (fonte Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Marzo 2018, Banca d'Italia).

<sup>6</sup> In realtà, in questi paesi la tutela del risparmio è implicita in altre previsioni costituzionali e, dunque, seppur indirettamente, il risparmio si qualifica quale bene costituzionalmente rilevante.

<sup>7</sup> La legge bancaria del 1936 (regio decreto-legge 12 marzo 1936, n. 375, convertito, con modificazioni, nella legge 7 marzo 1938, n. 141) – intitolata «Disposizioni per la difesa del risparmio e per la disciplina della funzione creditizia» (con l'endiadi riproposta dal nostro art. 47 Cost.) – aveva qualificato, all'art. 1, la raccolta del risparmio («sotto ogni forma») e l'esercizio del credito come «funzioni di interesse pubblico».

*a base della loro convivenza e che, nella prospettiva costituzionale, ne rappresenta come l'emblema» (Paolo Grossi La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione, pag. 4)<sup>8</sup>.*

La stessa Consob nei piani strategici triennali, ha indicato che *“la mission fondamentale può essere individuata nella protezione degli investitori e viene perseguita attraverso gli “strumenti” della vigilanza sulla trasparenza e sulle regole di condotta. Infatti, le finalità declinate dal Tuf [Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d.lgs. 24 febbraio 1998 , n. 58 e successive modifiche)] con riferimento a specifici soggetti vigilati (emittenti, intermediari e mercati) si configurano, sul piano sostanziale, come obiettivi intermedi (o coincidenti) rispetto all'obiettivo ultimo della tutela dei risparmiatori”*.

**L'orientamento dell'azione della Consob alla tutela del bene costituzionale del pubblico risparmio connota la natura del potere esercitato dall'Autorità. Esso non consiste nella classica attività amministrativa di ponderazione discrezionale di interessi contrastanti, quelli del cittadino da un lato e dell'amministrazione dall'altro, in funzione della realizzazione dell'interesse pubblico cui l'amministrazione è preposta, bensì risulta nel perseguimento di un valore che è individuato dalla legge stessa al di fuori di ogni logica “politica”. Si configura, in altre parole, l'esercizio di discrezionalità tecnica in posizione di terzietà rispetto agli interessi economici in gioco. Per tali caratteristiche intrinseche dell'esercizio del potere il modello procedimentale dell'azione amministrativa della Consob è strutturalmente connotato in senso partecipativo, poiché solo attraverso la più ampia emersione degli elementi fattuali, anche in contraddittorio con gli interessati, è possibile per l'autorità condurre gli accertamenti e le valutazioni tecniche da porre alla base delle proprie determinazioni finali. Valutazioni tecniche che, spesso, presentano un elevato grado di complessità, per cui la sussunzione del fatto concreto nella fattispecie astratta vale non solo a governare il caso di specie, ma persino a regolare quelli che potrebbero entrare nella sfera di azione dell'Autorità in un successivo momento. (A. Pajno, *Il Giudice dell'autorità amministrative indipendenti, in Diritto Processuale Amministrativo*, 3/2004)**

La valenza *“regolatoria”* dell'agire dell'Autorità si coglie appieno appena si considera che la Consob dispone, come noto, anche di poteri di vigilanza

---

<sup>8</sup> In argomento, il Prof. Grossi ha precisato che «[il risparmio] non è una sterile custodia o una sorta di malinconica imbalsamazione di ciò che si è prodotto. Esso, al contrario, esprime piuttosto una propensione alla speranza, un atteggiamento di fiducia verso il futuro e, anzi, un affidamento: che si abbia, cioè, la capacità di mettere direttamente a frutto quelle risorse, con l'aspettativa di migliorare le qualità della propria vita; e che si abbia la possibilità di rendere quelle risorse disponibili ad altri, affinché, attraverso soprattutto il sistema finanziario, le impieghino in investimenti».

regolamentare, avendo potestà normativa di secondo livello in tutti i numerosissimi casi di rinvio a norme di specificazione contenuti nel Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d.lgs. 24 febbraio 1998 , n. 58 e successive modifiche). Vigilanza, quella regolamentare, che è divenuta sempre di più parte di un sistema multilivello<sup>9</sup>, nel quale alle autorità nazionali viene riconosciuto un ruolo rilevante<sup>10</sup> nel supporto alle delegazioni istituzionali che partecipano alla fase ascendente della legislazione, nonché ai processi decisionali dell'Unione Europea, **dove assume una importanza crescente la capacità di sostenere le posizioni nazionali sulla base di evidenze empiriche relative al contesto di mercato, all'effettiva conformazione dei problemi da risolvere, ai costi e ai benefici connessi al quadro regolatorio vigente ovvero in via di definizione.**

### 1. L integrazione del mercato dei capitali.

In Europa, infatti il punto di partenza per l'integrazione del mercato dei capitali è stato il Trattato di Maastricht (Trattato sull'Unione europea) del 1992. Successivamente, nel 2004 l'Unione Europea ha ritenuto che il quadro giuridico comunitario dovesse disciplinare tutte le attività destinate agli investitori e che fosse *«indispensabile assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine»*(direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004). Qualche anno dopo, nel 2009, erano già stati messi in evidenza i limiti di un sistema di vigilanza definito di *“armonizzazione minima”* e gli effetti che tali limiti avevano avuto nel diffondersi della crisi di fiducia nel settore bancario in Europa<sup>11</sup> e, conseguentemente, è stata realizzata

---

<sup>9</sup> Al modello di regolazione *“a livelli”*, definito in ambito europeo dalla *procedura Lamfalussy* che riconosce agli Stati membri opzioni e spazi di discrezionalità, si è affiancato un modello di intervento diretto, in cui si tende a sostituire le direttive di *“livello I”* con regolamenti direttamente applicabili, che prevedono un coinvolgimento significativo dell'ESMA sia per quanto riguarda la produzione normativa a contenuto tecnico, che per l'attività di vigilanza (cfr. Comunicazione della Commissione Europea del 15 maggio 2014 su *“La riforma del settore finanziario europeo”*).

<sup>10</sup> Il procedimento che porta all'adozione di atti generali da parte della Consob è, infatti, parte di un complesso reticolo di attività che coinvolge istituzioni europee, nazionali e operatori del mercato. A ciò si aggiunga che la norma, ad elevata complessità tecnica, che la Consob pone in via generale ed astratta nell'esercizio della potestà regolamentare si delinea ulteriormente anche attraverso provvedimenti amministrativi, per cui la partecipazione procedimentale diviene strumento di legittimazione democratica dell'Autorità.

I processi di produzione normativa della Consob sono improntati ai principi di proporzionalità, trasparenza e partecipazione sanciti dall'art. 23 della legge n. 262 del 2005 in applicazione anche delle regole di qualità degli atti normativi delineatesi in ambito sovranazionale (Comunicazione UE pubblicata nel marzo 2005, dal titolo *Better Regulation for Growth and Jobs in the European Union*). Con la delibera n. 19654 del 6 luglio 2016, la Consob ha dato attuazione ai quei principi sanciti dalla legge n. 262 del 2005. In passato era prassi della Consob far precedere l'adozione di norme regolamentari dallo svolgimento di forme di consultazione, realizzate, nella maggioranza dei casi, mediante la pubblicazione sul sito internet dell'autorità di un documento di consultazione

<sup>11</sup>Il rapporto di Jacques de Larosière del 2009 proponeva il superamento di tale sistema attraverso la creazione di *“un sistema regolamentare e istituzionale del settore bancario europeo basato sulla armonizzazione massima, vale a dire*

l'Unione bancaria <sup>12</sup>[Regolamento (UE) n. 575/2013 del 26 giugno 2013 “CRR” e Direttiva 2013/36/UE del 26 giugno 2013 “CRD IV” nonché i successivi Regolamenti delegati] e, quindi, si è preparata la via alla realizzazione della Unione dei mercati dei capitali.

Più precisamente, la Commissione Europea, nel 2015, ha indicato che l'ulteriore passo era rappresentato dall'unione del mercato dei capitali<sup>13</sup>. In proposito, è stato pubblicato un Libro verde “*Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*” [COM(2015) 63 *final*] ed è stato emanato un apposito *Action Plan* [COM(2015) 468 *final*] per individuare le azioni necessarie a migliorare l'accesso ai finanziamenti per le imprese e le PMI europee, per tutte le imprese e i progetti infrastrutturali in Europa, aumentare gli investimenti e le scelte per gli investitori finali e quelli istituzionali, abbattere le barriere transfrontaliere e di sviluppo dei mercati dei capitali per tutti i 28 Stati membri (ora 27+1, dopo Brexit). La Commissione ha indicato

---

*sulla creazione di un corpo unico di regole europee direttamente applicabili negli Stati membri senza bisogno di trasposizione nazionale”*

<sup>12</sup> L'evoluzione più recente in sede europea è costituita dall'Unione bancaria che si pone l'obiettivo di armonizzare a livello dell'Unione europea le competenze in materia di vigilanza, risoluzione e finanziamento delle banche. L'Unione bancaria si compone di tre pilastri:

- i. il primo pilastro è costituito dal Meccanismo di vigilanza unico (MVU). Il MVU, operativo dal novembre 2014, assegna alla Banca centrale europea la vigilanza bancaria diretta sulle banche di maggiori dimensioni; le autorità nazionali di vigilanza continueranno a occuparsi della vigilanza su tutte le altre banche, sotto la responsabilità ultima della BCE;
- ii. il secondo pilastro dell'Unione bancaria, attivo dal 2016, è costituito dal Meccanismo di risoluzione unico (MRU), che intende centralizzare le procedure di risoluzione bancaria e minimizzare i costi per i contribuenti e l'economia reale di eventuali dissesti bancari (tra gli strumenti a disposizione dell'autorità di risoluzione vi è il cosiddetto *bail-in*, che consente la riduzione del valore delle azioni e di alcuni crediti, o la loro conversione in azioni, per assorbire le perdite della banca e favorirne la ricapitalizzazione);
- iii. il terzo pilastro dell'Unione bancaria è il sistema europeo di assicurazione dei depositi (*European Deposit Insurance Scheme* - EDIS), che dovrà essere realizzato sulla base dei sistemi nazionali esistenti di garanzia dei depositi. (Profili storici sulla tutela del risparmio in Italia - Marianna Astore)

<sup>13</sup>Il 30 settembre 2015, la Commissione europea ha presentato il suo piano d'azione per creare un'Unione dei mercati dei capitali (c.d. “CMU”), ossia il progetto di costruzione di un mercato integrato dei capitali, «*un pilastro fondamentale del piano di investimenti per l'Europa*» che attraverso «*una combinazione di riforme normative e non, [...] si propone di migliorare il collegamento tra i risparmi e gli investimenti*» e «*mira [...] a rafforzare il sistema finanziario europeo, offrendo fonti di finanziamento alternative e aumentando le opportunità di investimento per i consumatori e gli investitori istituzionali. Per le imprese, in particolare per le PMI e le start-up, l'CMU significa accedere a più opportunità di finanziamento, quali il venture capital e il finanziamento collettivo. Il rilancio dell'CMU pone un forte accento sul finanziamento sostenibile e verde: poiché il settore finanziario inizia ad aiutare gli investitori sensibili alla sostenibilità a scegliere imprese e progetti adeguati, la Commissione intende diventare la leader mondiale del sostegno alle iniziative di questa natura*». Nel giugno 2017, la Commissione ha aggiornato e completato il piano d'azione della CMU rafforzando le azioni esistenti e introducendo nuove misure in risposta alle priorità e alle sfide in evoluzione. Tra le nuove azioni, la Commissione ha introdotto una «*proposta legislativa per un quadro UE per le obbligazioni garantite [covered bond] nel primo trimestre 2018. Questo mirerà a creare un mercato delle obbligazioni garantite più integrato nell'UE, senza indebolire la qualità delle obbligazioni garantite esistenti. I mercati dei covered bond sono un canale importante per il finanziamento a lungo termine dell'economia reale; Parallelamente, la Commissione esplorerà la possibilità di sviluppare le obbligazioni garantite europee come strumento per prestiti alle PMI e prestiti per infrastrutture*» [di recente, 12 marzo 2018, è stata pubblicato in proposito la Proposta di Direttiva relativa all'emissione di obbligazioni garantite e alla vigilanza pubblica delle obbligazioni garantite e che modifica la direttiva 2009/65/CE e la direttiva 2014/59/UE - COM(2018) 94 *final*]. (“*Completare l'Unione dei mercati dei capitali basandosi sulla prima serie di risultati*”, Bruxelles, 8 giugno 2017).

come necessario l'istituzione di un codice unico di norme, sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II<sup>14</sup>), sugli abusi di mercato (MAR/MAD), sui gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva sui GEFIA), sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR) e sui depositari centrali di titoli (CSDR). Un codice unico europeo

---

<sup>14</sup> L'attuale disciplina nazionale in materia di servizi di investimento rinvia dalle norme della Direttiva 2004/39/CE, cd. MiFID, aggiornata con l'entrata in vigore della Direttiva n. 2014/65/UE, cd. MiFID II che ha trovato applicazione a far data dal 3 gennaio 2018. All'interno della MiFID II assume specifica rilevanza la nuova disciplina in tema di *product governance*, alla stregua della quale le imprese di investimento non sono chiamate solo a comprendere le caratteristiche dei prodotti che offrono o raccomandano, al fine di servire al meglio l'interesse del cliente, ma anche a "strutturare" i prodotti, concepandoli specificamente per determinate categorie di clienti e per i relativi mercati di riferimento, nei quali dovranno, poi, essere distribuiti e la conseguente, eventuale, attivazione dei poteri di *product intervention* di cui al Regolamento (UE) n. 600/2014 (c.d. MiFIR), laddove l'Autorità di vigilanza europea o nazionale accerti che gli obiettivi di tutela che si intendono perseguire non possano essere efficacemente realizzati attraverso l'applicazione delle norme esistenti, *in primis* quelle di *product governance*, ovvero incrementando l'*enforcement* verso gli operatori. Analogamente rilevante è la vigilanza sul corretto adempimento degli obblighi di *transaction reporting*, come ridefiniti da MiFID II /MiFIR, (monitoraggio e vigilanza sul flusso e sulla qualità delle informazioni, sospensione degli obblighi di trasparenza in relazione alle soglie di liquidità e integrazione delle informazioni con quelle sui mercati al fine di assicurare il monitoraggio delle negoziazioni sul mercato e fuori mercato - in tempo reale e in differita - e incrementare la capacità di individuare e prevenire i casi di potenziale abuso di mercato). Il quadro normativo è stato completato a seguito dell'introduzione degli artt. 4-*sexies*, comma 5, e 4-*septies*, comma 5, del TUF, (vedi d.lgs. n. 224/2011, di adeguamento dell'ordinamento nazionale alla disciplina prevista dal regolamento PRIIPs), che hanno conferite alla Consob potestà regolamentari esercitate dall'Autorità con la modifica del Regolamento Emittenti, in vigore dal 1° gennaio 2018. Le modifiche hanno riguardato essenzialmente la disciplina delle modalità di adempimento dell'obbligo di notifica alla Consob del 'documento contenente le informazioni chiave' ("KID") per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati commercializzati nel nostro Paese, nonché delle versioni riviste a seguito del riesame effettuato dall'ideatore del PRIIP sulle informazioni contenute nel KID, in ottemperanza a quanto previsto dall'art. 10 del regolamento PRIIPs e dalle relative disposizioni attuative di matrice europea. Più precisamente, si osserva che il regolamento PRIIPs introduce un documento a consegna obbligatoria, il *Key Information Document* ("KID"), contenente le informazioni chiave che devono essere fornite agli investitori al dettaglio in occasione dell'acquisto di prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs), al fine di agevolarne la comprensione e la comparabilità. Il KID, redatto in forma standardizzata, chiara e succinta, di lunghezza non superiore alle 3 pagine, si applica a un'ampia gamma di prodotti, attualmente assoggettati a regimi di disclosure non uniformi. In particolare, sono ricompresi nell'ambito di applicazione del Regolamento i prodotti strutturati, gli strumenti emessi da SPV, i depositi strutturati, gli strumenti derivati, gli OICR (sino al 31 dicembre 2019 gli obblighi previsti nel Regolamento non si applicano, tuttavia, agli UCITS - cfr. art. 32 del Regolamento PRIIPs) e gli *insurance-based investment products* (IBIP). La nozione di IBIP, prodotti di investimento assicurativi, è stata introdotta per la prima volta in Europa con il regolamento PRIIPs e ripresa in termini conformi nella direttiva IDD. L'articolo 4, par. 1, n. 2), del regolamento PRIIPs definisce "prodotto di investimento assicurativo" (IBIP): "un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni di mercato". Sono inclusi in tale categoria i prodotti di ramo I della tipologia mista rivalutabile, i prodotti di ramo III e V e i prodotti multiramo. Destinatari degli obblighi di redazione e consegna all'investitore retail del KID sono, oltre al *manufacturer* e al *seller*, anche colui che presta consulenza avente ad oggetto un PRIIP. Da ultimo, si segnala che in data 30 giugno 2017 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il Regolamento (UE) 1129/2017, relativo al prospetto informativo da predisporre e pubblicare per l'offerta al pubblico e l'ammissione alla negoziazione di titoli in mercati regolamentati nell'Unione Europea. Tale Regolamento sostituisce integralmente la precedente direttiva 2003/71/CE e si applica dal 21 luglio 2019 fatta eccezione per la facoltà di ciascuno Stato membro di introdurre un'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto nel caso di offerte di valore complessivo superiore a euro 1.000.000 e inferiore a euro 8.000.000, che si applica dal 21 luglio 2018, nonché delle esenzioni di cui all'art. 1, par. 5, lett. a), b) e c), del citato Regolamento, che risultano già applicabili a decorrere dal 21 luglio 2017 (**delibera Consob n. 20250 del 2018**). Per completezza informativa si evidenzia che fonte normativa direttamente applicabile ai sensi dell'art. 288 ss. del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) mentre i regolamenti delegati ed i regolamenti di attuazione sono regolati rispettivamente dall'art. 290 e dall'art. 291. La immediata cogenza delle disposizioni dei regolamenti UE (cd. "self executing") si impone *ex se* all'interno degli ordinamenti nazionali -senza richiedere una attività di "recepimento" e/ o trasposizione - rendendo inapplicabili (non applicabili ovvero disapplicabili) le norme domestiche di rango primario e secondario che insistono sulla materia regolata a livello europeo.

quale passo fondamentale verso un quadro regolamentare più armonizzato per i mercati dei capitali, proprio per evitare la cosiddetta **sovraregolamentazione ("gold-plating")** da parte degli Stati membri e per garantire che la normativa finanziaria dell'UE sia correttamente attuata e applicata nella pratica. In sede di attuazione della normativa europea, tra livello europeo e livello nazionale di regolamentazione e vigilanza, le norme tecniche di regolamentazione (*Regulatory Technical Standard – RTS*) o di attuazione (*Implementing Technical Standard – ITS*) emanate dall'ESMA consentono un puntuale adeguamento da parte delle autorità e degli operatori nazionali, essendo molto più dettagliate e prescrittive degli orientamenti vigenti al momento.

L'attuale sistema europeo di vigilanza del mercato finanziario è quindi basato sul concorso di una **vigilanza decentrata a livello nazionale e di un'attività di regolamentazione accentrata a livello europeo**<sup>15</sup>. Recentissimi sono le proposte di affidare funzioni di vigilanza esclusive alle Autorità europee, in particolare e per quanto di nostro interesse, a favore dell'ESMA (vedi la proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, COM(2018) 113 *final*)<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> L'esperienza di vigilanza maturata in Europa nel corso delle recenti crisi e dopo il fallimento dei primi tentativi di risolverle con metodi usuali, ha fatto emergere per l'Europa la necessità di rispondere ai mutamenti del contesto esterno che hanno portato nel 2010 alla creazione (Regolamenti UE nn. 1092/2010, 1093/2010, 1094/2010, 1095/2010) del Sistema europeo di vigilanza finanziaria - SEVIF (*European System of Financial Supervision* - ESFS), istituito come sistema decentrato plurilivello di autorità microprudenziali e macroprudenziali con lo scopo di assicurare una vigilanza finanziaria coerente e uniforme all'interno dell'Unione Europea.

Nel SEVIF sono riuniti gli attori impegnati nella vigilanza finanziaria a livello nazionale e a livello di Unione in una rete integrata. La rete comprende un Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board – ESRB*) responsabile della vigilanza macroprudenziale e tre autorità di vigilanza microprudenziale, ESMA (*European Securities and Markets Authority* - Autorità europea per i valori e i mercati mobiliari), EBA (*European Bank Authority* - Autorità bancaria europea), EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority* - Autorità europea per il settore delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali). Secondo il principio di leale cooperazione ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 3, del Trattato sull'Unione europea, le parti aderenti al SEVIF sono tenute a collaborare, assicurando in particolare adeguati flussi di informazioni. In tale ambito anche la ECB (*European Central Bank* - Banca centrale europea) coopera strettamente con le autorità di vigilanza a livello nazionale (NCA, *national competent authorities*, autorità di vigilanza nazionali) - che fanno parte del SEVIF, tra esse anche la Consob, con le tre autorità di vigilanza microprudenziale e con il Comitato europeo per il rischio sistemico.

<sup>16</sup>La legislazione eurounitaria ha sostenuto il ricorso alla "armonizzazione massima" non solo quale conseguenza alle crisi che hanno afflitto l'Europa nell'ultimo decennio e hanno minato la fiducia dei risparmiatori, ma soprattutto per realizzare l'obiettivo di creare un mercato finanziario integrato, ritenuto fortemente sbilanciato verso i canali di credito bancari tradizionali, nel quale gli investitori siano 'efficacemente' tutelati (considerando 164 direttiva 2014/65). In questo senso anche l'intervento sulla disciplina prevista dalla Direttiva Prospetto (operato mediante il Regolamento (UE) 2017/1129 del 14 giugno 2017 che ha abrogato a decorrere dal 21 luglio 2019 la direttiva 2003/71/CE) finalizzata a incentivare canali di raccolta alternativi al sistema bancario, con la quale la Commissione, al fine di evitare disomogeneità tra le normative nazionali degli Stati Membri in fase di implementazione della normativa europea, è intervenuta adottando un atto normativo che è direttamente applicabile negli Stati Membri senza necessità di recepimento a livello nazionale.



**Da ciò la necessità di guardare al quadro nazionale in coerenza con quello Europeo, ma partendo dalla sua essenzialità anzitutto politica.**

### 3. Il quadro giuridico nazionale.

Tornando alla legislazione domestica, si osserva che il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d.lgs. n. 58 del 1998 e successive modifiche - cd. decreto Draghi o TUIF) contiene già tra i primi articoli norme strumentali a creare un quadro di cooperazione istituzionale tra Autorità, prevedendo espressamente che Consob e Banca d'Italia collaborino ben oltre i limiti della vigilanza informativa, coinvolgendo anche la vigilanza ispettiva prevista nel TUIF allo scopo di acquisire e condividere una visione unitaria dell'intermediario e dei rischi dal medesimo assunto. L'art. 6-ter, comma 5, del Testo unico ora in vigore prevede, infatti, che *"ciascuna autorità comunica le ispezioni disposte all'altra autorità, la quale può chiedere accertamenti su profili di propria competenza"*<sup>17</sup>.

Sul sito internet dell'Autorità si legge *«l'esercizio delle competenze di vigilanza in materia di trasparenza e regole di condotta mira in primo luogo a far sì che i soggetti vigilati divulgino nei modi e nei tempi opportuni tutte le informazioni necessarie affinché gli investitori [...] possano pervenire ad una compiuta valutazione delle*

---

<sup>17</sup>In data 3 gennaio 2018 sono entrate in vigore le modifiche apportate al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (dal d.lgs. n. 129 del 3 agosto 2017, con cui sono state recepite nel nostro ordinamento la Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II) e la Direttiva delegata (UE) 2017/593 (c.d. Direttiva delegata) e con cui è stata adeguata la normativa domestica al Regolamento (UE) n. 600/2014 (c.d. MiFIR). Dalla medesima data trovano inoltre diretta applicazione negli Stati membri anche i Regolamenti delegati, recanti disposizioni che integrano e attuano nel dettaglio i principi e le previsioni contenute nelle fonti europee di rango primario. Particolare rilievo viene ad assumere il Regolamento delegato (UE) 2017/565 (che "integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva"). In data 20 febbraio 2018 è entrato in vigore il nuovo Regolamento recante la disciplina in materia di intermediari, adottato con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018. Sono stati recepiti nell'articolo 68-quinquies, commi 2 e 3, della Parte III del TUF gli obblighi di cooperazione nuovi imposti da MiFID II a ciascuna Autorità competente, nei confronti delle altre Autorità competenti europee e dell'ESMA, finalizzati allo stretto coordinamento dell'azione di vigilanza in ambito europeo in una materia integralmente nuova alla disciplina di armonizzazione (vedi, per esempio, le previsioni oggi contenute negli articoli 79, comma 2, MiFID II avente ad oggetto l'istituzione di accordi di cooperazione con l'Autorità dello Stato membro d'origine di una sede di negoziazione la cui operatività sia diventata di sostanziale importanza per il funzionamento dei mercati e la protezione degli investitori nell'ordinamento italiano, ovvero i limiti di posizione in derivati su merci (recepita nel nuovo testo del TUF dagli articoli da 68 a 68-quinquies). Tale materia, peraltro, trova un analogo nella disciplina della sospensione e revoca degli strumenti finanziari, anch'essa puntualmente definita nel TUF vigente nell'articolo 64, commi 1-*quater* e 1-*sexies*, e quindi replicata nel nuovo testo (vedi art. 66-*quater*). Onde garantire coerenza di approccio nei diversi ambiti normativi in cui sono previste misure di coordinamento della cooperazione internazionale nell'ambito delle diverse discipline di derivazione europea, resta tuttavia ferma l'opportunità di procedere in esito alla consultazione a un'ulteriore riflessione sulla preferibilità di recepire puntualmente nel testo del TUF tali indicazioni (così come proposto nei casi sopra espressamente citati), ovvero continuare a ritenere garantita la possibilità di agire in chiave di cooperazione internazionale sulla base del disposto del già citato articolo 4 del TUF. A tale riguardo, si rappresenta infatti che l'articolo 4, comma 2, del TUF oltre a sancire la collaborazione da parte di Banca d'Italia e Consob, anche mediante scambio di informazioni, con le autorità e i comitati che compongono il SEVIF al fine di agevolare le rispettive funzioni, richiede l'adempimento, nei casi e nei modi stabiliti dalla normativa europea, agli obblighi di comunicazione nei confronti di tali soggetti e delle altre Autorità e istituzioni indicate dalle disposizioni dell'Unione europea.

*caratteristiche e dei rischi degli investimenti; mira anche ad assicurare che gli operatori tengano comportamenti corretti nei confronti dei propri clienti/investitori. Tali competenze sono esercitate attraverso la vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva e solo in seconda battuta, la vigilanza della Consob assume i connotati della vigilanza sanzionatoria».*

L'azione di vigilanza svolta dalla Consob nell'ambito della disciplina degli intermediari non richiede all'Autorità di effettuare un controllo indifferenziato sull'intero flusso di informazioni che i soggetti vigilati/intermediari dirigono verso i risparmiatori/clienti, avuto riguardo all'elevato numero di soggetti vigilati. La vigilanza è effettuata sulla base di modelli basati su indici di anomalia o di carenze significative oltre agli esposti dei risparmiatori medesimi o altre segnalazioni, una vigilanza che gli Uffici della Consob definiscono *risk based*. Si tratta di vigilanza che si basa su di un sistema, alimentato dai dati delle segnalazioni statistiche di vigilanza, ossia si basa su di un sistema di indicatori di anomalia ed è strutturato per cogliere con tempestività eventuali dinamiche potenzialmente critiche nel periodo di osservazione. A tal fine, risulta fondamentale per l'Autorità acquisire la conoscenza delle politiche e delle procedure implementate dai soggetti vigilati (o in via di implementazione) per conformare l'operatività alla disciplina applicabile. L'analisi delle informazioni consente all'Autorità di individuare i fenomeni e le anomalie che richiedono l'intervento degli ordinari strumenti per assicurare il rispetto delle norme (*cd enforcement*) finalizzati alla verifica del rispetto delle regole da parte dei soggetti vigilati.

## 2. Mifid 2.( **disciplina intermediari e disciplina mercati**).

3. Il recepimento della MiFID II ha costituito l'occasione per procedere ad una complessiva razionalizzazione dell'impianto normativo sanzionatorio del TUIF<sup>18</sup>; alla luce di ciò, i relativi articoli sono stati ripartiti e riformulati in modo da **tener distinte** le violazioni relative alla disciplina Intermediari rispetto alle violazioni relative alla disciplina Mercati e introducendo nel decreto la disciplina relativa alle

---

<sup>18</sup> In proposito, si osserva che il d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, sulla base della delega contenuta nell'articolo 3 della legge 7 ottobre 2014, n. 154 (legge di delegazione europea 2013 - secondo semestre) per il recepimento della direttiva 2013/36/UE (cd. CRD IV), ha apportato, tra le altre, diverse modifiche alle disposizioni contenute nel TUIF riguardanti gli illeciti amministrativi nelle materie di competenza della Consob e della Banca d'Italia, prevedendo, all'articolo 6, comma 2, che "le modifiche apportate alla parte V del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, si applicano alle violazioni commesse dopo l'entrata in vigore delle disposizioni adottate dalla Consob e dalla Banca d'Italia secondo le rispettive competenze ai sensi dell'articolo 196-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58". In questa sede è stata prevista la commisurazione delle sanzioni pecuniarie in relazione al fatturato (e, quindi alle dimensioni) secondo l'esigenza, manifestata dalla Commissione Europea e adottata in altri atti normativi dell'Unione europea, al fine di garantire una sufficiente dissuasività delle sanzioni, in particolare per gli enti di maggiori dimensioni (che, cioè, presentano un più consistente fatturato).

sanzioni derivanti dall'attuazione dei regolamenti eurounitari direttamente applicabili<sup>19</sup>.

**Intermediari.** In coerenza con le indicazioni fornite dalle fonti europee in esame, la disciplina sanzionatoria proposta offre alle Autorità competenti un ampio strumentario di possibili reazioni a condotte antigiuridiche, che consta di:

- (a). sanzioni amministrative pecuniarie, distinte nei limiti minimi e massimi edittali in base alla natura del relativo destinatario - persona fisica e persona giuridica - allo scopo di garantire una maggiore proporzionalità e afflittività della risposta punitiva (cfr. artt. 187-*quinquiesdecies* e ss.);
- (b). sanzioni alternative alle sanzioni pecuniarie, applicabili in caso di violazioni connotate da scarsa offensività o pericolosità della condotta: cc.dd. “*reprimenda pubblica*” e “*ordine di porre termine alle violazioni*” (cfr. articoli 194-*quater* e 194-*septies*);
- (c). sanzioni accessorie a carico dei soli esponenti aziendali ritenuti responsabili: oltre al *temporary ban*, anche il *permanet ban* (già, peraltro, introdotto con il recepimento della Direttiva 2014/91/UE, cd “UCITS V”) (cfr. articolo 190-*bis*, commi 3 e 3-*bis*);
- (d). sanzione accessoria (prevista dalla sola MiFID II) dell'interdizione temporanea ad essere membro o partecipante di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o ad essere cliente di un sistema organizzato di negoziazione (cfr. articolo 190.1, comma 4).

**Giova in questa sede, evidenziare che in linea con le soluzioni normative da ultimo introdotte nell'ambito dei lavori di recepimento della Direttiva UCITS V per le ipotesi di abusiva prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il legislatore nazionale ha proceduto all'eliminazione di possibili spazi di sovrapposizione tra la risposta sanzionatoria penale e quella amministrativa per le fattispecie di abusivismo già contemplate nel TUIF; le relative ipotesi sono state, pertanto, ricondotte al solo ambito penale delineato dall'articolo 166 del medesimo TUIF<sup>20</sup>.**

---

<sup>19</sup>Per garantire l'efficacia e l'effettività delle previsioni sull'obbligo di adottare sistemi interni di segnalazione delle violazioni (c.d. *whistleblowing* interno), si è reso necessario introdurre una previsione sanzionatoria per la mancata o inadeguata attuazione degli stessi obblighi ed è stata introdotta una specifica sanzione amministrativa pecuniaria per l'inosservanza delle disposizioni sul *whistleblowing* interno (vedi art. 193-*sexies* (“*Sistemi interni di segnalazione*”).

<sup>20</sup>Nell'ambito dell'articolo 190, comma 1, del TUF è stato espunto il riferimento alla violazione degli articoli 30, commi 3, 4 e 5, e 32 ed è stata introdotta la sanzione penale per l'ipotesi di svolgimento abusivo di offerta fuori sede e di promozione e collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza di “prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari”, eliminando la corrispondente sanzione amministrativa (vedi articoli 166, comma 1, lett. c), e 190, comma 1). E' stata anche prevista l'ipotesi di abusiva prestazione dei servizi di comunicazione dati, nuova area di disciplina introdotta dalla MiFID II, che è stata ricondotta nell'ambito della sola fattispecie penale di abusivismo di cui all'articolo 10

## 5.N.B. La disciplina dei mercati.

Differente considerazioni coinvolgono invece la disciplina dei mercati. Il 3 luglio 2016 è entrato in vigore la nuova disciplina contenuta nel Regolamento 596/2014/UE (MAR) e nella Direttiva 2014/57/UE (MAD II). Le attività di vigilanza focalizzate all'individuazione, prevenzione e sanzione degli abusi di mercato hanno subito modifiche di rilievo, atteso che la nuova disciplina prevede, tra l'altro, con riferimento alla manipolazione operativa l'estensione alle operazioni OTC, ovvero concluse su MTF o OTF, la focalizzazione su *algo-trading* ed HFT (operatività tipicamente realizzate su più luoghi di negoziazione, cd. *trading venue*). Per questo la Consob ha realizzato un Sistema di segnalazione delle operazioni (cd. *Transaction Reporting*), che già oggi rappresenta una fonte informativa importante e costituirà in futuro la fonte informativa di assoluto e primario rilievo sia per lo svolgimento dell'attività di vigilanza della Consob sull'integrità dei mercati, operata mediante la verifica continuativa circa l'assenza di fenomeni di abuso del mercato<sup>21</sup>.

Sino al 2005, la repressione delle due principali figure di condotte abusive nell'ambito dei mercati finanziari (**l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato**) era affidata nel nostro ordinamento soltanto ai delitti di cui agli artt. 184 e 185 del TUIF all'epoca in vigore. Con l'articolo 9 della legge 18 aprile 2005, n. 62, cd. Legge comunitaria 2004, emanata in adeguamento della direttiva 2003/6/CE, **il legislatore nazionale ha adottato la tipizzazione sovrapponibile del fatto penale-criminale e del fatto illecito amministrativo; sovrapposizione consapevolmente messa in conto dal legislatore, che ha dato per scontata la sanzionabilità (penale e amministrativa) dei medesimi fatti storici, come è dimostrato dall'identica clausola di apertura delle norme che prevedono i due illeciti amministrativi (“Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato”)**, nonché dalla norma di cui all'art. 187-terdecies, a tenore della quale *“quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria [...], la esazione della*

---

166 del TUF [cfr. articolo 166, comma 1, lettera d)]. Al fine di rendere chiara l'abolizione del sistema del “doppio binario” in materia di abusivismo, l'attuale articolo 190 del TUF è stato integrato con l'espressa clausola di applicazione delle relative sanzioni amministrative “Salvo che il fatto costituisca reato”.

<sup>21</sup> La Consob nell'azione di vigilanza in materia di mercati ha reso disponibili proprie Linee Guida sulla *“Gestione delle informazioni privilegiate”* e sulle *“Raccomandazioni di investimento”*. Ciò si è fatto al fine di predisporre adeguati strumenti per consentire agli operatori di ricostruire il quadro normativo, dal punto di vista operativo, e allo scopo di fornire indicazioni applicative sulle corrette modalità di assolvimento degli obblighi imposti, tenuto conto della rilevanza e dei profili di novità della nuova regolamentazione e tenuto conto che la disciplina di derivazione europea in materia di abusi di mercato e i relativi regolamenti delegati e di esecuzione rappresentano un corpus normativo unitario e direttamente applicabile, con limitati spazi di intervento di adeguamento normativo. Analoga esigenza è stata avvertita dalle autorità di vigilanza dei principali Stati membri dell'Unione Europea, che appunto hanno fornito linee guida in sede di prima applicazione di MAR.

*pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall’Autorità amministrativa”.*

Il bene giuridico tutelato dalle fattispecie amministrativa e penale è l’integrità del mercato, sotto l’aspetto del regolare andamento delle contrattazioni, della correttezza e trasparenza delle operazioni che ivi si svolgono, della regolare formazione dei prezzi, della *par condicio* informativa tra i soggetti che vi partecipano come condizione essenziale della regolare formazione dei prezzi in quanto costituenti sintesi ultima delle informazioni disponibili tenuto conto dell’attitudine espansiva del pregiudizio subito dal mercato in quanto destinato a coinvolgere un numero indeterminato di persone. Pacifico infatti che la norma voglia evitare che qualcuno dei potenziali partecipi al mercato possa avvantaggiarsi della propria condizione informativa — cioè delle informazioni commercialmente utili che possiede in ragione della sua posizione - a discapito degli altri (*Trib. Milano, Sez. III — sent. 25 ottobre 2006 — Giud. Mambriani*).

**Volendo analizzare il rapporto che si crea nell’ambito degli abusi di mercato tra la vigilanza preventiva del fenomeno patologico, prevalentemente regolamentare ed informativa, e quella successiva di carattere sanzionatorio, bisogna rilevare che gli strumenti di prevenzione dell’abuso di mercato rappresentati dall’*insider list* e dall’obbligo di comunicazione senza indugio al pubblico dell’informazione privilegia esplicano, nei confronti del potenziale “abusatore”, un’efficacia prevalentemente deterrente o di eliminazione in radice delle potenzialità di lucro. Tuttavia l’illecito, una volta commesso, reca immanente un danno al bene dell’integrità del mercato a cui non è possibile rimediare altrimenti neppure con altri interventi di vigilanza, con l’effetto che l’esercizio del potere sanzionatorio, oltre che necessitato e doveroso, rappresenta pressoché l’unico strumento di efficace realizzazione della tutela del bene ultimo del pubblico risparmio. E questa constatazione porta al tema del *ne bis in idem*.**

6. *Ne bis in idem*.

All’indomani della pubblicazione della cd. sentenza Grande Stevens si è spalancata agli interpreti la questione in merito alla via da percorrere al fine di ripensare quei sistemi sanzionatori [*e tra essi quello definito nel TUIF per gli abusi di mercato*], in modo da porre l’ordinamento nazionale in linea con quegli stessi obblighi<sup>22</sup>. Un nuovo

---

<sup>22</sup> Le sentenze della Corte di Giustizia europea *Aklagaren c. Hans Akerberg Fransson* del 26 febbraio 2013, C-617/10 e quella della Corte EDU del 4 marzo 2014 *Grande Stevens c. Italia* (cui hanno fatto seguito altre pronunce della Corte di Strasburgo di analogo contenuto e tenore), pur con alcune non irrilevanti differenze, hanno posto con forza sulla scena europea e nazionale canoni di applicazione del principio - stabilito dalla Carta dei Diritti Fondamentali dell’Unione Europea (CDFUE), all’art. 50 [*Carta di Nizza, proclamata il 7 dicembre 2000 e adottata il 12 dicembre 2007, alla quale il Trattato di Lisbona del 13 dicembre 2007, entrato in vigore il 1 dicembre 2009, ha conferito carattere*

parametro valutativo, quasi un passo indietro, ha fatto poi irruzione nella giurisprudenza della Corte EDU, grazie alla sentenza Grande Chambre, A e B c. Norvegia del 15 novembre 2016: la connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta tra i due procedimenti<sup>23</sup> [*Ufficio del Massimario penale, Relazione di orientamento ne bis in idem percorsi interpretativi e recenti approdi della giurisprudenza nazionale ed europea, Rel. n. 26/17 Roma, 21 marzo 2017*]. Più precisamente, la Corte di Strasburgo- che nel tempo ha progressivamente modificato i rapporti di confine tra sanzione penale e sanzione amministrativa **intervenendo a ridefinire in senso sostanzialistico** il concetto di illecito penale, così che le garanzie riconosciute dagli artt.6 e 7 della Convenzione non vengano più a dipendere dalla forma della reazione sanzionatoria prescelta in un dato ordinamento, bensì dalla sostanza delle misure applicate (estensione dei principi penalistici anche a quelle sanzioni formalmente amministrative, ma “sostanzialmente penali”)- con la sentenza A e B c. Norvegia ha fornito un parametro interpretativo affermando che “*un approccio modulato si impone all'evidenza per valutare la maniera in cui [il principio del ne bis in idem] è reso operativo al cospetto di procedure che mescolano sanzioni amministrative e sanzioni penali*”, procedure, cioè, che “*non si ripetono ma sono piuttosto combinate e integrate in modo da formare un tutto coerente*” (§ 112), e che risultano compatibili con il principio se le eventuali conseguenze derivanti da una tale organizzazione del trattamento giuridico del comportamento in questione siano “*proporzionate e prevedibili*”.

La definizione dell'esatto perimetro della materia penale è questione che, seppur nell'assenza di riferimenti alle disposizioni convenzionali, appassiona la dottrina italiana da parecchi lustri<sup>24</sup>. Si è scritto che «*scopo della sanzione amministrativa è[...]la tutela di interessi di natura tendenzialmente ordinatoria ed organizzativa, senza che operi alcun vincolo di materialità o di lesività della violazione*»<sup>25</sup>, e si è

---

*giuridicamente vincolante e lo stesso valore dei Trattati istitutivi dell'UE*], e dal Protocollo aggiuntivo alla CEDU n. 7, all'art.4 - che sembrano proiettarlo verso una massima espansione.

<sup>23</sup>Compatibilità del duplice accertamento, con le conseguenti inevitabili sovrapposizioni, e del cumulo delle pene rispetto alle garanzie sancite nell'art. 50 della Carta fondamentale dei diritti dell'UE e principio sancito dall'art. 4 Prot. 7 CEDU. (*sufficiently connected in substance and time*, sent. 15 nov 2016, A e B c. Norvegia, con la decisione Jóhannesson e a. c. Islanda, 18 maggio 2017 -, la Corte EDU ha effettuato il *test* ravvisando la violazione del principio).

<sup>24</sup>Un dibattito che ha vissuto diverse stagioni, «*quella esegetico-sistematica guidata dalle scelte definitorie del tecnicismo-giuridico di Rocco [...] quella promossa dalla “riconversione” costituzionalmente orientata del reato [e del modello garantistico para-penale replicato dal legislatore nella legge 689 del 1981] [...] quella orientata alle garanzie fondamentali, dischiusa dalla Giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo [...] quella che [...] ci impegna oggi, nell'epoca del diritto penale differenziato, nella prospettiva di tratteggiare una ricostruzione dell'illecito para-penale dotata di base dogmatica, orientata alla tutela dei diritti e fruibile in chiave politico-criminale*» (Profili e confini dell'illecito para-penale, Vittorio Manes in Riv. it.dir.proc.pen.,2017),

<sup>25</sup> Scriveva Bricola, quale ipotesi di lavoro, che sarebbe possibile accogliere l'interpretazione «*diretta ad estendere la portata degli art. 25, 2° comma, e 27, 1° comma, Cost., a tutte le sanzioni di stampo afflittivo e non meramente rivolte a ripristinare un equilibrio economico alterato dall'illecito. Il tentativo è stato compiuto da autorevole dottrina [Nuvolone, Depenalizzazione apparente e norme penali sostanziali, in Riv. it. dir. e proc. pen., 1968, 60 ss] con specifico riferimento alle sanzioni amministrative, anche pecuniarie, dotate di tale carattere. La legge 689 del 1981,*

discusso circa l'omogeneità teleologica delle due tipologie di sanzioni, quella penale e quella amministrativa, tenuto conto delle differenze di disciplina [e di rango<sup>26</sup>], nell'accertamento dell'illecito ed anche nel favore riconosciuto nella disciplina della prescrizione nel regime esecutivo, senza dimenticare che le sanzioni pecuniarie penali quali la multa e l'ammenda, benché non possano più essere convertite in pene detentive, hanno riflessi sulla libertà individuale qualora il condannato acceda agli istituti della libertà controllata e del lavoro sostitutivo in luogo del "pagamento" della sanzione pecuniaria penale, a tacere degli altri effetti che accompagnano l'irrogazione di una condanna (*i.e.* la preclusione del beneficio della sospensione condizionale). **Ma solo con la svolta della giurisprudenza di Strasburgo è avvenuto il superamento della logica penale / amministrativa, recepita anche dalla Corte di Giustizia, e di qualsiasi altra definizione interna, poiché l'approccio sostanzialistico ha definitivamente denunciato il diritto amministrativo punitivo sfuggito al controllo del legislatore nazionale che con l'obiettivo di calmierare l'ipertrofia del diritto penale, e i conseguenti costi per la Giustizia, era ricorso a tecniche di degradazione dell'illecito penale in favore di ordinamenti sanzionatori dagli effetti ritenuti meno pregiudizievoli anche per il sanzionato.**

**Si tratta dunque di un tema di Costituzione dell'Europa da completarsi.**

---

*nell'affermare il principio di legalità, il divieto di analogia e il principio di colpevolezza per l'illecito depenalizzato (e amministrativo), è stata considerata come una conferma di tale assunto istituzionale. In altra sede [F. Bricola, Tecniche di tutela penale e tecniche alternative di tutela], si è contestato questo orientamento, esprimendo la convinzione che gli art. 25 e 27 Cost, assolvano un'esclusiva funzione di garanzia della libertà personale direttamente o potenzialmente (per quanto concerne le sanzioni pecuniarie convertibili) colpita dalla sanzione penale; in questa prospettiva la legge 689 sarebbe espressione di uno sforzo di modellare, senza vincoli per il legislatore statale futuro, una struttura dell'illecito amministrativo su principi garantistici. Le premesse d'ordine costituzionale per l'illecito amministrativo e per la relativa sanzione andrebbero rintracciate altrove; ad es. nell'art. 23 Cost, quanto alla riserva (relativa) di legge». Nella Circolare della Presidenza del Consiglio dei Ministri dedicata ai «Criteri orientativi per la scelta tra sanzioni penali e sanzioni amministrative» (Circ. P.C.M. 19.12.1983) era precisato che «la scelta tra sanzione penale e sanzione amministrativa deve ispirarsi a due principi concorrenti: quello di proporzione e quello di sussidiarietà. Il primo esige che la reazione all'illecito corrisponda alla sua gravità. Tale principio può ritenersi implicitamente costituzionalizzato, per il diritto penale, dall'art. 27 comma 3° della Costituzione, non potendosi perseguire alcuna azione rieducativa mediante un trattamento sanzionatorio sproporzionato alla gravità del fatto. Il principio di sussidiarietà giustifica il ricorso alla sanzione penale solo in mancanza di tecniche di controllo sociale provviste di un analogo grado di efficacia. Tale principio è comunemente riconosciuto quale pietra angolare di ogni politica criminale razionalmente fondata, e può essere ricollegato all'art.13 comma 1° della Costituzione che considerando in linea di principio "inviolabile" la libertà personale, e cioè il bene colpito dalla sanzione penale, offre un'implicita, ma significativa indicazione a favore dell'impiego di questa sanzione come ultima ratio, quando cioè sia esaurita qualsiasi possibilità di tutela attraverso strumenti sanzionatori che non incidano su un bene di rango così elevato. Come si è accennato, i due principi debbono considerarsi entrambi condizionanti per il ricorso alla sanzione penale; nel senso che questa deve corrispondere sia ad un criterio di proporzione, sia ad un criterio di sussidiarietà. Basterà quindi che essa risulti o sproporzionata alla gravità dell'illecito o sostituibile con una sanzione amministrativa dotata di pari efficacia perché l'adozione della sanzione penale non sia giustificata».*

<sup>26</sup> Il riferimento è alla tutela costituzionale riferita al principio della riserva di legge quella penale e più blanda quella ricavabile dall'art. 23 Cost. per la disciplina generale della legge n. 689 del 1981 (art. 1), quella amministrativa.

## Precisazione di ordine costituzionale.

Va da sé che in un simile contesto sono **per me poco comprensibili** le recenti decisioni del legislatore eurounitario che, mediante fonte normativa direttamente applicabile<sup>27</sup>, al fine di fornire un «*quadro solido in materia prudenziale e di condotta negli affari per il settore finanziario [ha introdotto] regimi [...] sanzionatori forti [che] dovrebbero poter contare su regimi sanzionatori uniformi, severi e dissuasivi per tutti i reati finanziari e sull'effettiva applicazione delle sanzioni*», prevedendo «*una serie di sanzioni amministrative e altre misure amministrative per assicurare un approccio comune negli Stati membri e potenziarne l'effetto deterrente*» (considerando 70 e 71, Regolamento 596/2014/UE). **Poco comprensibili dato il rapporto non chiarito tra norme di amministrazione e norme di sanzione.**

In questa cornice culturale si collocano le pronunce della Corte Costituzionale che recentemente con la sentenza n. 43 del 2018 [rel. Lattanzi] ha dichiarato che «*l'eventualità che il processo penale origini dopo che l'esito del procedimento sanzionatorio amministrativo, vertente sul medesimo fatto, è divenuto definitivo, o viceversa, non comporta alcuna violazione del divieto di bis in idem processuale ricavabile dalla Costituzione nella materia propriamente penale (sentenza n. 200 del 2016), mariflette piuttosto l'ampia sfera di reciproca autonomia tra sanzioni amministrative e pene in senso proprio che è tipica dell'ordinamento giuridico nazionale (sentenze n. 109 e n. 43 del 2017, n. 49 del 2015). Posto che, nei limiti del controllo costituzionale di proporzionalità (che vieta risposte sanzionatorie nel complesso palesemente sproporzionate), il legislatore è libero di cumulare sanzioni di genere diverso per il medesimo fatto, la circostanza che esse siano inflitte da autorità differenti e dunque all'esito di procedimenti privi di reciproco coordinamento, non incontra in linea di principio obiezioni di ordine costituzionale», «*la Corte EDU aveva talvolta ritenuto conforme alla CEDU e all'art. 4 del suo Protocollo n. 7 la conclusione di un secondo procedimento, nonostante il primo fosse già stato definito, a condizione che esistesse tra i due un legame materiale e temporale sufficientemente stretto [...] L'art. 4 del Protocollo n. 7 alla CEDU permetteva «agli Stati aderenti di punire il medesimo fatto a più titoli, e con diverse sanzioni», ma richiedeva che ciò avvenisse “in un unico procedimento o attraverso procedimenti fra loro coordinati, nel rispetto della condizione che non si proceda per uno di essi quando è divenuta definitiva la pronuncia relativa all'altro” (sentenza n. 102 del 2016) [...] Con la sentenza 15 novembre 2016, A e B contro Norvegia, (scrive sempre**

---

<sup>27</sup> Ai sensi dell'art. 288 ss. del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) la immediata cogenza della disposizioni dei regolamenti UE (cd. “*self executing*”) si impone *ex se* all'interno degli ordinamenti nazionali –senza richiedere una attività di “recepimento” e/ o trasposizione – rendendo non applicabili ovvero disapplicabili le norme domestiche di rango primario e secondario che insistono sulla materia regolata a livello europeo.



*il nostro Giudice delle Leggi) la grande camera della Corte di Strasburgo ha impresso un nuovo sviluppo alla materia di cui si discute [...] il ne bis in idem convenzionale cessa di agire quale regola inderogabile conseguente alla sola presa d'atto circa la definitività del primo procedimento, ma viene subordinato a un apprezzamento proprio della discrezionalità giudiziaria in ordine al nesso che lega i procedimenti, perché in presenza di una "close connection" è permesso proseguire nel nuovo giudizio ad onta della definizione dell'altro. Inoltre neppure si può continuare a sostenere che il divieto di bis in idem convenzionale ha carattere esclusivamente processuale, giacché criterio eminente per affermare o negare il legame materiale è proprio quello relativo all'entità della sanzione complessivamente irrogata. Se pertanto la prima sanzione fosse modesta, sarebbe in linea di massima consentito, in presenza del legame temporale, procedere nuovamente al fine di giungere all'applicazione di una sanzione che nella sua totalità non risultasse sproporzionata, mentre nel caso opposto il legame materiale dovrebbe ritenersi spezzato e il divieto di bis in idem pienamente operante. Così, ciò che il divieto di bis in idem ha perso in termini di garanzia individuale, a causa dell'attenuazione del suo carattere inderogabile, viene compensato impedendo risposte punitive nel complesso sproporzionate».*

**Il potere delle Corti sta mettendo a punto la razionalizzazione del sistema, o forse dei sistemi che debbono convivere. Ma il tema della soggezione alla legge nazionale da parte della singola Autorità indipendente è strategico. Garantire il rispetto della legge nazionale da parte della Autorità nazionale significa assicurare alla valutazione Europea la necessaria dialettica. Ed al Governo nazionale la certezza di essere esso solo, titolare del potere politico di provvedere alle scelte di politica economica nazionale.**

### **Conclusioni**

La conclusione appena espressa della quale sono ragionevolmente convinto non mi esime dall'obbligo di dar conto delle possibilità, espresse dagli studiosi, relativamente al superamento del problema posto in essere dall'esistenza del doppio regime.

Una prima funzione consisterebbe nell'eliminazione di una delle due tipologie di sanzioni. Chiaro che ridurre tutto ad illecito amministrativo e quindi abolire la sanzione penale, ovvero lasciar sopravvivere solo la sanzione penale, toglierebbe il problema. Entrambe tali scelte benché probabilmente prive di contro indicazioni di controindicazioni rispetto al diritto europeo, tenuto conto per l'appunto della riconosciuta natura sostanzialmente penale delle sanzioni amministrative, presentano tuttavia problemi notevoli.

La depenalizzazione si presta a censure di tipo politico giacché potrebbe essere letta come arretramento dello Stato nel contrasto dei fenomeni di uso.

L'eliminazione delle sanzioni amministrative, pur rispondendo ad una opzione riservata agli Stati membri, priverebbe l'autorità di vigilanza sui mercati di una competenza essenziale nella sorveglianza della correttezza e della integrità delle negoziazioni e degli scambi. E sicuramente impedirebbe alla istituzione di regolamentazione e quindi di necessità capace di accertare le condotte di manipolazione di insider, di esercitare in maniera credibile la propria esperienza. Con ciò io credo riducendo l'effettività della risposta sanzionatoria alle condotte illecite.

Un'altra soluzione in astratto ipotizzabile è di introdurre un sistema alternativo, e non cumulativo, delle sanzioni, che preveda l'attivazione di un solo procedimento, alternativo all'altro, all'esito di un coordinamento tra l'autorità amministrativa e quella penale. Si tratta di un'opzione che conserva in astratto le due tipologie sanzionatorie ma che introdurrebbe meccanismi di coordinamento che finirebbero per ledere l'autonomia della magistratura e impedirebbero che entrambe le procedure si potessero attivare in parallelo come, quantà delle sanzioni a parte, è essenziale che possa avvenire. Permangono anche controindicazioni riassumibili nei dubbi di compatibilità costituzionale con il principio dell'obbligatorietà dell'azione penale.

Il presidente Flick osserva al riguardo che questo assetto sarebbe lesivo del principio di uguaglianza, nella misura in cui farebbe dipendere la natura della sanzione da fattori puramente casuali, quale ad esempio la maggiore velocità della procedura che arriva per prima. Ovvero la minore velocità della procedura sulla quale è impossibile possibile influire per rallentarla. Credo di non aver bisogno di fare esempi.

Un'altra soluzione che in astratto può essere immaginata è di perimetrare le fattispecie di abusi di mercato prevedendo per le più gravi la sola sanzione penale per le altre quell'amministrativa. Ma questa soluzione a mio avviso non potrebbe impedire a Consob di occuparsi di tutto perché il parterre appena indicato rappresenta ovviamente un terreno di stretta competenza regolatoria di Consob. Questo farebbe sì che uno dei due organi potrebbe comunque accumulare la raccolta delle prove utilizzata dall'altro. Non mi pare convincente.

Probabilmente una soluzione, che non mi appaga affatto ma che comunque potrebbe apparire coerente con i principi enunciati da mad due è quella di affidare alla giustizia penale agli abusi idonei ad arrecare al mercato il danno più rilevante e che per il loro accertamento esigono l'esercizio di poteri di indagine pervasivi ed efficaci, quelli disposti dalla magistratura, ed alla Consob la sanzione degli illeciti di minor impatto. I quali più agevolmente potrebbero essere accertati con un'indagine amministrativa.

Questa soluzione ha certamente minori controindicazioni giuridiche. Ne ha, secondo me, molte di natura concreta, perché in ogni caso significherebbe togliere all'autorità regolatrice del mercato parte del suo potere e della sua efficacia. Insomma il ritaglio potrebbe anche porsi in essere. Ma dovrebbe essere chiaro, libero da profili di incertezza, così che la perimetrazione delle fattispecie punite solo penalmente di quelle sanzionate solo in via amministrativa fosse in grado di tenere integro il presidio di prevenzione e di repressione degli abusi di mercato e al contempo di non compromettere l'azione immediatamente regolatrice ancorché non sanzionatoria dell'autorità di regolamentazione. Vorrei peraltro rammentare che gli articoli 3 e 4 e 5 della direttiva impongono di criminalizzare le fattispecie che si sono descritte almeno nei casi gravi e per fatti commessi con dolo cosicché le norme incriminatrici nazionali per obbedire a questo atto europeo devono contemplare come reati i fatti di abuso d'informazione privilegiata e di manipolazione del mercato che presentino, nello stesso tempo, il carattere della gravità e la loro imputabilità solo a titolo di dolo.

Considerando peraltro che la direttiva non impone, ma in ogni caso consente, così intendo l'avverbio almeno, di prevedere come reati anche i fatti colposi o di scarsa gravità.

Qualche altra considerazione riguarda l'elemento soggettivo.

Posto che le condotte di abuso d'informazione privilegiata di manipolazione possono in astratto essere commesse anche con colpa, il criterio del dolo è osservato se si prevedono come reati gli abusi consumati in modo volontario.

Più ardua è invece la traduzione concreta del principio riferito alla gravità del fatto, nel caso in cui si ipotizzasse il cambiamento che ho detto. Una corretta declinazione di tale criterio dovrebbe probabilmente riguardare l'intensità della lesione dei beni protetti dalle norme incriminatrici. E cioè l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori. Ma questi parametri sono per loro natura nazionali e dunque rimessi alla razionalità degli Stati membri. Perciò potrebbe essere riammessa la stessa discrezionalità purché ragionevole proporzionata, di attribuire parte delle fattispecie risalenti a questa impostazione alla criminalizzazione. Insomma ciò che rileva per il rispetto dei principi europei è che nella azione di regolamento dei confini che si sta delineando restino configurati come reati gli abusi volontari che per le modalità della loro consumazione e l'intensità del profilo psicologico o la qualità del danno arrecato al mercato presentano complessivamente il maggior grado di gravità.

Infine allo scopo di temperare il rigore del doppio binario potrebbe comunque immaginarsi l'introduzione del patteggiamento nel procedimento per le sanzioni amministrative relative ad abusi di mercato di competenza della Consob. Che non

risolverebbe la questione del divieto di bis in idem. Ma ne ridurrebbe l'impatto e la rilevanza ovverosia quanto ha fatto sorgere il problema nella sentenza Grande Stevens. Le difficoltà esegetiche ed applicative cagionate dal regime del doppio binario e i dubbi di compatibilità di questo regime con il principio del Bis in idem, impongono un supplemento di riflessione sull'assetto normativo vigente e ne suggeriscono anche una rivisitazione mediante la definizione di un apparato sanzionatorio parimenti efficace e deterrente di quello esistente. Tanto sul piano preventivo che repressivo, ma coerente con il diritto convenzionale a non essere giudicati due volte per lo stesso fatto e con quello europeo alla proporzionalità della pena. Una configurazione mirata degli strumenti di repressione delle condotte di insider trading e di market manipulation consentirebbe probabilmente anche di accrescerne la efficienza.

Giuseppe Maria Berruti