



## *L'abuso di informazioni privilegiate tra doppio binario sanzionatorio e insider di sé stesso: un delitto in cerca d'autore*

di **LEONIA BARILE**

**SOMMARIO:** 1. PREMESSA. – 2. DAL CASO CREMONINI AI PRINCIPALI NODI. – 3. *BIS IN IDEM* E STATUTO DELLE GARANZIE NEL DOPPIO BINARIO SANZIONATORIO: UNA QUESTIONE *CASE BY CASE*. – 3.1. IL PRINCIPIO DEL CONTRADDITTORIO E LA CONNESSIONE TRA PROCEDIMENTI. ALCUNI SPUNTI PROBLEMATICI. – 4. L'INFORMAZIONE PRIVILEGIATA E LE C.D. "FASI INTERMEDIE". – 5. L'*INSIDER* DI SÈ STESSO: UN PERSONAGGIO IN CERCA D'AUTORE. – 5.1. ALCUNE OSSERVAZIONI. – 6. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE.

### **Abstract**

Starting from the Cremonini case, decided by the Italian Supreme Court of Cassation in 2021, the Author analyzes the main problems related to the crime of insider trading.

First, is taken into account the *bis in idem* issue, which – even after very famous decisions pronounced by the European Court of Human Rights and the European Court of Justice – still represent an interesting topic in the debate on market abuses, involving not only the prohibition against double jeopardy but also, under a different point of view, the application of fundamental rights and guarantees of the criminal matter to administrative sanctions and proceedings.

The paper also deals with the problem of the so called "insider of itself", which regards its criminal relevance and its precise definition before and after the enactment of the Market Abuse Regulation (Reg. No. 2014/596, "MAR").

The Author also focuses on the important role of the national Courts in adapting, by means of their judgments, the legislation to the constitutional and supranational principles of criminal law.

**1. Premessa.** La fattispecie penale di *insider trading* è da sempre al centro di un fecondo dibattito dottrinale e giurisprudenziale che involge molteplici profili d'interesse.

A testimonianza dell'importanza non solo teorica ma anche pratica dell'abuso di informazioni privilegiate vi è da ultimo la decisione resa nel 2021 dalla Corte di Cassazione in sede penale sul caso Cremonini<sup>1</sup>, nota soprattutto per essersi pronunciata in merito alla rilevanza penale del c.d. "*insider* di se

---

<sup>1</sup> Cass. pen., Sez. V, 15.04.2021 – dep. 11.08.2021, n. 31507, in *Sist. pen.*, 13.10.2021, con nota di D. FEDERICI, *Insider di sé stesso e abuso di informazioni privilegiate: la Corte di cassazione conferma la punibilità anche del creatore della notizia*.

stesso”, figura che, specialmente negli ultimi tempi, ha polarizzato l’attenzione degli studiosi della materia.

In particolare, in detta sentenza, i giudici hanno affermato che integra il reato di abuso di informazioni privilegiate chi compie operazioni di rastrellamento *ante* OPA sui titoli di una società anche allorquando, in ragione della propria qualifica, abbia egli stesso ideato e deciso il lancio dell’OPA e sia dunque egli medesimo il creatore del dato di conoscenza che sta alla base della sua scelta di agire sul mercato; la notizia “autoprodotta”, a sua volta, assurge al rango di informazione privilegiata – e non resta mero proposito interno alla sfera soggettiva dell’agente – allorché, oltre ad essere “non pubblica” e *price sensitive*, abbia un carattere sufficientemente preciso, ossia si riferisca a circostanze di fatto in base alle quali il verificarsi dell’evento finale (il lancio dell’OPA) sia ragionevolmente prevedibile.

Tuttavia, i *dicta* della Corte non si limitano all’analisi del tema appena menzionato, bensì involgono anche diverse questioni relative alla concreta declinazione della *sufficiently and close connection in substance and time*, che oggi costituisce il parametro per qualsiasi valutazione in ordine al rispetto del principio del *ne bis in idem* nei sistemi sanzionatori “a doppio binario” e uno snodo fondamentale nella riflessione sui principi e sulle garanzie ad essi applicabili.

**2. Dal caso Cremonini ai principali nodi.** La sentenza Cremonini del 2021 rappresenta, ai fini della nostra analisi, un utile punto di partenza, un filo rosso da cui è possibile enucleare le principali problematiche inerenti da un lato all’*insider* di se stesso, nell’economia di un’interpretazione, per così dire, interna alla fattispecie penale, dall’altro al doppio binario sanzionatorio, in una prospettiva di respiro più ampio, se non addirittura sistemico.

Alla decisione va il merito di aver provato a sciogliere i suddetti nodi, sebbene, come vedremo, il cammino verso una meta certa è ancora lungo e tutto da definire.

Muovendo da una breve ricostruzione dei fatti oggetto di giudizio, svoltisi, come si legge nel capo d’imputazione allegato alle sentenze penali conclusive

dei gradi di merito, tra gennaio e febbraio 2008, questi erano consistiti nell'acquisto, da parte di tre esponenti di vertice delle società Cremonini s.p.a. e Cremofin s.r.l.<sup>2</sup> – appartenenti al medesimo gruppo –, mediante tale ultima società, di azioni della Cremonini s.p.a., essendo tali soggetti in possesso di un'informazione privilegiata relativa all'esistenza di un progetto di OPA dagli stessi pianificata, funzionale al *delisting* della Cremonini s.p.a.

Gli azionisti della società *target*, non essendo a conoscenza dell'imminente lancio di un'OPA totalitaria, cedevano le proprie quote a un prezzo inferiore rispetto a quello che gli sarebbe stato offerto nell'OPA, determinandosi così un illecito profitto (plusvalenza) dato dalla differenza tra il prezzo di acquisto dei titoli e il costo che essi avrebbero avuto se fossero stati acquistati nell'ambito dell'OPA.

Sui medesimi fatti, emersi nel corso di un accertamento condotto dalla Consob, confluivano dunque due procedimenti, uno amministrativo e uno penale.

Il primo terminava con l'irrogazione, nel 2011, da parte della Consob, di una sanzione per l'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate ex art. 187-*bis* Tuf; il provvedimento dell'*authority*, successivamente impugnato dinanzi alla Corte d'Appello civile di Bologna<sup>3</sup>, la cui decisione era poi stata oggetto di ricorso per cassazione, era divenuto irrevocabile nel 2017, a seguito del deposito della nota sentenza della Cassazione civile che ha analizzato la

---

<sup>2</sup> In particolare, si trattava del socio di controllo delle società Cremonini s.p.a. e Cremofin s.r.l., dell'amministratore delegato della Cremonini e dell'amministratore di Cremofin.

<sup>3</sup> Corte App. Bologna, Sez. III, 29 ottobre 2013, n. 1804, commentata da E. RECCIA, "Insider *di se stesso*" e la distinzione tra *opa per la scalata* e *opa per il delisting*, in *Giur. comm.*, 2015, 3, 568 ss.

Il provvedimento della Consob era stato dapprima annullato dal giudice amministrativo (TAR Lazio, Sez. I, 10.07.2012, n. 6257, con nota di A. LAUDONIO, *Rastrellamento di azioni, delisting ed il fantasma dell'insider di se stesso*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 1, 99 ss.); la sentenza del TAR Lazio, che si era pronunciato nel senso della non punibilità dell'*insider* di se stesso, era poi stata impugnata dall'Autorità, ed era stata quindi annullata dal Consiglio di Stato (Cons. Stato, Sez. VI, 13.11.2012, n. 5939, in *Giorn. dir. amm.*, 2013, 1, 76) per difetto di giurisdizione, per via della declaratoria di incostituzionalità, nel mentre intercorsa, degli articoli 133, comma 1, lettera l), 135, comma 1, lettera c), e 134, comma 1, lettera c), del decreto legislativo 2 luglio 2010, n. 104 «nella parte in cui attribuiscono alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo con cognizione estesa al merito e alla competenza funzionale del TAR Lazio – sede di Roma, le controversie in materia di sanzioni irrogate dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB)» (Corte Cost., 20.06.2012, n. 162, in [www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it)).

questione della rilevanza dell'*insider* di se stesso rispetto all'illecito amministrativo previsto nell'art. 187-*bis* Tuf<sup>4</sup>.

Per quel che concerne, invece, il procedimento penale, in cui gli imputati erano accusati, ai sensi dell'art. 184 Tuf, del reato di abuso di informazioni privilegiate, il Tribunale di Milano, con pronuncia del 2015, aveva ritenuto i tre apicali responsabili del delitto loro ascritto, e pronunciava, pertanto, sentenza di condanna, confermata poi, nel 2019, dalla Corte d'Appello della stessa città<sup>5</sup>, che ha provveduto a una parziale riforma solo in punto di rideterminazione delle pene accessorie già irrogate dal giudice di prime cure.

Le doglianze sollevate nel ricorso in Cassazione, come anticipato, si concentrano su una pluralità di profili.

*In primis*, la difesa contesta la violazione del principio del *ne bis in idem* alla luce del mancato rispetto della connessione sostanziale e temporale tra i due procedimenti.

In particolare, sulla scorta delle sentenze della Corte di Strasburgo *Jóhannesson e a. c. Islanda*<sup>6</sup> e *Bjarni Ármansson c. Islanda*<sup>7</sup>, sotto il profilo temporale occorrerebbe guardare al momento in cui le sanzioni (solo formalmente) amministrative e quelle penali diventano esecutive; nel caso di specie al periodo di tempo intercorrente tra l'emanazione, avvenuta nel 2011, del provvedimento della Consob che irrogava le sanzioni amministrative –

---

<sup>4</sup> Cass. civ., Sez. II, 16.10.2017, n. 24310, in *C.E.D. Cassazione*, Rv. 645794, con commento di F. CADORIN, *OPA per il delisting fra insider di se stesso ed efficienza del mercato*, in *Giur. comm.*, 2019, 1, 105 ss. Sulla pronuncia, si vedano anche M. PESUCCI, *Possibili ricadute penalistiche dell'affermata punibilità dell'insider "di se stesso" da parte della Cassazione civile*, in *Cass. pen.*, 2018, 7-8, 2617 ss.; M. VENTORUZZO, *Qualche nota sul cosiddetto "insider di sé stesso" alla luce del Regolamento UE sugli abusi di mercato*, in *Soc.*, 2018, 6, 739 ss.

<sup>5</sup> Corte App. Milano, Sez. II, 15.01.2019, n. 284, con nota di C. PAGELLA, *Riflessi applicativi del principio di proporzione del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato per fatti di market abuse e punibilità dell'insider di sé stesso: la Corte d'Appello di Milano sul caso Cremonini*, in *Dir. pen. cont.*, 20.06.2019.

<sup>6</sup> Corte Edu, Sez. I, 18.05.2017, ric. 22007/11, *Jóhannesson e a. c. Islanda*, consultabile all'indirizzo [www.hudoc.echr.coe.int](http://www.hudoc.echr.coe.int). Per un commento, si veda F. VIGANÒ, *Una nuova sentenza di Strasburgo su ne bis in idem e reati tributari*, in *Dir. pen. cont.*, 2017, 5, 392 ss.

<sup>7</sup> Corte Edu, Sez. II, 16.04.2019, ric. 72098/14, *Bjarni Ármansson c. Islanda*, reperibile all'indirizzo [www.hudoc.echr.coe.int](http://www.hudoc.echr.coe.int), con nota di A. GALLUCCIO, *Non solo proporzione della pena: la Corte Edu ancora sul bis in idem*, in *Dir. pen. cont.*, 07.05.2019.

immediatamente esecutivo e non sospeso – e l'emissione della sentenza di primo grado in sede penale, avvenuta nel 2015.

Inoltre, sotto altro punto di vista, l'utilizzazione di materiale probatorio raccolto nel corso dell'attività ispettiva da parte della Consob nel processo penale non andrebbe letta nell'ottica di una positiva integrazione e di una stretta connessione sostanziale tra procedimenti – sotto il profilo della mancata duplicazione dell'attività d'indagine e di raccolta delle prove –, ma, al contrario, andrebbe valutata in senso negativo come una lesione del diritto al contraddittorio nella formazione della prova.

Venendo poi alle questioni attinenti agli elementi costitutivi del delitto di *insider trading*, i ricorrenti si concentrano sulla presunta contraddittorietà della decisione impugnata nell'individuazione del carattere preciso dell'informazione privilegiata, che sarebbe invero assente con riferimento a processi decisionali a formazione progressiva, quale quello protagonista della vicenda in esame, quando sia fondato sull'intensità della volizione soggettiva dell'agente e non vi sia stata alcuna oggettivizzazione dei presupposti del progetto, risultando altrimenti il relativo giudizio di prognosi postuma privo di qualsiasi concretezza.

In ogni caso, la fattispecie di abuso di informazione privilegiata non risulterebbe integrata posto che, essendo l'OPA stata ideata dagli stessi soggetti che hanno effettuato l'acquisto delle azioni, la conoscenza della propria decisione di realizzare una futura operazione *price sensitive* non potrebbe mai assurgere al rango di vera e propria "informazione". Tale conclusione deriverebbe dal fatto che il "possesso" dell'informazione, richiesto dalla fattispecie incriminatrice, necessariamente ne presupporrebbe l'altruità; il rapporto causale tra la qualità del soggetto attivo del reato e il possesso dell'informazione – espresso nella disposizione dalla locuzione «in ragione» – escluderebbe l'integrazione del tipo, dato che l'agente genera la notizia da sé.

**3. *Bis in idem* e statuto delle garanzie nel doppio binario sanzionatorio: una questione *case by case*.** In risposta alla prima delle censure sopra sintetizzate, la Corte di Cassazione ribadisce che, alla

luce della sentenza *A e B c. Norvegia* della Corte europea dei diritti dell'uomo<sup>8</sup>, lo scrutinio di legittimità del doppio binario sanzionatorio deve essere condotto alla luce dell'esistenza o meno, tra i due procedimenti, l'uno (formalmente) amministrativo e l'altro penale, di un nesso temporale e sostanziale sufficientemente stretto.

Secondo il costante indirizzo della Cassazione, confermato anche nella sentenza in commento, le sanzioni amministrative per gli illeciti di *market abuse* non appartengono al "nucleo duro" del diritto penale<sup>9</sup>.

Nel caso di specie, poi, le censure difensive sarebbero infondate; al fine di valutare l'esistenza di una connessione temporale sufficientemente stretta tra procedimento volto all'irrogazione delle sanzioni amministrative e procedimento penale, occorrerebbe guardare non al momento in cui i provvedimenti di condanna diventano astrattamente esecutivi, bensì alla data di inizio dei procedimenti, con ciò disattendendo quanto affermato nella sentenza *Jóhannesson*<sup>10</sup> e sottolineando come, vista la logica casistica sottesa alle decisioni della Corte di Strasburgo, le soluzioni di volta in volta offerte in sede convenzionale non possano essere recepite acriticamente dal giudice nazionale.

Tuttavia, ci pare corretto rilevare che non risulta ancora chiaro quali siano le concrete implicazioni dell'esclusione delle sanzioni aventi carattere punitivo dal perimetro del "nucleo essenziale" del diritto penale, essendo quest'ultimo concetto connotato da un'intrinseca indeterminatezza e risultando nebuloso il criterio – rappresentato da una non meglio definita "particolare attitudine

---

<sup>8</sup> Corte Edu, Grande Camera, 15.11.2016, ric. 24130/11 e 29758/11, *A e B c. Norvegia*, in [www.hudoc.echr.coe.int](http://www.hudoc.echr.coe.int), su cui si veda, per tutti, F. VIGANÒ, *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in *Dir. pen. cont.*, 18.11.2016.

<sup>9</sup> Tra le altre, Cass. pen., Sez. V, 21.09.2018, n. 49869, Chiarion Casoni, in *C.E.D. Cassazione*, Rv. 274604, con nota di N. MADIA, *Ne bis in idem europeo: la definitiva emersione della sua efficacia anche sostanziale in materia di pluralità di sanzioni e proporzionalità della pena*, in *Cass. pen.*, 2019, 2, 662 ss.

L'esistenza di un "nucleo duro" della materia penale è stata in verità riconosciuta espressamente, per la prima volta, in Corte Edu, Grande Camera, 23.11.2006, ric. 73053/01, *Jussila c. Finlandia*, in [www.hudoc.echr.coe.int](http://www.hudoc.echr.coe.int).

<sup>10</sup> Corte Edu, Sez. I, 18.05.2017, ric. 22007/11, *Jóhannesson e a. c. Islanda*, cit.

stigmatizzante” – che permetterebbe di ricondurre una sanzione a detto più ristretto ambito della *matière pénale*<sup>11</sup>.

Né le differenti ricostruzioni prospettate dalla dottrina, che in taluni casi ha correttamente sottolineato la tendenziale commistione, in ottica convenzionale, tra piano sostanziale e processuale del *bis in idem*<sup>12</sup>, offrono soluzioni univoche al problema, che riveste a dire il vero una notevole rilevanza pratica anche in termini di applicabilità ai “binari amministrativi” delle garanzie che tipicamente corredano la sanzione penale strettamente intesa e il procedimento finalizzato alla sua irrogazione<sup>13</sup>.

Sino ad oggi, è innegabile che la logica alla base delle pronunce convenzionali che si sono occupate del tema sia casistica, volta più alla soluzione della vicenda concreta che a rintracciare un vero e proprio sistema di garanzie.

Una soluzione di tal guisa, se applicata in termini assoluti, reca con sé, inevitabilmente, l’abdicazione del principio di legalità e il riconoscimento di un

---

<sup>11</sup> Sia consentito rinviare alle considerazioni svolte con riferimento a Cass. pen., Sez. V, 22.11.2019 (dep. 04.03.2020), n. 397, con nota di L. BARILE, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2020, 3-4, 986 ss.

<sup>12</sup> Cfr. A.F. TRIPODI, *Ne bis in idem e reati tributari*, in A. CADOPPI, S. CANESTRARI, A. MANNA, M. PAPA (diretto da), *Diritto penale dell’economia*, tomo I, Milano, 2019, 63; nonché, ID, *Ne bis in idem e sanzioni tributarie: la Corte di Cassazione “sfronda” il test della sufficiently close connection in substance and time*, in *Dir. pen. cont.*, 16.03.2018; *amplius*, ID, *Cumuli punitivi, ne bis in idem e proporzionalità*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2017, 3, 1047 ss.

<sup>13</sup> Di tenore tra loro differente i tentativi di fare chiarezza sul concreto perimetro del “nucleo essenziale” del diritto penale, non tanto al fine di definire il grado di connessione sostanziale e temporale richiesto affinché sia rispettato il divieto di *bis in idem* – e dunque il rigore del relativo *test* –, quanto per individuare le garanzie sostanziali e procedurali penali di volta in volta effettivamente applicabili (cfr., per tutti e diffusam., L. MASERA, *La nozione costituzionale di materia penale*, Torino, 2018; v. anche C. BONZANO, *Nemo tenetur se detegere e procedimento amministrativo: per la Consulta, la sanzione punitiva impone il due process of law*, in *Proc. pen. giust.*, 2019, 6, 1448 ss.). Da un lato, vi è chi riconduce al “nocciolo duro” solo le sanzioni formalmente qualificate come penali, e a queste attribuisce le garanzie tanto di fonte legale, quanto di matrice sovra-legale – costituzionali e convenzionali –, riservando invece alle sanzioni non formalmente penali la sola applicazione delle garanzie sovra-legali (*amplius*, V. MANES, *Profili e confini dell’illecito para-penale*, in M. DONINI, L. FOFFANI (a cura di), *La materia penale tra diritto nazionale ed europeo*, Torino, 2018, 165 ss.); dall’altro, chi individua il criterio discriminante nell’incidenza della sanzione sulla libertà personale del destinatario, riconoscendo, per le altre tipologie di sanzioni, una certa flessibilità nell’applicazione delle garanzie (F. VIGANÒ, *Il nullum crimen conteso: legalità ‘costituzionale’ vs. legalità ‘convenzionale’?*, in *Dir. pen. cont.*, 05.04.2017); infine, chi ritiene impossibile delineare a priori una schiera di garanzie sempre applicabili alla materia *lato sensu* penale, dovendo queste esser riconosciute – o graduate – di volta in volta e a seconda della *ratio* ad esse sottesa (F. MAZZACUVA, *Le pene nascoste. Topografia delle sanzioni punitive e modulazione dello statuto garantistico*, Torino, 2017, 73).

diritto penale, seppur latamente inteso, totalmente di matrice giurisprudenziale, sia nell'*an* che nel *quomodo* dell'esercizio dei diritti fondamentali.

L'erosione del principio di legalità passa non solo attraverso il superamento della riserva di legge (tendenzialmente assoluta<sup>14</sup>) in materia penale<sup>15</sup> e non tanto, in ottica procedimentale, attraverso la violazione del principio di tassatività – che nelle regole del processo assume invero contorni e caratteri in parte diversi e si lega per natura alla creazione di solidi orientamenti giurisprudenziali<sup>16</sup> –, ma soprattutto per l'impossibilità per il destinatario delle sanzioni di prevederne in linea di massima l'entità, di conoscere le modalità con cui il potere punitivo statale sarà esercitato – ossia la fisionomia delle garanzie sostanziali e procedimentali – e, di conseguenza, di autodeterminarsi nei comportamenti (anche difensivi) da tenere<sup>17</sup>.

La pronuncia da cui la nostra riflessione prende le mosse, riconoscendo, sulla scorta delle Sezioni Unite Genco<sup>18</sup>, la «vocazione casistica» degli interventi decisori della Corte Edu, nello statuire che il «riferimento astratto al momento

---

<sup>14</sup> G. MARINUCCI, E. DOLCINI, G.L. GATTA, *Manuale di diritto penale*, Milano, 2021, 70 ss.

<sup>15</sup> Per quanto riguarda gli illeciti amministrativi, anche sostanzialmente penali, si veda un recente arresto della Corte Costituzionale (Corte Cost., 02.12.2020 – dep. 18.01.2021, n. 5, in [www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it)), che, nel distinguere legalità-prevedibilità e legalità-riserva di legge, riferisce quest'ultima all'art. 23 Cost., delineando, secondo taluni, una riserva di legge meno rigorosa di quella propria della materia penale strettamente intesa solo per quel che attiene alla formulazione del precetto – che potrebbe essere integrato da fonti secondarie non soltanto per specificazione di elementi tecnici –, e non anche rispetto alla sanzione. Si veda C. GABBANI, *Legalità ed efficacia deterrente delle sanzioni amministrative. Riflessioni a partire da Corte costituzionale n. 5 del 2021*, in *Sist. pen.*, 2021, 10, 105 ss.

<sup>16</sup> Nel senso di una diversa e «meno pregnante» declinazione del principio di tassatività in ottica processuale, si veda G. ILLUMINATI, *Principio di legalità e processo penale*, in *Cass. pen.*, 2020, 3517 ss. In particolare, l'Autore nota come nel codice di rito sia frequente il ricorso a formule non tassative; così, non deve spaventare l'idea di un diritto di matrice giurisprudenziale in cui sono i giudici a dettare le concrete regole dell'ordinario svolgimento del processo, sicché per conoscerne l'applicazione risulta fondamentale conoscere gli orientamenti giurisprudenziali.

<sup>17</sup> Del resto, la Corte di Strasburgo, in diverse occasioni (*ex multis*, Corte Edu, Grande Camera, 21.10.2013, *Del Río Prada c. Spagna*, ric. 42750/09, in [www.hudoc.echr.coe.int](http://www.hudoc.echr.coe.int), Corte Edu, Sez. IV, 14.04.2015, *Contrada c. Italia* (n. 3), ric. 66655/13, in [www.hudoc.echr.coe.int](http://www.hudoc.echr.coe.int)), ha sottolineato l'importanza di assicurare che i consociati possano fare legittimo affidamento sull'interpretazione giudiziale, in modo da non subire le conseguenze di un risultato ermeneutico non ragionevolmente prevedibile. Da questo punto di vista, dunque, la legalità convenzionale si atteggia anche e soprattutto come prevedibilità delle decisioni giudiziali. Per un approfondimento, F. VIGANÒ, *Il principio di prevedibilità della decisione giudiziale in materia penale*, in *Dir. pen. cont.*, 19.12.2016, 1 ss.

<sup>18</sup> Cass. pen., Sez. Un., 24.10.2019 (dep. 03.03.2020), n. 8544, Genco, in *C.E.D. Cassazione*, Rv. 278054.

della eseguibilità della sanzione» non può da solo fondare un giudizio d'inesistenza della connessione temporale sufficientemente stretta, tenta, come detto, di dare rilievo alla data di inizio dei procedimenti quale parametro fondamentale nella valutazione sul rispetto del *ne bis in idem*, in linea di continuità con la sentenza *Bajčić c. Croazia*<sup>19</sup> e con due recenti precedenti di legittimità<sup>20</sup>, alla luce dei quali parrebbe dunque iniziare a delinearsi un indirizzo interpretativo ben preciso che potrebbe trovare, in futuro, un consolidamento.

L'affermazione di solidi e costanti indirizzi giurisprudenziali nella materia di cui trattiamo potrebbe peraltro in parte sopperire a quel *deficit* di legalità a cui prima accennavamo, posto che, in ottica convenzionale, ai sensi dell'art. 7 Cedu, il principio di legalità è un concetto che parimenti comprende sia la legge che il diritto di fonte pretoria – che ben potrebbe, dunque, dettare i presupposti e le modalità dell'esercizio della pretesa punitiva statutale –, purché vi sia una concreta conoscibilità e prevedibilità del precetto e della reazione dell'ordinamento allorché questo sia violato, anche sotto il profilo della concreta conoscibilità delle “regole del gioco” di natura procedimentale<sup>21</sup>, la cui garanzia di stabilità è diversamente fatta risiedere negli articoli 24 e 111 della Costituzione, ossia nel diritto di difesa e nel giusto processo<sup>22</sup>.

Dunque, se, come è stato notato, nella *matière pénale* di costruzione sovranazionale il principio di legalità non ricomprende quello di riserva di legge – anche per via del fatto che il “sistema Cedu” appare più vicino, nei suoi

---

<sup>19</sup> Corte Edu, Sez. I, 08.10.2020, *Bajčić c. Croazia*, ric. 67334/13, consultabile su [www.hudoc.echr.coe.int](http://www.hudoc.echr.coe.int).

<sup>20</sup> Cass. pen., Sez. III, 14.01.2021, n. 4439, in *Quotidiano giur.*, 18.02.2021, con nota di S. MECCA, *Dichiarazione infedele: doppia sanzione se i procedimenti amministrativo e penale sono strettamente connessi*; Cass. pen., Sez. II, 09.12.2020 (dep. 09.02.2021), n. 5048, in *C.E.D. Cassazione*, Rv. 280570.

<sup>21</sup> D'altronde, F. CONSULICH, *Così è (se vi pare)*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2020, 1, 45 ss., in particolare 54, parla di «tutela oggettiva e generale, che prescinde dalla distinzione tra diritto sostanziale e processuale», con specifico riferimento proprio al principio di prevedibilità, inteso come «sintesi tra fattispecie legale e interpretazione stabilizzata della stessa» (p. 50).

<sup>22</sup> Su detto differente fondamento, cfr. B. FRAGASSO, *Sulla retroattività dell'overruling in materia processuale, tra soggezione del giudice alla legge e giusto processo*, in *Sist. pen.*, 17.03.2021. L'esigenza di prevedibilità dell'esito delle decisioni giudiziali, con particolare riferimento alla pratica dell'*overruling*, è tema oggetto di dibattito in ottica sostanziale (per tutti, M. DONINI, *Il diritto giurisprudenziale penale*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2016, 3, 13 ss.) e assai più limitatamente nella dottrina processual-penalistica, in relazione alle disposizioni del codice di rito.

meccanismi, agli ordinamenti di *common law* –, la logica del *case by case* dovrebbe far spazio quanto meno a una più stabile definizione, sia pure in via pretoria e per ambiti, delle garanzie sostanziali e processuali che corredano l'irrogazione delle sanzioni (formalmente) amministrative e penali nei doppi binari. Il percorso verso una “stabilizzazione relativa” del corredo di garanzie proprio del diritto penale convenzionale sconta inoltre l'assenza – secondo taluno, forse a ragione, positiva<sup>23</sup> –, in un sistema di *civil law* quale è quello italiano, di una vera e propria vincolatività del precedente, non potendosi considerare sufficiente a tale scopo il meccanismo introdotto nel comma 1-*bis* dell'art. 618 c.p.p.<sup>24</sup>

La problematica si acuisce con riferimento al giudizio di proporzione del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato, che involge profili strettamente sostanziali legati all'individuazione di criteri di quantificazione della pena; il legislatore ha previsto un apposito meccanismo nell'art. 187-*terdecies* Tuf, che tuttavia si rivela anodino in punto di effettiva prevedibilità delle conseguenze collegate a una condotta che si assume illecita.

Infatti, la predetta disposizione si limita a stabilire che l'autorità che procede per seconda debba «tener conto» delle misure punitive già irrogate e che l'esazione della pena pecuniaria è limitata alla parte eccedente quella già riscossa, di fatto rimettendo al giudice, stante la vaghezza della formulazione normativa<sup>25</sup>, la definizione delle modalità concrete con cui assicurare la proporzione sanzionatoria; l'incertezza è tanto più evidente allorché le misure in

---

<sup>23</sup> In tal senso, M. DONINI, *Il diritto giurisprudenziale penale*, cit., 37 s., il quale auspica un consolidamento del diritto giurisprudenziale al «riparo dai rischi del conformismo giudiziario di tipo burocratico».

<sup>24</sup> In base a detta disposizione, qualora una sezione semplice della Cassazione ritenga di non condividere un principio di diritto enunciato dalle Sezioni Unite, rimette la questione queste ultime. Sul descritto meccanismo, G. DE AMICIS, *La formulazione del principio di diritto e i rapporti tra sezioni semplici e Sezioni Unite penali della Corte di Cassazione*, in *Dir. pen. cont.*, 04.02.2019, 1 ss.; G. FIDELBO, *Verso il sistema del precedente? Sezioni Unite e principio di diritto*, ivi, 29.01.2018, 1 ss.

<sup>25</sup> In tal senso, L. BARON, *Ne bis in idem e giudizio di proporzione: la certezza dell'incertezza applicativa*, in *Giur. comm.*, 2020, 4, 751 s.; ID, *Test di proporzionalità e ne bis in idem. La giurisprudenza interna alla prova delle indicazioni euro-convenzionali in materia di market abuse*, in *Arch. pen.*, 2019, 3, in particolare 35 ss.; L. DEAGLIO, *Il perimetro operativo del ne bis in idem nella giurisprudenza sovranazionale e nazionale. È tempo di bilanci*, in *Dir. pen. proc.*, 2019, 10, 1441.

questione abbiano natura differente, e cioè, ad esempio, l'una sia pecuniaria e l'altra detentiva: interessante un arresto del Tribunale di Milano, che individua nell'art. 135 c.p. il criterio di ragguglio a tal fine applicabile<sup>26</sup>.

Le indicazioni che arrivano dalle corti sovranazionali, di carattere generale, parrebbero costituire un utile punto di partenza per la costruzione di uno statuto "legale" della sanzione amministrativa sostanzialmente penale, almeno nel settore del mercato finanziario, che ad oggi sembra essere il terreno d'elezione per la sperimentazione di un "nuovo" diritto penale, slegato dalla sanzione detentiva e sempre più incline alla valorizzazione di misure di tipo patrimoniale o interdittivo.

A partire dalla sentenza *Grande Stevens c. Italia*<sup>27</sup>, infatti, le indicazioni della Corte di Strasburgo sono state nel senso di estendere ai procedimenti

---

<sup>26</sup> Trib. Milano, Sez. III pen., 15.11.2018 (dep. 01.02.2019), n. 14767. Sulla pronuncia, *amplius*, F. MAZZACUVA, *Il ne bis in idem dimezzato: tra valorizzazione delle istanze di proporzione della sanzione e dissolvimento della dimensione processuale*, in *Giur. comm.*, 2020, 4, 940 ss.; F. MUCCIARELLI, *"Doppio binario" sanzionatorio degli abusi di mercato e ne bis in idem prime ricadute pratiche dopo le sentenze della CGUE e la (parziale) riforma domestica*, in *Dir. pen. cont.*, 15.03.2019.

Profili di incertezza sono emersi nella prassi altresì rispetto alla possibilità di includere nel raggio applicativo dell'art. 187-*terdecies* Tuf anche le sanzioni accessorie e il risarcimento del danno all'integrità del mercato contemplato nell'art. 187-*undecies* Tuf. La Cassazione (Cass. pen., Sez. V, 31.10.2018, n. 49869, Chiarion Casoni, cit.; Cass. pen., Sez. V, 09.11.2018 – dep. 05.02.2019, n. 5679, Erbetta, in *C.E.D. Cassazione*, Rv. 275314) ha adottato una linea favorevole all'inclusione delle sanzioni accessorie nel *test* di proporzionalità (in dottrina, a favore, L. BARON, *Test di proporzionalità e ne bis in idem. La giurisprudenza interna alla prova delle indicazioni euro-convenzionali in materia di market abuse*, cit., 37 s.; M. SCOLETTA, *Abusi di mercato e ne bis in idem: il doppio binario (e la legalità della pena) alla mercè degli interpreti*, in *Soc.*, 2019, 5, 534 ss.; *contra*, F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina. Osservazioni a prima lettura sul decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2018, 3, 188) e alla considerazione, al medesimo fine, della componente afflittivo-punitiva del menzionato risarcimento del danno all'integrità del mercato (si permetta nuovamente il rinvio a Cass. pen., Sez. V, 22.11.2019 – dep. 04.03.2020, n. 397, con nota di L. BARILE, cit.).

<sup>27</sup> Corte Edu, Sez. II, 04.03.2014, ric. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10, *Grande Stevens c. Italia*, in *www.hudoc.echr.coe.int*. Tra i numerosi contributi sulla menzionata pronuncia, A. ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte europea dei diritti dell'uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, 855 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, in *Dir. pen. proc.*, 2014, 614 ss.; P. MONTALENTI, *Abusi di mercato e procedimento Consob: il caso Grande Stevens e la sentenza CEDU*, in *Giur. comm.*, 2015, 478 ss.; B. RAGANELLI, *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale*, in *Giorn. dir. amm.*, 2015, 511 ss.; A.F. TRIPODI, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen., cont.*, 09.03.2014; F. VIGANÒ, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2014, 3-4, 219 ss.

amministrativi le garanzie previste dagli artt. 6 e 7 Cedu, salvo poi aver polarizzato l'attenzione, a partire dalla decisione *A e B c. Norvegia*<sup>28</sup>, sulla necessità di un coordinamento col procedimento penale e sulla proporzione del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato.

Sul versante delle garanzie, la giurisprudenza svolge un ruolo primario nell'adattare il sistema delle sanzioni amministrative punitive alle istanze di matrice internazionale, essendo pervenuta all'affermazione di importanti principi – come quelli di irretroattività<sup>29</sup> e di retroattività *in mitius*<sup>30</sup> –, nonché, da ultimo, del diritto a non autoincriminarsi<sup>31</sup>.

<sup>28</sup> Corte Edu, Grande Camera, 15.11.2016, ric. 24130/11 e 29758/11, *A e B c. Norvegia*, cit.

<sup>29</sup> Corte Cost., 04.06.2010, n. 196, in [www.corte costituzionale.it](http://www.corte costituzionale.it). Si veda altresì G. ABBADESSA, *Guida in stato di ebbrezza e divieto di applicazione retroattiva della confisca del veicolo*, in *Dir. pen. cont.*, 08.12.2010. Il principio è stato ribadito in Corte Cost., sent. 14.04.2014, n. 104, in [www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it); Corte Cost., 10.01.2017, n. 43, ivi, con commento di N. CANZIAN, *Quando è incostituzionale la sanzione amministrativa "sostanzialmente" penale*, in *Studium iuris*, 2018, 19 ss.; Corte Cost., 05.10.2016, n. 276, ivi; Corte Cost., 07.02.2017, n. 68, ivi. Si veda altresì F. VIGANÒ, *Il nullum crimen conteso: legalità "costituzionale" vs. legalità "convenzionale"?*, cit., 4 ss.

Per la particolare ipotesi di c.d. "successione impropria", Corte Cost., 25.11.2018, n. 223, in [www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it). Cfr. F. CONSULICH, *La materia penale: totem o tabù? Il caso della retroattività in mitius della sanzione amministrativa*, in *Dir. pen. proc.*, 2019, 467 ss.; G.L. GATTA, *Non sempre "depenalizzazione" equivale a "mitigazione". La Corte Costituzionale sull'irretroattività delle sanzioni amministrative "punitive" più sfavorevoli di quelle penali (a proposito della confisca per equivalente per l'insider trading secondario)*, in *Dir. pen. cont.*, 13.12.2018. Tuttavia, si veda la successiva applicazione in sede di legittimità da parte di Cass. civ., Sez. II, 03.04.2019, n. 18201, in *C.E.D. Cassazione*, Rv. 654971, con nota di P. CHIARAVIGLIO, *La Cassazione "salva" l'applicazione retroattiva delle sanzioni amministrative pecuniarie per l'insider trading depenalizzato*, in *Dir. pen. cont.*, 25.09.2019.

<sup>30</sup> Corte Cost., 21.03.2019, n. 63, in [www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it), annotata da M. SCOLETTA, *Retroattività favorevole e sanzioni amministrative punitive: la svolta, finalmente, della Corte Costituzionale*, in *Dir. pen. cont.*, 02.04.2019. La Corte Costituzionale, con la menzionata pronuncia, ha superato le resistenze della giurisprudenza precedente, anche ordinaria (cfr., *ex multis*, A. CHIBELLI, *La problematica applicabilità del principio di retroattività favorevole alle sanzioni amministrative*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2016, 3, 247 ss.; M.C. UBIALI, *Illegittimità sopravvenuta della sanzione amministrativa "sostanzialmente penale": per la Corte Costituzionale resta fermo il giudicato*, in *Dir. pen. cont.*, 2017, 3, 293 ss.; F. VIGANÒ, *Un'altra deludente pronuncia della Corte Costituzionale in materia di legalità e sanzioni amministrative "punitive"*, ivi, 2017, 4, 269 ss.; ID, *Una nuova pronuncia della Consulta sull'irretroattività delle sanzioni amministrative*, ivi, 2017, 5, 330 ss.), affermando che il principio di retroattività trova applicazione anche nell'ambito del diritto amministrativo punitivo (sul tema, *amplius*, G. CARLIZZI, *Successione di norme e illecito amministrativo punitivo. Riflessioni a partire dai decreti legge emanati per far fronte alla fase 1 dell'emergenza Covid-19*, in *Sist. pen.*, 04.06.2020, 5 ss.).

<sup>31</sup> Cfr. Corte Cost., 13.04.2021, n. 84, in [www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it); Corte di Giustizia UE, Grande Sezione, 02.02.2021, C-489/19, in [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu), con nota di E. BASILE, *La Corte di giustizia riconosce il diritto al silenzio nell'ambito dei procedimenti amministrativi "punitivi"*, in *Sist. pen.*, 03.02.2021, e M. ARANCI, *Diritto al silenzio e illecito amministrativo punitivo: la risposta della Corte di giustizia*, ivi, 16.02.2021, 1 ss.

Va peraltro detto che le istanze di depenalizzazione<sup>32</sup>, di cui costituiscono espressione talune scelte effettuate negli ultimi anni dal legislatore, sembrerebbero denotare una sorta di “fuga” dal diritto penale “tradizionale”, con la valorizzazione contestuale, sul versante punitivo-repressivo, di forme di illecito proprie del diritto amministrativo e la previsione di nuove tipologie di sanzioni, come dimostrato dall’introduzione nel nostro ordinamento degli illeciti punitivi civili<sup>33</sup>.

Nel mercato finanziario, in particolare, un incentivo alla previsione di binari punitivi alternativi rispetto a quello penale è rappresentato proprio dalla presenza di un’apposita autorità di regolazione, la Consob, che attrae a sé poteri regolamentari, ispettivi e sanzionatori e la cui azione si denota per un alto grado d’efficienza e un elevato livello di competenza tecnica<sup>34</sup>.

Il tema, allora, almeno nell’ambito di illeciti che hanno come campo d’incidenza comportamenti tenuti all’interno di strutture di creazione normativa, quale è il mercato finanziario, diventa quello di operare un bilanciamento tra l’esigenza di fornire una risposta celere e adeguata alla domanda di giustizia – anche nel rispetto del principio del buon andamento dell’azione amministrativa ex art. 97 Cost. – e tutela dei diritti fondamentali, in procedimenti che, anche se non suscettibili di incidere sulla libertà personale, possono comunque avere come esito l’irrogazione di sanzioni dotate di un elevato tasso di afflittività.

### **3.1. Il principio del contraddittorio e la connessione tra procedimenti.**

**Alcuni spunti problematici.** A proposito delle difficoltà che si riscontrano sul versante delle garanzie penalistiche nell’ambito della più ampia *matière pénale* e dei doppi binari sanzionatori, basti individuare quale esempio emblematico il

---

<sup>32</sup> C.E. PALIERO, *Depenalizzazione*, in *Dig. disc. pen.*, III, Torino, 1989, 425 ss.

<sup>33</sup> Sui “nuovi” illeciti punitivi civili, per tutti, A. GULLO, *La depenalizzazione in astratto tra vecchi e nuovi paradigmi. Un’analisi dei decreti legislativi 7 e 8 del 15.1.2016*, in *Legisl. pen.*, 29.07.2016, 9 ss.; G. PONZANELLI, *Quale futuro per i danni punitivi*, in M. DONINI, L. FOFFANI (a cura di), *La ‘materia penale’ tra diritto nazionale e diritto europeo*, Torino, 2018, 187 ss.

<sup>34</sup> Per un approfondimento, tra gli altri, E. BINDI, A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d’Italia*, Torino, 2018; F. D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e diritto penale*, Torino, 2014; D. FONDAROLI, *La Consob e gli abusi di mercato*, in F. SGUBBI, D. FONDAROLI, A.F. TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2013, 209 ss.

principio del contraddittorio, già oggetto di attenzione nell'ambito della sentenza *Grande Stevens*, ove la *dissenting opinion* espressa dal giudice Pinto De Albuquerque restituisce osservazioni pertinenti e ancora attuali circa la sua necessità nel procedimento amministrativo e nel giudizio di opposizione alle sanzioni eventualmente irrogate<sup>35</sup>.

La questione del contraddittorio, a dire il vero, può assumere una duplice dimensione: l'una risiede interamente nel procedimento innescato dall'autorità amministrativa indipendente e, come appena accennato, si sostanzia nella necessità di prevedere al suo interno dei meccanismi partecipativi<sup>36</sup>; l'altra riguarda la formazione della prova nel procedimento penale che si svolga sui medesimi fatti, allorché il materiale probatorio raccolto dalla Consob nel corso dell'attività di accertamento sia acquisito nel processo dinnanzi all'autorità giudiziaria e fondi la condanna penale.

Di tale ultimo aspetto si occupa la sentenza della Cassazione che qui esaminiamo, nella quale i giudici parrebbero implicitamente riconoscere una violazione del principio del contraddittorio derivante dall'utilizzazione nel processo penale dei risultati probatori acquisiti nell'ambito dell'attività ispettiva della Consob, salvo poi rilevare l'infondatezza del relativo motivo di ricorso in virtù della sua genericità.

D'altronde, nel nostro ordinamento, l'art. 220 disp. att. c.p.p. si pone a norma di raccordo tra attività ispettiva o di vigilanza amministrativa e procedimento penale, disponendo che «quando nel corso di attività ispettive o di vigilanza previste da leggi o decreti emergono indizi di reato, gli atti necessari per assicurare le fonti di prova e raccogliere quant'altro possa servire per l'applicazione della legge penale sono compiuti con l'osservanza delle disposizioni del codice».

---

<sup>35</sup> Corte Edu, Sez. II, 04.03.2014, ric. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10, *Grande Stevens c. Italia*, cit.

<sup>36</sup> Sul tema del contraddittorio in sede extrapenale, G. CANESCHI, *I confini di applicazione del contraddittorio in sede extrapenale*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2016, 2, 114 ss.

Le relazioni ispettive della Consob, secondo il costante indirizzo della Corte, «hanno natura documentale rispetto ai dati oggettivi in esse rappresentati».

Secondo la Cassazione, detti documenti ben possono costituire prova quando le dichiarazioni in esse contenute rilevino di per sé come fatto storico, ma non laddove rilevino «esclusivamente come rappresentazione di un fatto, poiché in tale ultima ipotesi, essa va acquisita e documentata nelle forme del processo, risultando altrimenti violato il principio del contraddittorio».

Precisano i giudici che, laddove oggetto di rappresentazione siano le dichiarazioni di scienza – nel caso di specie si trattava di una relazione Consob, che incorporava dichiarazioni rese dagli imputati e da terzi –, occorrerebbe prestare attenzione e distinguere, in accordo con una certa dottrina, tra «attitudine del documento a rappresentare» e «contenuto della dichiarazione», desumendosi dall'art. 111, co. 4, Cost. «il diritto dell'imputato a confrontarsi con l'autore della dichiarazione, anche se essa è contenuta in un documento»<sup>37</sup>.

Dunque, anche se nel caso in esame la Cassazione – rigettata la doglianza per ragioni processuali – non si addentra ulteriormente nel merito della questione, parrebbe emergere una certa tensione tra diritto al contraddittorio e *ne bis in idem*, allorquando l'attività ispettiva dell'autorità amministrativa non sia condotta nei modi stabiliti nel codice di procedura penale e la sussistenza della connessione procedimentale dipenda anche dall'aver evitato duplicazioni e ripetizioni nell'attività di raccolta e valutazione delle prove.

---

<sup>37</sup> Afferma che il documento costituisce prova solo del fatto che le dichiarazioni sono state rese e non anche dei fatti riportati – ponendo l'accento sulla ripetibilità in dibattimento delle dichiarazioni stesse – P. DELL'ANNO, *Prova documentale e circolarità della prova*, in A. GAITO (a cura di), *La prova penale*, vol. II, Milano, 2008, 654. Sul tema del rapporto tra materiale probatorio precostituito e contraddittorio, O. MAZZA, *Le insidie al primato della prova orale rappresentativa. l'uso dibattimentale di materiale probatorio precostituito*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2011, 4, 1514 ss. Si veda anche F.R. DINACCI, *Il contraddittorio per la prova: anàbasi e catàbasi*, in *Cass. pen.*, 2019, 4, 1727 s., il quale considera alla stregua di «libertinaggi interpretativi», idonei a minare il dispiegarsi del contraddittorio, le interpretazioni estensive della prova documentale, che spesso ricomprende la «documentazione di attività compiuta dall'autorità nel corso di un procedimento amministrativo, in cui si "approfitta" del difficile confine operativo determinato dall'emergere della *notitia criminis*».

Il contraddittorio costituisce, come sostenuto dalla stessa Corte di Strasburgo, un principio cardine del c.d. “giusto processo” e trova esplicito riconoscimento non solo nella Cedu, ma anche nell’art. 111, co. 4, Cost., rappresentando, peraltro, un momento essenziale per la concreta attuazione dell’*adversary trial*<sup>38</sup>, verso cui l’ordinamento italiano ha virato a seguito della riforma del 1988.

Nell’ambito dei rapporti tra procedimento amministrativo e penale, dunque, il contraddittorio ben potrebbe valere come “controlimite” rispetto all’accertamento della connessione tra procedimento penale e amministrativo laddove esso sia condotto avendo riguardo alla mancata duplicazione nella raccolta degli elementi di prova.

Se veramente, come parrebbe riconoscere la Cassazione nel caso di specie, l’utilizzazione *tout court* nel processo penale di documentazione formata dalla Consob nel corso di attività ispettive o di vigilanza, al fine della prova dei fatti in essa rappresentati, costituisce violazione del contraddittorio, allora il paradosso è presto svelato: se in ambito sovranazionale da un lato si riconosce la necessità che detto principio si dispieghi anche nei procedimenti amministrativi finalizzati all’irrogazione di sanzioni sostanzialmente penali, dall’altro – all’atto della verifica del rispetto del *ne bis in idem* sulla scorta dei parametri elaborati dalla Corte Edu – la sua portata all’interno del processo penale vero e proprio potrebbe risultare ridimensionata, proprio in nome della conservazione del doppio binario sanzionatorio.

**4. L’informazione privilegiata e le c.d. “fasi intermedie”.** La Corte di Cassazione, dopo aver sciolto le descritte questioni preliminari, passa a esaminare i caratteri dell’informazione privilegiata, in particolare quello della precisione, prodromico all’approfondimento della figura dell’*insider* di se stesso.

---

<sup>38</sup> In questo senso, anche G. PECORELLA, *Terzietà del giudice. Parità delle parti: scriverlo nell’art. 111 non basta. Per il modello accusatorio in Costituzione*, in *Diritto di difesa*, 2020, 539 ss., il quale sottolinea che «l’accusatorio senza formazione della prova nella dialettica delle parti, oralmente, e perciò in presenza di chi emetterà la sentenza, non è concepibile, o, meglio, è un accusatorio che ha le stigmate dell’inquisitorio».

Infatti, come rilevato, le doglianze difensive si concentravano sull'impossibilità di considerare precisa, dunque privilegiata, quell'informazione che si riferisca a fasi intermedie di una fattispecie a formazione progressiva – quale è il lancio di un'OPA, caratterizzata da una serie di operazioni preparatorie ad essa funzionali – quando non vi sia stata alcuna oggettivizzazione dei propositi – dunque dei presupposti – che hanno poi condotto alla decisione finale.

Facendo riferimento alla sentenza *Markus Gelll c. Daimler A.G.*, pronunciata dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea nel 2012<sup>39</sup>, nonché alle Direttive 2003/6 (c.d. MAD I) e 2003/124 (recante le modalità di attuazione della MAD I), la Cassazione ricorda che l'informazione privilegiata è tale allorché, direttamente o indirettamente, concerne uno o più strumenti finanziari o emittenti, abbia carattere preciso, non sia stata resa pubblica e sia *price sensitive*, nel senso che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari ovvero degli strumenti derivati connessi<sup>40</sup>.

Il carattere della precisione, poi, sussiste se l'informazione si riferisce a un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere ovvero ad un evento verificatosi o di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà, e sia sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o di strumenti finanziari derivati ad essi connessi<sup>41</sup>.

Alla luce della menzionata pronuncia della Corte di Lussemburgo, anche prima dell'entrata in vigore dell'art. 7 del Reg. 2014/596 (c.d. MAR) – dunque già

---

<sup>39</sup> Corte di Giustizia UE, Sez. II, 28.06.2012, C-19/11, in *www.eur-lex.europa.eu*. *Amplius*, sulla pronuncia, A. HELLGARDT, *The notion of inside information in the Market Abuse Directive: Gelll*, in *Common Market L. Rev.*, 2013, 50, 3, 861 ss.

<sup>40</sup> Sulla nozione di informazione privilegiata, *ex multis*, M. A. BARTOLUCCI, *Le nuove definizioni e, in particolare, la nozione di informazione privilegiata*, in *Soc.* 2019, 5, 547 ss.; F. CONSULICH, F. MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *Soc.*, 2016, 2, 179 ss.; S. SEMINARA, *L'informazione privilegiata*, in M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario*, vol. II, Bologna, 2020, 2124 ss.

<sup>41</sup> Per una critica al requisito della precisione S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in G. CANZIO, L.D. CERQUA, L. LUPARIA (a cura di), *Diritto penale delle società*, Padova, 2016, 657 ss.

sotto la vigenza della MAD I e dell'art. 181 Tuf, quando i fatti oggetto di giudizio erano stati commessi –, che ha espressamente ricondotto all'ambito delle informazioni privilegiate anche quelle aventi ad oggetto fasi intermedie, era ben possibile qualificare una fase intermedia quale «complesso di circostanze» esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà a esistenza, ovvero quale «evento» verificatosi o che ragionevolmente si possa ritenere che si verificherà. Tale interpretazione sarebbe rafforzata, secondo la Cassazione, anche dalla finalità della normativa eurounitaria dei mercati finanziari che, sin dalle Direttive del 2003, è volta ad accrescere la fiducia degli investitori nei mercati finanziari, assicurando a costoro la possibilità di muoversi su un piano di parità e di ricevere un'adeguata tutela dinnanzi a comportamenti di abuso informativo e manipolazione dei prezzi.

Vale la pena ricordare che la questione della rilevanza delle informazioni relative a fasi intermedie prima dell'entrata in vigore del MAR è già stata affrontata e risolta in senso positivo dai giudici di legittimità nella sentenza Respigo<sup>42</sup>, nota per essersi occupata del giudizio di proporzione del trattamento sanzionatorio nel doppio binario, sotto il particolare profilo della disapplicazione della sanzione penale irrogata per seconda.

In quell'occasione, si era correttamente sostenuto che l'inclusione tra le informazioni privilegiate anche delle notizie relative alle fasi intermedie non comporta alcuna violazione del principio di irretroattività, stante l'identità dei requisiti dell'informazione privilegiata richiesti nell'abrogato art. 181 Tuf e nel vigente art. 7, par. 4, MAR – salva l'esplicita menzione, in quest'ultima, dei processi prolungati –, e vista l'interpretazione fornita dalla Corte di Lussemburgo già prima del Reg. 2014/596.

Nella vicenda che qui esaminiamo, come si è accennato, le contestazioni dei ricorrenti hanno ad oggetto l'irrilevanza delle c.d. fasi intermedie rispetto alla

---

<sup>42</sup> Cass. pen., Sez. V, 15.04.2019, n. 39999, Respigo, in *Giur. it.*, 2020, 932 ss., con nota di A.F. TRIPODI, *Ne bis in idem e insider trading: dalla Cassazione i criteri per una risposta sanzionatoria proporzionata*. Si veda anche C. PAGELLA, *L'inafferrabile concetto di "connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta": la Cassazione ancora su ne bis in idem e insider trading*, in *Sist. pen.*, 09.01.2020.

nozione di informazione privilegiata vigente prima del 2014, e in particolare la natura oggettiva delle circostanze da cui le pronunce di merito avrebbero desunto la precisione dell'informazione rispetto alla verifica dell'evento finale.

Orbene, il giudizio di prognosi postuma circa l'avveramento dell'evento finale (il lancio dell'OPA) poggia, secondo la Corte, su «solidi dati oggettivi», rappresentati non già «dallo specifico processo decisionale che ha condotto all'approvazione, prima, e alla stipulazione, dopo, del finanziamento che ha sostenuto l'OPA», bensì da una serie di operazioni attuative del progetto di *delisting* e dall'esistenza di trattative con controparti bancarie, che rendevano prevedibile l'OPA – circostanza certamente *price sensitive* – ai sensi dell'abrogato art. 181 Tuf.

Insomma, i giudici sembrano accogliere un'interpretazione del requisito della precisione «in chiave teleologica»<sup>43</sup>, piuttosto vicina al significato di concretezza della possibile verifica dell'evento futuro<sup>44</sup>.

L'infondatezza delle censure difensive è dichiarata dalla Cassazione sulla base di un'errata individuazione del *thema probandum*, ma l'affermazione che le valutazioni dei giudici di merito non sono ancorate a «meri soggettivi propositi confinati nel foro interno dei protagonisti», è per la Corte funzionale a sciogliere il nodo della rilevanza penale del c.d. *insider* di sé stesso.

##### **5. L'*insider* di sé stesso: un personaggio in cerca d'autore.**

Nell'affrontare il problema della rilevanza penale dell'*insider* di sé stesso, dopo aver rimarcato l'importanza che l'interpretazione dell'enunciato normativo tenga conto della connessione delle parole e dell'intenzione del legislatore (art. 12 disp. prel.), risultando così rispettato, per il tramite dell'ermeneusi condotta

---

<sup>43</sup> S. SEMINARA, *L'informazione privilegiata*, in M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario*, cit., 2140.

<sup>44</sup> Cfr. S. SEMINARA, *Informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie)*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2009, 233 ss.

entro i limiti della formulazione letterale<sup>45</sup>, il principio di determinatezza, anche laddove la disposizione contenga «vocaboli polisemi», ovvero «clausole generali o concetti elastici», la Cassazione si sofferma sul significato del termine “informazione”. Essa «altro non è se non insieme di dati descrittivi della realtà» e l’attività di raccolta e trasmissione delle informazioni rappresenta solo una componente dinamica che «non elide la componente statica sopra ricordata».

Dunque, il ritenere che il possesso dell’informazione presupponga un’alterità tra soggetto che la detiene e fonte della notizia costituirebbe un mero giudizio di valore e non troverebbe alcuna giustificazione né nella disposizione incriminatrice, né avendo riguardo alle ulteriori fattispecie che, nell’intero ordinamento penale, contemplano l’informazione come elemento costitutivo.

In particolare, la Cassazione ricorda che giurisprudenza di legittimità ritiene configurabile il delitto di indebita percezione di erogazioni pubbliche ex art 316-ter c.p. anche quando fonte della notizia sia lo stesso soggetto attivo del reato, intendendosi col termine “informazioni” «sia la comunicazione che il dato di conoscenza, ancorché quest’ultimo sia rappresentativo di una realtà prodotta dal medesimo soggetto obbligato»<sup>46</sup>. Analogamente, anche l’art. 371-bis c.p., nell’incolpare le false informazioni al pubblico ministero, e l’art. 375 c.p., rubricato “Frode in processo penale e depistaggio”, farebbero riferimento a un dato conoscitivo senza assumere quale elemento essenziale della fattispecie il momento dinamico della comunicazione o dell’acquisizione “altrove” della notizia.

Parimenti, considerando l’enunciato normativo di cui all’art. 184 Tuf nella sua interezza, il rilievo che la fattispecie di *insider trading* prevede che l’agente sia in possesso dell’informazione «in ragione» della propria qualità non risulta secondo i giudici dirimente per affermare la necessaria alterità tra fonte della notizia e suo utilizzatore.

Infatti, il significato corretto da attribuire alla disposizione si otterrebbe solo guardando alla finalità perseguita dalla disciplina eurounitaria e interna in materia

---

<sup>45</sup> Cfr. V. MANES, *Dalla ‘fattispecie’ al ‘precedente’: appunti di ‘deontologia ermeneutica’*, in *Cass. pen.*, 2018, 2227 ss.; A. PAGLIARO, *Testo e interpretazione nel diritto penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2000, 440 s.

<sup>46</sup> La Corte rinvia a Cass. pen., Sez. II, 21.09.2017, n. 47064, in *C.E.D. Cassazione*, Rv. 271242.

di abusi di mercato, che risiede, come prima si accennava, nella necessità di garantire l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e di accrescere la fiducia degli investitori, assicurando loro una tutela avverso l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate e la manipolazione dei prezzi.

Dunque, nulla osterebbe alla punibilità del soggetto che generi l'informazione allorché quest'ultima non coincida «genericamente con un mero proposito dell'agente» ma abbia ad oggetto «un insieme di circostanze quantomeno di ragionevole verifica e sufficientemente specifiche» da avere il carattere della *price sensitivity*; nel caso concreto in esame, il rastrellamento dei titoli non rappresenterebbe dunque lo «sfruttamento di una mera decisione interna, ma una condotta che, rispetto ad un progetto oramai ragionevolmente prevedibile» nella sua attuazione – segnatamente quello di OPA –, «mira ad alterare la condizione di parità degli investitori».

Peraltro, non troverebbe fondamento giuridico l'opinione per la quale la fattispecie di *insider trading* andrebbe applicata solo a «coloro che sfruttino "parassitariamente" l'informazione».

Inoltre, prosegue la Corte, il fatto che il 25° *Considerando* e l'art. 7, par. 1, lett. d) del MAR facciano riferimento a informazioni provenienti da terzi o riguardanti terzi non sarebbe indicativo della necessaria alterità della fonte dell'informazione, riferendosi tali disposizioni a ipotesi peculiari di *insider trading*.

Infine, il rastrellamento dei titoli in vista dell'OPA una volta presa la decisione di lanciarla e iniziate le trattative per la definizione delle sue modalità operative non rientrerebbe nella sfera di liceità tratteggiata dal 30° *Considerando* della Dir. 2003/6, che contempla la semplice esecuzione di una decisione economica dell'agente.

**5.1. Alcune osservazioni.** Le esposte argomentazioni della Corte di Cassazione si pongono in tendenziale continuità con quanto rilevato nella sentenza di legittimità emanata in sede civile qualche anno prima, nell'ambito del

giudizio inerente alle sanzioni irrogate dalla Consob per l'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate<sup>47</sup>.

Anche in quell'occasione, si era rimarcata l'importanza di guardare alla *ratio* della disciplina europea del *market abuse*, statuendo già per l'illecito previsto nell'art. 187-*bis* Tuf che il termine "informazione" in sé non implica il concetto di alterità della fonte del dato conoscitivo, che l'essere in possesso della notizia «in ragione» delle proprie qualità non depone nel senso di escludere la responsabilità del suo creatore e che nessun profilo "meritorio" andrebbe valutato nell'applicazione della norma.

Orbene, la sentenza della Corte pronunciata in sede penale, che in questa sede commentiamo, rappresenta indubbiamente un importante tassello nel mosaico delle opinioni di quanti si sono interrogati sulla possibilità di incriminare l'*insider* di se stesso, ma anche sulla questione, per vero preliminare, che attiene alla concreta perimetrazione dei confini di suddetta figura.

La tesi dell'irrilevanza penale del *self insider* poggia tradizionalmente sulle stesse argomentazioni testuali che i giudici di legittimità si preoccupano di confutare, ossia quelle concernenti il significato del termine "informazione" e il lemma «in ragione di».

Quanto a quest'ultimo, ci pare condivisibile la motivazione fornita dalla Corte di Cassazione, secondo la quale l'espressione non fornirebbe alcuna indicazione rispetto alla rilevanza o meno dell'*insider* di se stesso<sup>48</sup>.

Anche parte della dottrina, d'altronde, ha correttamente messo in risalto come colui che utilizza una notizia relativa a un proprio proposito o ad un evento da egli stesso generato sia in possesso del dato conoscitivo in ragione della propria qualifica e come, anzi, la possibilità di "creare" la notizia gli derivi proprio dal ruolo che riveste nella vicenda in cui si trova ad operare<sup>49</sup>.

---

<sup>47</sup> Cfr. Cass. civ., Sez. II, 16.10.2017, n. 24310, cit.

<sup>48</sup> *Contra*, in dottrina, S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in G. CANZIO, L.D. CERQUA, L. LUPARIA (a cura di), *Diritto penale delle società*, cit., 693; F. MUCCIARELLI, *Art. 184 Tuf*, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, vol. III, Torino, 2012, 2326.

<sup>49</sup> In tal senso, A.F. TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova, 2012, 291 s.

Nel caso concreto, perciò, il gruppo di controllo ha ideato il lancio dell'OPA proprio in ragione della qualifica rivestita dai suoi membri, che dunque sono in possesso del relativo dato conoscitivo poiché esponenti a vario titolo delle società coinvolte.

Più complicato, invece, risolvere l'interrogativo sull'effettiva portata semantica del termine "informazioni", il cui significato condiziona l'ampiezza del concreto raggio applicativo della fattispecie incriminatrice.

Secondo un orientamento, alla tesi secondo la quale si potrebbe parlare di *self-insider* laddove il soggetto conosca propositi dallo stesso generati ma anche eventi che lo riguardano<sup>50</sup> andrebbe piuttosto preferita una lettura che riferisca la figura ai soli propositi e decisioni propri<sup>51</sup>, limitando poi la punibilità, nel rispetto del principio di materialità, solo ai casi in cui questi ultimi siano stati "oggettivati"<sup>52</sup>, nel senso che a breve chiariremo.

Infatti, il termine "informazione", pur presupponendo una nota di alterità tra dato conoscitivo e soggetto che lo sfrutta, non richiederebbe né una trasmissione intersoggettiva della notizia<sup>53</sup> né una vera e propria diversità della fonte<sup>54</sup>, ma sarebbe sufficiente che l'utilizzatore della stessa, laddove coincida con il suo creatore, l'abbia comunicata ad altri, rendendola in tal modo "altro da sé"<sup>55</sup>.

---

<sup>50</sup> Cfr. F. GALGANO, *Gruppi di società, insider trading, OPA obbligatoria*, in *Contr. e impr.*, 1992, 638, per il quale «non è una "informazione riservata", perché non è propriamente una informazione, la conoscenza che ciascuno ha degli eventi che lo concernono o dei propositi che ha in animo di attuare».

<sup>51</sup> Così, A.F. TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, cit., 282 ss., che, assumendo a parametro di riferimento «la sfera soggettiva di chi agisce», nota come la realtà circostante – *id est*: gli eventi – sia in verità, rispetto all'agente, «altro da sé».

<sup>52</sup> Si veda A.F. TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, cit., 328 ss.

<sup>53</sup> In tal senso, F. MUCCIARELLI, *Art. 184 Tuf*, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, cit., 2326, per il quale, per la sussistenza del connotato di "alterità" dell'informazione, è sufficiente che vi sia stato un arricchimento del patrimonio conoscitivo del soggetto. *Contra*, A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, 407 ss.

<sup>54</sup> Contrariamente, sulla necessità che la notizia abbia un'origine esterna al suo utilizzatore, M. SAGLIOCCA, *Necessaria alterità dell'informazione rispetto al soggetto agente nell'abuso di informazioni privilegiate*, in *Soc.*, 2020, 11, 1251.

<sup>55</sup> S. SEMINARA, *L'informazione privilegiata*, in M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario*, cit., 2162 ss.; A.F. TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, cit., 328 ss., il quale insiste sull'esigenza di rinvenire la materialità non tanto della condotta in sé, quanto della sua nota modale (l'utilizzazione dell'informazione privilegiata), e chiarisce che, nel caso in cui la condotta del soggetto agente si dispieghi in un contesto societario

Ebbene, la decisione in commento adotta una lettura estensiva del termine “informazioni”, che abbraccia, come visto, il dato di conoscenza anche in senso statico – e non solo nella componente dinamica della raccolta o trasmissione – e parrebbe quindi ritenere lecite le sole condotte che contemplino l'utilizzazione di meri propositi interni.

Ci sembra dunque che la Cassazione operi un ulteriore restringimento dell'area di liceità, dal momento che parrebbe limitare l'irrelevanza penale alle sole ipotesi che testualmente si desumono dalla lettura del 30° *Considerando* della Dir. 2003/6. L'interpretazione di tale ultima disposizione, come accennato, è condotta nella pronuncia nel senso di includervi la «mera attuazione di una decisione economica dell'operatore», e non anche il rastrellamento di titoli preliminare al lancio dell'OPA, come invece taluni, onde non privare di qualsiasi utilità la precisazione effettuata dal legislatore europeo, sembrerebbero sostenere<sup>56</sup>.

Pur non riproponendo la differenziazione tra OPA finalizzata all'acquisizione e OPA tesa al *delisting*, propugnata invece in sede di opposizione alle sanzioni amministrative dalla Cassazione civile – secondo la quale solo la prima rientrerebbe nello scudo di liceità designato dalla normativa eurounitaria<sup>57</sup> –, i giudici paiono intendere la disposizione contenuta nel 30° *Considerando* della MAD, oggi riproposta nell'art. 9, par. 5, MAR e nel 31° *Considerando* del MAR, come puramente ricognitiva della non applicabilità della fattispecie di *insider trading* alle operazioni esecutive di un proprio proposito – che a ben vedere costituisce la condizione logicamente e ontologicamente necessaria affinché un qualunque soggetto possa dispiegare il proprio agire sul mercato<sup>58</sup> –, valevole

---

e sia tenuta per conto della persona giuridica, sarebbe necessaria una comunicazione rivolta all'esterno della società e in grado di impegnarla o impegnare i suoi organi.

<sup>56</sup> M. MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 2, 294 s.; F. RAFFAELE, *Ritorno al Futuro 3: l'“insider di se stesso” all'esame della Cassazione e il nuovo tentativo di ipostatizzare il market egalitarianism*, in *Giur. comm.*, 2019, 4, 788.

<sup>57</sup> Contrario a siffatta distinzione, A. BARTALENA, *O.p.a. per delisting e insider trading: brevi riflessioni sull'insider di se stesso*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 6, 698 ss. In argomento, anche E. RECCIA, *“Insider di se stesso” e la distinzione tra opa per la scalata e opa per il delisting*, cit., 568 ss.

<sup>58</sup> A meno di ipotizzare, come notano alcuni Autori, una sorta di dissociazione psichica per la quale il soggetto non conosce le proprie decisioni. Cfr. S. SEMINARA, *L'informazione privilegiata*,

insomma a consentire, a fronte della generale punibilità del *self-insider*, la semplice possibilità di operare sul mercato finanziario.

L'esclusione di qualsiasi differenziazione tra le tipologie di OPA è coerente con l'affermazione, condivisibile, che la valutazione del profilo meritorio delle operazioni – ossia la considerazione della natura parassitaria o meno dello sfruttamento dell'informazione – non trova alcun riscontro nel dato positivo<sup>59</sup>; tuttavia, la rilevanza penale delle operazioni di rastrellamento poste in essere in vista del futuro lancio dell'OPA da parte degli stessi soggetti che l'hanno ideata e decisa, affermata alla luce della *ratio* perseguita dalla normativa europea di assicurare un'assoluta parità informativa e di condizioni sui mercati finanziari, sconta una certa vaghezza dogmatica<sup>60</sup>, che risiede non tanto nella correttezza del ragionamento condotto dalla Cassazione – che, stando al dato positivo, è pressoché ineccepibile –, quanto nell'impossibilità di recuperare una concreta funzione ermeneutica e critica del bene giuridico che orienti l'interprete verso un giudizio, per così dire, “valoriale”, non già sul versante economico – nel senso anzi visto dello sfruttamento non parassitario della notizia –, bensì nell'accezione strettamente giuridica di meritevolezza della sanzione penale.

Orbene, la Corte di Cassazione sembrerebbe per tale via valorizzare, anche ai fini della disciplina penalistica dell'abuso di informazioni privilegiate, nelle fasi propedeutiche al lancio dell'OPA, la regola del “*disclose or abstain*”<sup>61</sup>,

---

in M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario*, cit., 2160 s.; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, voce *Abusi di mercato*, in *Enc. giur.*, tomo II, Milano, 2008, 23.

<sup>59</sup> Così, A.F. TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, cit., 294 ss.

<sup>60</sup> Parrebbe qui concretizzarsi il pericolo di una confusione tra bene giuridico e scopo della tutela. Sul punto, presentando il problema di detta sovrapposizione come immediatamente conseguente alla difficoltà di individuare un interesse protetto dalla fattispecie di abuso di informazioni privilegiate, G.M. FLICK, *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in *Riv. soc.*, 1991, 4, 981 ss. Analogamente, facendo altresì riferimento ai «contestabili postulati della concezione c.d. metodologica del bene giuridico» (in base alla quale esso non preesiste alla fattispecie ma rappresenta la sintesi di un'interpretazione di scopo: si veda, per tutti, G. FIANDACA, E. MUSCO, *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, 2014, 9 s.), V. NAPOLEONI, *L'insider trading*, in C. SANTORIELLO (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, vol. I, Torino, 2008, 644.

<sup>61</sup> In senso critico, già S. SEMINARA, *Insider trading e gruppi di società*, in *Riv. pen.*, 1998, 6, 546 s., per il quale l'integrale traduzione dell'«obiettivo di garantire il c.d. *equal access* dei risparmiatori-investitori alle informazioni rilevanti nelle operazioni di borsa» (nell'ottica di una stretta correlazione tra buon funzionamento del mercato e fiducia degli investitori) nella fattispecie

nell'ottica di un'adozione tendenzialmente incondizionata della dottrina del *market egalitarianism*<sup>62</sup>.

Quest'ultima, se da un lato non trova argine alcuno nell'evanescente interesse al corretto funzionamento del mercato – espressione che richiamiamo come riassuntiva di una serie di oggettività giuridiche “metaindividuali” aleatorie, variamente ricondotte all'*insider trading*<sup>63</sup> –, dall'altro parrebbe invece incontrare un limite nel requisito della precisione dell'informazione privilegiata, allorquando lo si intenda come sufficiente concretezza della possibilità della realizzazione dell'evento futuro – data, nel caso di specie, dall'attuazione di operazioni funzionali al *delisting* e dall'esistenza di trattative per il lancio dell'OPA (v. *retro*, par. 4).

**6. Considerazioni conclusive.** La pronuncia esaminata, nel confermare l'esito a cui già era pervenuta la Corte d'Appello di Milano<sup>64</sup>, affronta, come visto, molteplici temi d'interesse.

Infatti, da un lato, con riferimento al divieto di *bis in idem*, contribuisce a quegli orientamenti giurisprudenziali nei quali oggi, in larga parte, risiede – in maniera più o meno condivisibile – la legalità della *matière pénale* convenzionale; dall'altro, tenta di sciogliere il nodo dell'*insider* di se stesso affermandone, come detto, la rilevanza penale.

Con riferimento al primo aspetto, ci sembra che l'interrogativo di fondo verta sull'opportunità di tenere in vita, in ambito finanziario, un sistema in cui i

---

penale «implicherebbe l'incriminazione di ogni operazione borsistica compiuta in condizioni di asimmetria informativa rispetto alla controparte; anche quando essa derivi dall'elaborazione di un progetto economico» ideato dallo stesso soggetto agente. Da qui, secondo l'Autore, la necessità di ricondurre nel raggio applicativo della fattispecie penale le sole condotte di sfruttamento informativo che diano luogo a «un profitto solo parassitario e privo di un “merito” economico». Per un'analisi della fattispecie di *insider trading* rispetto agli obblighi di *disclose* e *abstain*, anche a seguito del MAR, S. CONFALONIERI, *I rischi di insider trading nelle fasi propedeutiche all'o.p.a.: problemi e prospettive*, in *Soc.*, 2016, 11, 1272 ss., in particolare 1287 ss.

<sup>62</sup> Sul tema del *market egalitarianism* come «principale fondamento ideologico del divieto di *insider trading*», concordando sul fatto che lo sfruttamento “non parassitario” dell'informazione privilegiata non è contemplato nel dato normativo, si veda l'ampia disamina di S. GILOTTA, *Riflessioni sull'insider di se stesso*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2019, 2, 423 ss.

<sup>63</sup> Sul bene giuridico tutelato, si veda, per tutti, F. SGOBBI, A.F. TRIPOLI, voce *Abusi di mercato*, cit., 2 ss.

<sup>64</sup> Corte App. Milano, Sez. II, 15.01.2019, n. 284, cit.

procedimenti e le sanzioni sono duplici; vien da chiedersi, insomma, se, anche a fronte dell'obbligo europeo di criminalizzazione previsto nella Dir. 2014/57 (c.d. MAD II)<sup>65</sup>, come auspicato da autorevole dottrina<sup>66</sup>, non sia il caso di ricondurre a unità il sistema punitivo-repressivo degli abusi di mercato, anche alla luce del concetto "allargato" di materia penale "disegnato" in ambito convenzionale.

Spostandoci da una simile prospettiva alla considerazione del dato positivo della fattispecie di *insider trading*, ci pare che la sentenza in commento, sebbene generalmente condivisibile nelle argomentazioni interpretative e nella valorizzazione della concretezza e dell'oggettività dell'informazione privilegiata, lasci aperte alcune incertezze di natura sia teorica che empirica, sicuramente alimentate dall'assai poco nitida morfologia dei riferimenti normativi considerati.

Invero, rimane vago il senso letterale e sistematico della clausola di salvaguardia contenuta nel 30° *Considerando* della MAD I – oggi art. 9, par. 5, MAR e 31° *Considerando* del MAR – e ineludibilmente equivoca, rispetto alla penale rilevanza del *self-insider*, l'espressa incriminazione, sempre di derivazione eurounitaria, del c.d. *criminal insider*, di cui nelle pieghe motivazionali della Cassazione non si fa menzione.

Senza contare che, in un'ottica prettamente pragmatica, un'interpretazione tanto estensiva – ma, quasi fosse un paradosso, formalmente corretta – della disposizione contenuta nell'art. 184 Tuf rischierebbe di bloccare il funzionamento del mercato<sup>67</sup>.

Infine, se la considerazione del carattere preciso dell'informazione privilegiata, costruito come sua concretezza, contribuisce a dotare di oggettività i propositi dell'agente – ritrovandosi in tale aspetto un requisito di "oggettivazione" non per forza coincidente con quello della comunicazione verso l'esterno, con cui parte della dottrina soddisfa l'esigenza di materialità (v. *retro*, par. 5.1.) –, è pur

---

<sup>65</sup> Per un quadro normativo aggiornato, F. D'ALESSANDRO, *Market abuse*, M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario*, cit., 2166 ss.

<sup>66</sup> Cfr. F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2015, 4, 298 s.

<sup>67</sup> Cfr., sebbene in senso critico rispetto alla sentenza resa dalla Cassazione in sede civile, F. RAFFAELE, *Ritorno al Futuro 3: l'insider di se stesso all'esame della Cassazione e il nuovo tentativo di ipostatizzare il market egalitarianism*, cit., 794; M. VENTORUZZO, *Qualche nota sul cosiddetto "insider di sé stesso" alla luce del Regolamento UE sugli abusi di mercato*, cit., 751.

vero che potrebbe dare adito a incertezze applicative l'individuazione del momento a partire dal quale la verifica dell'evento finale diviene ragionevolmente prevedibile.

Insomma, una decisione, quella in commento, che potrebbe rappresentare il punto d'avvio per la ricerca, in via giurisprudenziale, di un volto penale dell'*insider* di se stesso, rispettoso della dimensione materiale e offensiva della fattispecie di abuso di informazioni privilegiate, nonché del principio di frammentarietà, per il quale non tutte le posizioni di privilegio informativo esistenti sul mercato finanziario – fisiologicamente connotato da asimmetrie informative – dovrebbero ritenersi penalmente perseguibili.