

**Sergio Seminara**

# **DIRITTO PENALE COMMERCIALE**

**Volume III**

## **IL DIRITTO PENALE DEL MERCATO MOBILIARE**

*Seconda edizione*



**G. Giappichelli Editore**

## Capitolo I

# Il diritto penale del mercato mobiliare: un'introduzione

---

**Sommario:** 1. Nozioni generali. – 2. L'organizzazione del mercato mobiliare. – 3. Gli interessi tutelati. – 4. Le fattispecie penali. – 5. Gli illeciti amministrativi. – 5.1. I destinatari delle sanzioni. – 5.2. I poteri di accertamento e la procedura sanzionatoria.

### 1. Nozioni generali.

Come “mercato” può intendersi ogni luogo, fisico o virtuale, dove si incontrano la domanda e l'offerta su determinati beni. Una così ampia definizione comprende mercati organizzati e non organizzati, leciti e illeciti.

Fino a pochi anni fa, la disciplina giuridica attribuiva un prevalente rilievo agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali fosse almeno stata presentata richiesta di ammissione alla negoziazione. Tale limitazione non era però stata di ostacolo alla trattazione degli strumenti finanziari anche su altri sistemi, ove venivano negoziati pure beni estranei alla nozione giuridica di strumenti finanziari. Allo scopo di estendere la tutela normativa sia ai nuovi mercati che ai nuovi beni è stata ampliato l'ambito applicativo della normativa sui mercati finanziari, la cui denominazione dunque non trova una rigorosa corrispondenza nel suo oggetto.

Con questa consapevolezza cominciamo dunque la nostra ricostruzione, concentrandoci dapprima sui **mercati regolamentati**, ove le società raccolgono i finanziamenti di capitale di rischio.

Nell'attuale società industriale le imprese hanno bisogno di un continuo afflusso di fondi allo scopo di mantenere la propria competitività nel rapido evolversi dei programmi economici.

Il finanziamento può svolgersi attraverso due canali, tra loro posti in

un rapporto di concorrenza sostitutiva, nel senso che una richiesta non esaudibile su un mercato tende a essere soddisfatta sull'altro: uno di tipo **interno**, rappresentato dall'emissione e dal collocamento delle azioni tra il pubblico, e uno di tipo **esterno**, costituito dal mercato delle obbligazioni, delle banche, delle assicurazioni ecc.

Ai fini del nostro studio viene in rilievo solo il finanziamento interno, che rispetto alle imprese presenta ovviamente una maggiore convenienza sul piano economico, per i minori costi che ne derivano e per la sua durata illimitata nel tempo; non si trascuri però, al fine di comprendere le politiche di impresa, che la quotazione delle azioni implica la sottoposizione dell'ente ai controlli delle autorità di vigilanza e a una disciplina rafforzata sul piano della gestione e della trasparenza (nonché più gravosa nelle sanzioni previste per i reati societari) e inoltre – attraverso l'offerta pubblica di acquisto – determina una maggiore contendibilità dello stesso ente.

Gli strumenti finanziari di nuova emissione sono collocati sul **mercato primario**, in conformità agli artt. 113 ss. d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58 (testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, d'ora in avanti **t.u.f.**) e alle disposizioni regolamentari emanate dalla Consob e dalla società di gestione; tale mercato riguarda dunque la fase del collocamento dei titoli tra il pubblico, all'interno di un rapporto che si diparte dagli emittenti, passa per il tramite degli intermediari e giunge agli investitori.

Il **mercato secondario** ha invece ad oggetto la circolazione, tra il pubblico, degli strumenti finanziari già collocati, sicché esso vede come protagonisti gli intermediari e gli investitori. È appena il caso di sottolineare l'importanza di tale mercato, poiché la disponibilità all'acquisto dei titoli di nuova emissione suppone che essi possano in ogni momento essere rivenduti: l'ampiezza e l'efficienza del mercato secondario si pongono come un presupposto di funzionamento del mercato primario. In sostanza, se ogni mercato generalmente adempie alla funzione di agevolare gli scambi riducendo i tempi e i costi delle transazioni, il mercato primario non potrebbe esistere in assenza del mercato secondario ed entrambi costituiscono un necessario prerequisite di ogni economia capitalistica.

Affinché il mercato di borsa possa svolgere il suo ruolo di canale convogliatore dei flussi finanziari verso le imprese, trasformando il capitale di risparmio in capitale di investimento, occorre dunque un corredo di prescrizioni normative a tutela del suo **corretto funzionamento**: anzitutto, rispetto all'operato di coloro che propongono l'investimento o si offrono di realizzarlo e di gestirlo; inoltre, per quanto attiene all'organizzazione dei mercati; infine, relativamente ai meccanismi di formazione del prezzo dei

titoli, che sono direttamente condizionati dalla qualità e dalla quantità delle informazioni divulgate e dai tempi e dalle modalità della loro trasmissione al pubblico. Sul piano più propriamente sanzionatorio, si tratta poi di vietare lo sfruttamento borsistico di conoscenze ancora ignote al pubblico e la manipolazione del prezzo degli strumenti finanziari. Emerge così che la regolamentazione del mercato mobiliare, contenuta nel t.u.f., si indirizza agli intermediari, ai mercati, agli emittenti e, attraverso i divieti appena menzionati, allarga indiscriminatamente la sfera dei destinatari.

Ancora una precisazione è indispensabile. Il presente volume è dedicato al diritto penale del mercato mobiliare in quanto la nozione di **mercato finanziario** tradizionalmente viene utilizzata per designare congiuntamente i comparti bancario e creditizio, dell'intermediazione finanziaria non bancaria e assicurativo, cioè tutti i settori nei quali si articola il mercato dei capitali<sup>1</sup>. Allo scopo di evitare un'intitolazione troppo vasta rispetto ai reali contenuti della trattazione, si è preferito dunque adottarne una che, sebbene atecnica, si muove all'interno del perimetro tracciato dalle fattispecie penali contenute nel t.u.f.

## 2. L'organizzazione del mercato mobiliare.

Fino a tempi non lontani, in conformità a un modello tradizionalmente adottato nell'Europa continentale il mercato regolamentato di strumenti finanziari si caratterizzava come un'istituzione di diritto pubblico, che in regime di monopolio svolgeva un servizio gestito, disciplinato e vigilato da un'Autorità pubblica, cui era affidata l'ammissione d'ufficio dei titoli alla quotazione, l'emanazione dei regolamenti di borsa, la redazione dei calendari di contrattazione e in generale la fissazione dei requisiti di funzionamento (art. 3 l. 7 giugno 1974, n. 216; artt. 8, 14 e 15 d.p.r. 31 marzo 1975, n. 138 e l. 23 febbraio 1977, n. 49, per il mercato ristretto). Inoltre, con la l. 2 gennaio 1991, n. 1, l'attività di intermediazione mobiliare era stata riservata in via esclusiva alle società di intermediazione mobiliare (Sim), con taluni limiti alle banche, in regime transitorio alle società fiduciarie iscritte in un apposito albo e fino al loro esaurimento agli agenti di cambio.

Questo assetto è stato rivoluzionato dal d.lg. 23 luglio 1996, n. 415, che – emanato in attuazione di direttive comunitarie – ha avviato la ri-

---

<sup>1</sup> Per tutti ANNUNZIATA, 7 ss.; COSTI, 1 ss.; ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, 2021<sup>5</sup>, 13 ss.

forma che sarebbe poi stata portata a compimento nel t.u.f.<sup>2</sup> in relazione all'**organizzazione dei mercati**. L'impostazione dirigistica è stata infatti sostituita da un assetto privatistico, già caratteristico dei paesi anglosassoni: «l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari – afferma l'art. 64 t.u.f. – è esercitata da società per azioni anche senza scopo di lucro». Ciò significa che a tali gestori sono affidati i compiti organizzativi, disciplinari e informativi prima esercitati dalla Consob. A quest'ultima spetta invece un ruolo di controllo, che si esplica per un verso attraverso l'enunciazione dei criteri generali di disciplina dei regolamenti dei mercati e l'autorizzazione al loro esercizio, preceduto dall'iscrizione in un elenco; per altro verso mediante una vigilanza sulle sedi di negoziazione e sui relativi gestori nonché sul funzionamento dei mercati, con facoltà di intervento anche in via sostitutiva (art. 62 ss. t.u.f.).

La costruzione incentrata su mercati regolamentati, intesi come la sede naturale degli scambi di strumenti finanziari, è stata però abbandonata – a partire dalla direttiva 2004/39/CEE, c.d. MiFID – in favore di una visione pluralistica dei “luoghi” di contrattazione (*trading venues*), che riconosce circuiti di contrattazione concorrenziali ai mercati regolamentati, oggi costituenti solo una tra le possibili sedi di esecuzione degli ordini.

Più specificamente, il **mercato regolamentato**<sup>3</sup> è definito dall'art. 1 comma 1 lett. *w-ter*) t.u.f. come un «sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente». In tale mercato, soggetto all'autorizzazione della Consob, si svolge la procedura di ammissione alla quotazione ufficiale di borsa con la correlativa attribuzione all'emittente della qualifica di società quotata, che a sua volta rappresenta il presupposto delle disci-

---

<sup>2</sup> Sull'evoluzione della normativa, anche successiva al d.lg. n. 58 del 1998, e sugli ulteriori temi affrontati in questo paragrafo ANNUNZIATA, 11 ss., 323 ss.; COSTI, 17 ss., 256 ss.; ONADO, *Economia e regolamentazione*, cit., 209 ss.; TROIANO, in CERA-PRESTI, II, 1007 ss. V. pure vol. I, cap. I, § 5.

<sup>3</sup> Attualmente, salvo che per il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato (MTS), in Italia i mercati regolamentati sono tutti gestiti e organizzati da Borsa Italiana s.p.a.: accanto al Mercato Telematico Azionario (MTA) vanno menzionati quello delle obbligazioni (MOT), degli strumenti derivati (IDEM), degli ETF (*Exchange Traded Fund*, cioè fondi di investimento e Sicav con particolari caratteristiche), degli strumenti finanziari derivati cartolarizzati (ETF plus) ed EURONEXT MIV Milan (dedicato alle quotazioni di veicoli che investono in economia reale). Per approfondimenti CIAN, in CERA-PRESTI, II, 1126 ss.

pline previste nel codice civile, nel t.u.f. e nel Regolamento Mercati emanato dalla Consob.

Ai mercati regolamentati si accostano, come alternative e concorrenti sedi di negoziazione, i **sistemi multilaterali di negoziazione** (*Multilateral Trading Facility*, MTF) e i **sistemi organizzati di negoziazione** (*Organized Trading Facility*, OTF), anch'essi autorizzati dalla Consob e dotati di regolamenti approvati dalla medesima autorità (per le relative definizioni v. artt. 1 comma 5-*octies* lett. *a* e *b*, e 65-*bis* ss. t.u.f.). Entrambi, così come i mercati regolamentati, sono sistemi multilaterali; la peculiarità, relativa agli MTF, è costituita dal fatto che possono essere gestiti non solo da un gestore di mercati regolamentati ma anche da un'impresa di investimento e, rispetto agli OTF, che oggetto dei contratti sono obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati. Inoltre, MTF e OTF si differenziano in quanto solo nel primo l'incontro tra interessi multipli di acquisto e di vendita avviene in base a regole non discrezionali.

Un'ulteriore tipologia di attività è svolta dall'**internalizzatore sistematico**: si intende come tale «l'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale» (art. 1 comma 5 *ter*)<sup>4</sup>. Come si vede, mentre la negoziazione multilaterale rientra fra i servizi di investimento (ove, per definizione, l'intermediario consente l'incontro di proposte di acquisto e di vendita senza diventare parte dei relativi contratti), l'internalizzazione si presenta come un'offerta congiunta del servizio di negoziazione per conto proprio (quindi con carattere bilaterale) e del servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti.

Passando ora al versante dei **servizi di investimento**, è bene sottolineare subito come il t.u.f. abbia sancito il superamento della rigida distinzione tra gestione individuale e collettiva<sup>5</sup>. La **gestione individuale** ha luogo quando l'intermediario presta un servizio personalizzato nei confronti del cliente, gestendo il suo patrimonio in conformità alle direttive e istruzioni eventualmente impartite e ricevendo un compenso per l'attività

---

<sup>4</sup>Una variante dell'internalizzatore sistematico, consistente in un'attività di negoziazione in contropartita diretta, è costituita dal *market maker*, definito dall'art. 1 comma 5-*quater* come «una persona che si propone, nelle sedi di negoziazione e/o al di fuori delle stesse, su base continuativa, come disposta a negoziare per conto proprio acquistando e vendendo strumenti finanziari in contropartita diretta ai prezzi dalla medesima definiti».

<sup>5</sup>Tra gli altri ANNUNZIATA, 113 ss., 219 ss.; CERA-DI VALENTIN, *Il diritto degli investimenti*, 2015, 11 ss.; COSTI, 127 ss.; v. altresì i contributi di GUACCERO-CIOCCA, SPOLAORE e LENER-PETRONZIO, in CERA-PRESTI, I, 125 ss., 561 ss. e 622 ss.

professionale così prestata. Rispetto a questa forma di gestione, un'alternativa più economica è rappresentata dalla **gestione collettiva**, c.d. in monte, nella quale gli investitori acquistano quote o azioni di un organismo di investimento collettivo del risparmio (Oicr), senza disporre di un potere di indirizzo o di influenza sulle scelte del gestore. Ancora diverso è il ruolo degli intermediari finanziari, iscritti in un elenco speciale e autorizzati dalla Banca d'Italia a svolgere il servizio di negoziazione per conto proprio degli strumenti finanziari derivati e di collocamento degli strumenti finanziari (art. 18 comma 3 t.u.f.).

In particolare, la **gestione individuale** di portafogli di investimento è riservata alle imprese di investimento e alle banche (art. 18, che regola anche le più limitate competenze delle società di gestione del risparmio, delle società di gestione Ue e degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 106 t.u.banc.). Le imprese di investimento nazionali, aventi cioè sede legale e direzione generale in Italia, sono denominate società di intermediazione mobiliare (**Sim**) e devono essere autorizzate dalla Consob che, sentita la Banca d'Italia, provvede alla loro iscrizione in un apposito elenco; analogamente vale per le imprese di investimento di Stati esterni all'Unione europea, mentre le imprese UE sono libere di prestare i propri servizi e di aprire succursali in Italia, previa informazione alla Consob e alla Banca d'Italia (artt. 19 s. e 26 ss. t.u.f.).

Rispetto alla gestione individuale, quella collettiva si propone come uno strumento di raccolta di grandi masse di risparmio, al fine di una loro più economica gestione (in proposito si parla di risparmio gestito): gli investitori non dispongono di alcun potere di diretta influenza sul merito di un'attività che si presume ispirata a criteri di professionalità e di efficienza e partecipano ai risultati della gestione attraverso le variazioni di valore delle azioni o quote acquistate.

La **gestione collettiva** del risparmio, come già riferito, è esercitata dagli **Oicr**, cioè investitori istituzionali il cui patrimonio, raccolto mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni tra una pluralità almeno potenziale di investitori-risparmiatori, è gestito in monte nel loro interesse e in autonomia da essi attraverso il suo investimento in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata (art. 1 comma 1 lett. *k* t.u.f.). All'interno di questa generale categoria di intermediari l'art. 32-*quater* comprende, tra gli altri, società di gestione del risparmio (Sgr), gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA), società di investimento a capitale variabile (Sicav) e società di investimento a capitale fisso (Sicaf)<sup>6</sup>; ai fini

---

<sup>6</sup> Si avverte però che quello della gestione collettiva del risparmio è un fenomeno assai

dell'esercizio della loro attività (nel caso delle Sicav e Sicaf già ai fini della loro costituzione) è necessaria un'autorizzazione della Banca d'Italia, sentita la Consob (art. 34 ss. t.u.f.).

Le **Sgr** sono società per azioni, con sede legale e direzione generale in Italia, che gestiscono i fondi comuni di investimento, istituiti da esse o da altre Sgr, o anche il patrimonio di Sicav o Sicaf o fondi pensione. La peculiarità dei fondi comuni di investimento (aperti o chiusi, immobiliari, riservati o garantiti) risiede nella loro autonomia rispetto al patrimonio delle Sgr: i soci di queste ultime partecipano agli utili derivanti dalle provvigioni addebitate al fondo come corrispettivo dell'attività di gestione, mentre i sottoscrittori del fondo sono titolari di quote di partecipazione il cui valore unitario si determina in proporzione al valore complessivo del fondo stesso.

Le Sicav e le Sicaf sono Oicr che si caratterizzano sul piano statutario: la gestione collettiva del risparmio non avviene tramite l'istituzione di uno o più Oicr costituenti patrimoni distinti e separati da quello delle società, ma si svolge proprio attraverso il capitale-patrimonio raccolto mediante offerta delle proprie azioni, il cui acquisto da parte degli investitori conferisce loro la qualifica di soci, con i correlativi diritti. Le **Sicav** presentano una struttura aperta sia all'ingresso di nuovi soci che al loro recesso e hanno come oggetto esclusivo l'investimento delle somme raccolte mediante l'offerta di proprie azioni, così presentando un capitale sociale variabile, corrispondente al patrimonio netto (art. 1 comma 1 lett. *i* e art. 35-*quater* t.u.f.). Le **Sicaf** costituiscono invece Oicr di tipo chiuso, ove cioè la sottoscrizione delle azioni avviene solo nel periodo di offerta che precede l'inizio dell'attività societaria e il rimborso è di regola previsto a una scadenza prestabilita (art. 1 comma 1 lett. *i-bis* e art. 35-*quinquies* t.u.f.); se, come nelle Sicav, l'oggetto sociale consiste esclusivamente nell'investimento del patrimonio raccolto (qui solo mediante offerta di proprie azioni e di altri strumenti partecipativi, escluse le obbligazioni), il capitale è determinato in una cifra fissa, con la conseguente applicabilità delle disposizioni relative al suo aumento e riduzione (artt. 2436 ss. c.c.)<sup>7</sup>.

Tanto le Sgr quanto le Sicav e le Sicaf devono affidare la custodia de-

---

complesso, suscettibile di varie declinazioni: per tutti ANNUNZIATA, 221 ss.; COSTI, 193 ss.; ONADO, *Economia e regolamentazione*, cit., 183 ss.

<sup>7</sup> Conviene porre l'accento sulla fondamentale distinzione tra Oicr aperti e chiusi: nei primi (Sgr e Sicav) l'investitore può chiedere il rimborso delle quote o azioni in ogni tempo, conformemente alle previsioni del regolamento, dello statuto e della documentazione di offerta (art. 1 comma 1 lett. *k-bis*), nei secondi (Sgr e Sicaf) il rimborso avviene in tempi prestabiliti o con la cessazione dell'Oicr. A sua volta, questa distinzione si riflette sull'oggetto dell'investimento e, di riflesso, sulla tipologia dell'investitore interessato.



gli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide a un depositario (banca autorizzata in Italia, succursale italiana di banca UE o banca di paesi terzi, Sim e succursale italiana di impresa di investimento UE o di paesi terzi), cui sono delegati compiti di controllo sulla regolarità della gestione, con obbligo di riferire senza ritardo alle Autorità di vigilanza le irregolarità riscontrate (art. 47 ss. t.u.f.).

Un cenno va dedicato infine alla **vigilanza**, esercitata dalla Consob e dalla Banca d'Italia (ma non si trascurino, per i comparti di loro competenza, la Covip e l'Ivass). In riferimento agli intermediari, essa ha per scopo «a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria» (art. 5 comma 1 t.u.f.). Rispetto ai mercati, essa si propone di «assicurare l'effettivo conseguimento della trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori» (art. 62 comma 2 t.u.f.); nei confronti degli emittenti la vigilanza ha riguardo «alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali» (art. 91 t.u.f.). Da notare, infine, che il **riparto di attribuzioni tra Consob e Banca d'Italia** è stabilito sulla base non dei soggetti ma delle competenze funzionali (*postea*, cap. II, § 10).

### 3. Gli interessi tutelati.

La nozione di mercato, quale che sia la natura dei beni oggetto di scambio, necessita di regole che presiedono al suo funzionamento: ove tali regole siano fissate dalla legge, il mercato diviene un *luogo giuridico* la cui struttura si ricava dalla regolamentazione per esso stabilita.

Ogni disciplina, per il fatto stesso di esistere, pretende di essere rispettata anche attraverso la minaccia di sanzioni per il caso di inosservanza. Nell'ambito del diritto penale – e, come si dirà, anche in quello dell'illecito amministrativo – è necessario che tali sanzioni trovino giustificazione e fondamento in interessi meritevoli di protezione. Due puntualizzazioni intervengono sotto questo profilo rispetto al mercato mobiliare.

La prima è che l'efficienza e il corretto funzionamento del mercato mobiliare e, più in generale, finanziario rappresentano, in ogni sistema capitalistico, il **presupposto di un'economia competitiva**, caratterizzata da imprese in grado di disporre di ingenti capitali che affluiscono attraverso i canali di finanziamento interno; a sua volta, il rafforzamento delle imprese si riflette nell'incremento di valore delle azioni convertendosi in un

profitto per gli investitori ed è fonte di effetti positivi per l'economia collettiva<sup>8</sup>. Il mercato finanziario non costituisce dunque il frutto di una creazione legislativa che esaurisce in sé stesso le ragioni della sua esistenza, presentandosi al contrario come una struttura indispensabile a ogni sistema economico evoluto: ciò che peraltro viene confermato dall'**art. 117 comma 2 lett. e) Cost.** che, affidando la tutela dei mercati finanziari alla competenza esclusiva dello Stato, a essa accosta la protezione del risparmio<sup>9</sup>.

La seconda precisazione trae vita dal collegamento ora istituito tra gli interessi delle imprese, degli investitori e dei consociati in genere, che vale a spiegare perché solitamente il bene protetto dalle norme sanzionatorie in tema di mercato finanziario venga riferito al c.d. **risparmio collettivo**<sup>10</sup>. Nozione di sintesi, questa, volta a evidenziare come il reale oggetto di tutela sia il **patrimonio**, considerato però in un'accezione non solo statica ma anche dinamica, che trascende le singole sfere soggettive per confluire nei circuiti finanziari e da essi nel sistema economico: a differenza delle fattispecie incentrate sul danno per specifiche persone e quindi costruite su pregiudizi individuali, nelle incriminazioni in esame viene infatti in rilievo pure il nocimento arrecato alla **funzione allocativa** del mercato, in termini di deviazione delle risorse da investimenti maggiormente vantaggiosi per l'economia reale. In questa prospettiva, se la natura patrimoniale del bene tutelato non può essere negata, la sua proiezione sul mercato mobiliare si riflette anche nella protezione dell'iniziativa economica e del procedimento di allocazione delle risorse; allo stesso modo, gli effetti diffusivi delle condotte illecite, nei casi più gravi in grado di scuotere le fondamenta del sistema economico, confermano la natura pure so-

---

<sup>8</sup>Uno studio pubblicato dalla Consob (GIORDANO-MODENA, *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*, Discussion papers, settembre 2017), ponendo a confronto nel periodo 2002-2011 i bilanci di un campione rappresentativo e omogeneo di medie imprese italiane quotate e non quotate, evidenzia che le prime hanno registrato tassi di crescita notevolmente superiori in termini di fatturato, investimenti e occupazione e hanno risentito in misura minore degli effetti della crisi finanziaria del 2007 e della conseguente recessione.

<sup>9</sup>Per tutti ONADO, *Economia e regolamentazione*, cit., 182: «La teoria economica ha dimostrato l'esistenza di un circolo virtuoso fra crescita economica, sviluppo del mercato di borsa, robustezza del tessuto di investitori istituzionali».

<sup>10</sup>Sul problema se il risparmio collettivo possa configurarsi come bene giuridico, con varietà di accenti, ALESSANDRI, in *Scritti per Federico Stella*, 2007, II, 943 ss.; BRICOLA, in *Mercato finanziario e disciplina penale*, 1993, 37 ss.; GAMBARDELLA, 360 s.; NISCO, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale*, 2009, 91 ss.; PEDRAZZI, *Mercati finanziari (disciplina penale)*, in *Dig. pen.*, 1993, VII, 661 ss.; SEMINARA, in PEDRAZZI *etc.*, 518 ss.; SGUBBI, in *Giur. comm.*, 2015, I, 340 ss.; ZANNOTTI, *La tutela penale del mercato finanziario*, 1997, 199 ss.

vraindividuale del bene protetto, ulteriore alla sommatoria dei singoli patrimoni coinvolti. Nella medesima direzione, infine, orientano gli artt. 5 e 91 t.u.f. che, in tema di vigilanza rispettivamente degli intermediari e degli emittenti, pongono come obiettivi la tutela degli investitori e l'efficienza del sistema finanziario.

Siamo così pervenuti alla conclusione che le sanzioni previste a carico degli emittenti e degli intermediari per le violazioni commesse trovano fondamento nella tutela di interessi patrimoniali e nella rilevanza collettiva di questi ultimi, che di per sé giustifica l'incriminazione del pericolo; altro e diverso problema concerne ovviamente la tecnica di tipizzazione delle condotte, specie – come si dirà – a proposito degli illeciti amministrativi.

Le perplessità invece insorgono quando il legislatore eurounitario individua un ulteriore bene penalmente tutelabile nella **fiducia** che gli investitori dovrebbero riporre nel corretto funzionamento del mercato mobiliare, così ritenendolo preferibile a forme alternative di investimento<sup>11</sup>.

In questa prospettazione possono cogliersi due passaggi impliciti. Il primo, riferito agli investitori, sottolinea la funzione del mercato di trasformare il capitale di risparmio in capitale di investimento, così collegando l'interesse delle imprese alla disponibilità di denaro con quello privato alla rendita delle somme investite; l'ulteriore passaggio dalla nozione di investitore – che può risultare evocativa di specifiche competenze finanziarie asservite a finalità di profitto – a quella di risparmiatore mira a sottolineare la funzione “sociale” del mercato mobiliare, quale essa viene recepita anche dall'**art. 47 Cost.**, secondo cui «la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme» e «favorisce l'accesso del risparmio popolare (...) al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese»<sup>12</sup>.

Il problema è che la fiducia degli investitori e dei risparmiatori nel mercato mobiliare rappresenta un **interesse in sé privo di “merito” penalistico**. Anzitutto, perché essa dovrebbe rappresentare una conseguenza dell'efficace e corretto funzionamento del mercato, mentre la sua assunzione a scopo della normativa e a fondamento delle incriminazioni sem-

---

<sup>11</sup> Si rinvia in argomento anche al cap. III, § 5.

<sup>12</sup> Cfr. Cass., sez. un., 3 febbraio 2015, n. 28157, che intende il risparmio tipizzato dall'art. 47 Cost. «sia come componente, correlato al credito, della liquidità monetaria, sia come qualsiasi forma di surplus monetario di carattere volontario, in qualunque modo indirizzato verso un'attività vantaggiosa o remunerativa in termini di incremento di valore (come nei casi specificamente previsti dallo stesso art. 47, comma 2), non coincidente, dunque, con il mero accantonamento di denaro». In questa prospettiva ZANNOTTI, 366; v. pure PEDRAZZI (2000), 455.

bra privilegiare il raggiungimento di un'opinione collettiva piuttosto che il conseguimento dei presupposti oggettivi che dovrebbero legittimarla. Inoltre, perché la fiducia dei risparmiatori nulla dice in ordine alla dimensione lesiva della condotta, limitandosi a cogliere una sua possibile e indiretta conseguenza in termini di discredito dell'istituzione: ciò che peraltro sembra legarsi più a una ripetizione seriale del fatto, da parte di un elevato numero di soggetti, che ad accadimenti isolati. Neppure si trascuri che il turbamento o scuotimento della fiducia dei risparmiatori è subordinato alla pubblicità del fenomeno criminoso, sicché la realizzazione di illeciti non scoperti dovrebbe escludere qualsiasi effetto lesivo. Infine, perché si tratta di un concetto la cui evanescenza, unita alla sua immaterialità, radica l'offesa a un livello presuntivo, semplicemente legato alla tipicità della condotta.

La questione potrebbe tuttavia essere considerata anche in una differente prospettiva. Il mercato finanziario, come già dimostrano le numerose direttive emanate sui c.d. abusi di mercato, è divenuto un **bene di rilievo europolitano**<sup>13</sup>, la cui tutela risulta espressamente riferita alla protezione e al rafforzamento della fiducia degli investitori sulla correttezza dei meccanismi di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari e sulla trasparenza dell'operato degli emittenti e degli intermediari. In conseguenza di una trasposizione concettuale, cui non sono estranei intenti promozionali, la nozione di fiducia è dunque assunta come comprensiva dei presupposti che oggettivamente la giustificano e la sanzione penale viene chiamata a presidiare tali presupposti, indirettamente confermando la loro esistenza.

Ma v'è un ulteriore profilo di politica criminale che non va trascurato. La scelta di improntare le opzioni repressive in funzione della fiducia degli investitori ha storicamente trovato i primi riscontri nell'adozione, a livello europolitano, di una fattispecie penale in materia di abuso in borsa di informazioni privilegiate; tale iniziativa, rispetto al più evoluto modello offerto dal sistema normativo statunitense, mirava a dimostrare come i mercati europei non fossero meno garantiti e affidabili per gli investitori. La progressiva diffusione dell'incriminazione a livello planetario, ispirata dal medesimo scopo, a un certo momento ha trovato un nuovo sostegno nell'idea che i sistemi giuridici ancora sprovvisti di sanzioni nei confronti del c.d. *insider trading*, nella loro carenza di efficaci tutele per la platea degli investitori, risultassero attrattivi soprattutto nei confronti di chi in-

---

<sup>13</sup> Sul tema, fra gli altri, CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, 2010, 161; in specifico riferimento all'art. 83 comma 2 TFUE BERNARDI, in *Dir. pen. cont.*, 2012, n. 1, 45 ss.; LUCHTMAN-VERVAELE, in *Riv. trim.*, 2014, 689 ss.; nonché BERNARDI (a cura di), *L'interpretazione conforme al diritto dell'Unione europea*, 2015, *passim*.

tendesse rendersi autore di tale illecito. È dunque in un contesto di tipo concorrenziale tra gli ordinamenti – considerato anche alla luce dell’esigenza di evitare il fenomeno del *forum shopping* – che si spiega l’accentuazione della tutela della fiducia dei risparmiatori: una politica criminale improntata alla logica dell’**armonizzazione**, anche alla luce dei suoi riflessi sulla **cooperazione giudiziaria**, ha così preso il sopravvento sui contenuti più peculiari del diritto penale.

#### 4. Le fattispecie penali.

L’emanazione del t.u.f., nel 1998, fu ispirata dallo scopo di comprendere all’interno di un medesimo testo tutte le leggi, emanate a partire dalla l. 7 marzo 1974, n. 216 (istitutiva della Consob), concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e gli emittenti titoli quotati. Non si trattava solo di un’opera di riordinamento normativo, poiché da tempo era emersa l’esigenza di rimediare anche alla disomogeneità delle norme fino allora varate, che rivelavano l’assenza di un comune disegno ispiratore e, sul piano sanzionatorio, denunciavano gravi carenze di coordinamento. Questo è stato però l’ultimo intervento di grande respiro del legislatore nazionale: l’adozione del t.u.f. ha infatti segnato l’avvio di una politica di delegificazione in favore della potestà regolamentare delle autorità di vigilanza che, congiungendosi a sempre più numerosi interventi dell’Unione europea in forma di direttive e di regolamenti, ha determinato una marginalità del Parlamento nella materia in esame.

Andando all’analisi delle norme penali contenute nel t.u.f. relative agli intermediari e ai mercati (artt. 166 fino a 173-*bis*), si rinvengono **sei fattispecie delittuose e tre contravvenzionali**, strutturate come reati di condotta e solo negli artt. 167, 168 e 172 come reati di evento dannoso. Valgano qui, a titolo introduttivo, tre distinte riflessioni.

La prima riguarda la prevalenza dei **reati di condotta**, che esprime il favore legislativo per l’incriminazione del pericolo. La conseguente anticipazione della punibilità dovrebbe trovare giustificazione nella rilevanza dei beni tutelati e in tecniche descrittive idonee a tipizzare selettivamente il fatto. È noto tuttavia che il rischio connaturato alle fattispecie di pericolo è costituito dalla loro autoreferenzialità: in un sistema costruito come chiuso e autosufficiente, l’integrazione del reato si lega non alla potenziale lesività della condotta per gli interessi protetti, ma alla sua disfunzionalità rispetto ad astratti parametri di efficienza del mercato. All’interprete spetta dunque di ricostruire lo spazio applicativo del precetto in modo da assicurare alla condotta sanzionata un coefficiente minimo di

offensività: ciò che viene avvalorato dall'art. 131-*bis* c.p. il quale, escludendo la punibilità per le condotte di particolare tenuità, conferma che al di sotto di tale soglia il fatto è atipico.

La seconda notazione è offerta dagli artt. 167 e 168, che prevedono due **contravvenzioni** tipizzandole attraverso elementi propri dei delitti quali il dolo specifico e l'evento di danno. Tale anomalia si spiega alla luce della l. delega 6 febbraio 1996, n. 52, che, nel dare mandato al Governo per la redazione del t.u.f., in conformità a un modello già allora invalso per le c.d. leggi comunitarie e tuttora vigente per le leggi c.d. di delegazione europea, stabiliva che, oltre i delitti e le contravvenzioni vigenti, avrebbero potuto essere introdotte solo nuove contravvenzioni e sanzioni amministrative. In particolare, l'art. 3 lett. c) limitava il ricorso alle contravvenzioni esclusivamente ai «casi in cui le infrazioni ledono o espongono a pericolo interessi generali dell'ordinamento interno del tipo di quelli tutelati dagli articoli 34 e 35 della legge 24 novembre 1981, n. 689» e specificamente ammetteva la sanzione dell'arresto e dell'ammenda per le infrazioni produttive di un danno di particolare gravità, la sanzione dell'arresto alternativa all'ammenda per le infrazioni che espongono a pericolo o danneggiano l'interesse protetto e la sanzione amministrativa pecuniaria per le infrazioni lesive o pericolose per interessi diversi da quelli prima indicati. In sostanza, gli artt. 167 e 168 vennero presidiati dalla pena più severa allora consentita, il cui contrasto con i principi generali del sistema penale era però evidente. Va da sé che un attento legislatore sarebbe presto intervenuto, conferendo agli artt. 167 e 168 anche formalmente natura di delitti; sebbene le numerose modifiche intervenute sul d.lg. n. 58 del 1998 abbiano costituito altrettante occasioni per porre riparo all'**anomalia dogmatica**, le norme in esame sono invece rimaste inalterate.

La terza considerazione attiene alle cornici di pena. In conseguenza di una serie di scandali finanziari che avevano funestato negli anni precedenti l'economia nazionale, la l. 28 dicembre 2005, n. 262, ha sancito il **raddoppiamento delle pene previste dal t.u.f.** (ma anche dal testo unico bancario, dalla l. 12 agosto 1982, n. 576 e dal d.lg. 21 aprile 1993, n. 124) «entro i limiti posti per ciascun tipo di pena dal libro I, titolo II, capo II, del codice penale». In contrasto con i più elementari principi di buon senso, prima ancora che di tecnica legislativa, le sanzioni penali del t.u.f. sono state dunque indiscriminatamente moltiplicate, raggiungendo un carico afflittivo la cui severità in taluni casi sconfinava nell'irrazionalità. Ma tale aumento è avvenuto sotto l'espreso richiamo degli artt. 23-26 c.p.: così, per quanto riguarda la pena detentiva, a esso sono rimasti estranei gli artt. 167 e 168 (che, in quanto contravvenzioni punite fino a tre anni

di arresto, non possono superare il limite stabilito dall'art. 25 c.p.) e allo stesso modo le comminatorie di multe e ammende hanno subito modifiche solo compatibilmente con gli importi massimi previsti dagli artt. 24 e 26 c.p.<sup>14</sup>.

## 5. Gli illeciti amministrativi.

Il t.u.f. dimostra emblematicamente la rilevanza acquisita dagli illeciti amministrativi nell'intero sistema punitivo, anche a causa dell'imperizia legislativa.

L'art. 39 l. n. 262 del 2005, oltre a raddoppiare le pene previste nel t.u.f. (*retro*, § 4), aveva stabilito una quintuplicazione delle relative sanzioni amministrative. Un tale inasprimento recava in sé qualcosa di grottesco a causa della severità delle sue conseguenze: dieci anni sono stati sufficienti (!) affinché il legislatore se ne avvedesse e, con l'art. 6 comma 3 d.lg. 12 maggio 2015, n. 72, sancisse l'inapplicabilità di quell'art. 39 alle sanzioni amministrative minacciate dal t.u.f. Tutto bene, dunque? Proprio no, perché il comma 2 dell'art. 6 escludeva la retroattività del provvedimento contestualmente introdotto: sul seguito della vicenda riferiremo nella parte conclusiva di questo paragrafo.

Su un piano generale, gli illeciti amministrativi contemplati nel t.u.f. si caratterizzano anche per una particolare ricchezza sul versante sanzionatorio. Guardando alle previsioni degli artt. 190 ss. vengono infatti in rilievo, oltre le sanzioni pecuniarie, gli ordini alle società o enti di porre fine alla trasgressione, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine di adempimento; le pubbliche dichiarazioni che indicano la persona responsabile della violazione e la natura di essa; la revoca o la sospensione delle autorizzazioni, l'interdizione temporanea o permanente da attività o funzioni, la confisca dei proventi o delle somme corrispondenti alle perdite evitate.

Nonostante l'ampiezza dell'arsenale punitivo, gli illeciti in esame evidenziano però soprattutto un massiccio ricorso a sanzioni pecuniarie di

---

<sup>14</sup>Tale soluzione è però controversa e per tale ragione si rinvencono discordanze sanzionatorie nelle varie collazioni del t.u.f.: in senso conforme al testo ALESSANDRI, in *Scritti per Federico Stella*, 2007, II, 942 e 972; BERNASCONI, in GIUNTA-MICHELETTI, 186; D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, 2010, 107; GIOR-DANENGO, in ANTOLISEI, 427; MAZZACUVA-AMATI, 372 s.; PALIERO, in *Corr. mer.*, 2006, 616; PLANTAMURA, in MANNA, 932; in favore invece del raddoppiamento indiscriminato delle sanzioni, tra gli altri, SGUBBI, in SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, 63 nota 86; ZANNOTTI, 406.

elevato importo, che nel loro insieme rivelano il nuovo e inquietante volto assunto dall'illecito amministrativo nel settore finanziario. Escludendo da tale giudizio critico gli artt. 187-*quinquiesdecies* fino a 189, che prevedono specifici fatti complementari alle fattispecie delittuose tipizzate negli artt. 170-*bis*, 166 e 169, gli **artt. 190 fino a 193-*sexies*** consistono semplicemente nel richiamo di una miriade di obblighi stabiliti dal t.u.f. o dalle disposizioni generali o particolari emanate dalla Banca d'Italia e dalla Consob e nella previsione di una sanzione pecuniaria solitamente oscillante tra cinquemila o trentamila e cinque milioni di euro (ovvero fino al 10% del fatturato).

Questa conformazione delle norme può trovare spiegazione nell'elevato tecnicismo della materia e inoltre presenta il vantaggio di escludere lacune di tutela, assicurando una piena coincidenza tra la sfera di applicabilità della sanzione e i duttili precetti primari<sup>15</sup>. La sua legittimità incontra però evidenti ostacoli rispetto sia al versante del precetto che a quello della sanzione.

In riferimento alla **legalità del precetto** vengono in rilievo fattispecie fondate esclusivamente sull'osservanza di eterogenee prescrizioni poste a tutela di differenti interessi, ove il precetto è costituito da un'elencazione di obblighi la cui violazione, talvolta in complicati giochi di reciproche integrazioni<sup>16</sup>, rende applicabile una cornice sanzionatoria fissata in una forbice estremamente ampia. In altre parole: la sostanziale indifferenza per il disvalore proprio delle singole violazioni si riflette sulla carenza di tassatività delle fattispecie punitive e di determinatezza in ordine alla sanzione.

Beninteso: che l'autorità amministrativa disponga di un'ampia discrezionalità nell'esercizio della sua attività di vigilanza, appare fisiologico e anzi indispensabile. Quel che preoccupa è la severità delle cornici punitive, congiunta all'attribuzione alla medesima autorità di un potere sanzionatorio oscillante tra limiti elevatissimi e la facoltà, nei casi di infrazioni «connotate da scarsa offensività o pericolosità», di sostituire alle sanzioni un ordine di «eliminare le infrazioni contestate (...) e di astenersi dal ripetere» e una dichiarazione pubblica sulla violazione contestata e il soggetto responsabile (art. 187-*ter*.1 t.u.f.; v. pure i successivi artt. 192-*bis* e 194-*quater*).

La problematica situazione in esame trova un significativo risvolto nei

---

<sup>15</sup> Sul tema è ancora fondamentale PALIERO, in *Riv. trim.*, 1993, 1027 ss.

<sup>16</sup> La proliferazione delle sanzioni trova comunque un limite, oltre che nel principio del concorso apparente di norme, nell'istituto della specialità di cui all'art. 9 l. n. 689 del 1981 (ad es., nel senso di affermare la specialità dell'art. 2638 c.c. sull'art. 190 t.u.f. per la violazione dell'art. 10 t.u.f. App. Milano, 21 gennaio 2014, in *Banca borsa*, 2015, II, 552, con nota di BARILLÀ).



ramificati intrecci tra fonti legislative e sub-legislative: ma con tale rilievo si apre un nuovo versante critico.

È da considerare infatti che il t.u.f. si limita prevalentemente a fissare principi generali, rinviando le specifiche discipline settoriali alla competenza regolamentare soprattutto della Consob e della Banca d'Italia<sup>17</sup>. Questa **delegificazione** è evidentemente mirata a evitare disposizioni rigide, incapaci di adattarsi alle mutevoli esigenze dei mercati, il cui dinamismo rende indispensabili rapidi interventi regolatori, consentiti alle autorità di vigilanza e non certo al Parlamento. Nella prospettiva sanzionatoria, però, la delegificazione si traduce in fattispecie consistenti semplicemente nell'obbligo di attenersi alle prescrizioni contenute nel t.u.f. come nei regolamenti emanati dalle Autorità o nelle disposizioni da esse impartite, con la conseguenza che si tratta di **illeciti amministrativi in bianco**, il cui precetto viene riempito dalla Banca d'Italia e dalla Consob<sup>18</sup>.

La situazione che ne è derivata ha qualcosa di paradossale. Le sanzioni amministrative di cui agli artt. 190 fino a 193-*sexies* colpiscono indiscriminatamente una pletera di violazioni di obblighi, in parte riconducibili alla potestà regolamentare della Consob e della Banca d'Italia, in assenza di una qualsiasi selezione legata alla gravità del fatto o all'entità del pericolo: con la duplice conseguenza che i precetti sanzionatori assumono la natura di illeciti in bianco e che il loro "riempimento" avviene attraverso l'opera delle Autorità di vigilanza, in assenza di qualsiasi sufficiente pre-determinazione legislativa. Inoltre, nelle fattispecie sanzionatorie confluiscono violazioni meramente formali e altre fornite di un proprio disvalore, tutte assimilate nella medesima cornice edittale<sup>19</sup>.

Così dicendo, siamo passati a trattare il secondo profilo di illegittimità della normativa in esame, attinente alla **legalità della sanzione**. Le sanzioni previste dagli artt. 188 fino a 190-*bis.2* oscillano tra un minimo di cinquemila o trentamila e un massimo di cinque o venti milioni di euro, così caratterizzando la fase della commisurazione nel segno di un assoluto arbitrio, in nulla temperato dai criteri commisurativi fissati dall'art. 194-

---

<sup>17</sup> Sotto il profilo in esame non si trascurino le competenze dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e del Sistema europeo di banche centrali (SEBC), alla luce del regolamento (UE) n. 596/2014.

<sup>18</sup> Conf. DOVA, in ALESSANDRI (2017), 295. Nello stesso senso ATTILI-GUERRI, in GIUNTA-MICHELETTI, 218 ss.

<sup>19</sup> Su un piano concreto, in qualche modo accostabile all'art. 131-*bis* c.p., si muove l'art. 194-*sexies*, che «nei casi di assoluta mancanza di pregiudizio per la tutela degli investitori e per la trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, ovvero per il tempestivo esercizio delle funzioni di vigilanza», per talune violazioni prevede che la Consob possa non procedere alla loro contestazione.

*bis*<sup>20</sup>. Non si trascuri, sotto il profilo in esame, che l'accertamento della trasgressione e l'inflizione della sanzione spettano alle medesime Autorità di vigilanza (art. 195 t.u.f.), le quali assumono quindi le vesti del legislatore, dell'inquirente e del giudice.

La situazione complessiva, come si vede, è diventata insostenibile.

Da una parte, una consolidata giurisprudenza di fonte sovranazionale – sulle orme di una pronuncia della **Corte Edu** risalente al 1976 – afferma il carattere sostanzialmente penale degli illeciti amministrativi alla luce della natura pubblicistica degli interessi tutelati nonché della finalità repressiva della sanzione e della sua afflittività<sup>21</sup>. Dall'altra parte, la **Corte costituzionale** – che fino a pochi anni fa distingueva tra le garanzie riferibili agli illeciti amministrativi sostanzialmente penali e quelle caratterizzanti gli illeciti penali in senso stretto<sup>22</sup> – oggi si è decisamente incamminata verso l'ampliamento dei presidi garantistici in materia di sanzioni amministrative: così è avvenuto per il principio di retroattività *in bonam partem* (violato dall'art. 6 d.lg. n. 72 del 2015: v. *retro*)<sup>23</sup> e, per quanto più rileva in questa sede, per il principio di **proporzionalità della sanzione**<sup>24</sup>. Particolarmente significativo, nella prospettiva in esame, appare il superamento della presunzione assoluta di maggior favore della sanzione amministrativa che abbia preso il posto di una previgente sanzione penale, poiché alla base di esso sta il riconoscimento che «l'impatto della sanzione amministrativa sui diritti fondamentali della persona non può essere sottovalutato: ed è, anzi, andato crescendo nella legislazione più recente»<sup>25</sup>.

---

<sup>20</sup> Sul punto cfr. Corte cost., 24 giugno 1992, n. 299.

<sup>21</sup> A partire da Corte EDU, Grande Camera, 8 giugno 1976, Engel c. Paesi Bassi; in specifico rapporto all'Italia v. pure Id., sez. II, 27 settembre 2011, Menarini Diagnostics s.r.l. Sul tema si tornerà nel cap. III, § 12.

<sup>22</sup> Per tutte Corte cost., 24 febbraio 2017, n. 43; Id., 16 dicembre 2016, n. 276. Sul tema, con varietà di accenti, DOVA, in ALESSANDRI (2017), 259 ss.; LAVARINI, in *Leg. pen.*, 15 luglio 2021; MASERA, in *La pena, ancora: fra attualità e tradizione. Studi in onore di Emilio Dolcini*, II, 2018, 1039 ss.; MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, 2017, 253 ss.; ID., in *Riv. it.*, 2013, 1899 ss.; NISCO, *Controlli sul mercato*, cit., 115 ss.; VIGANÒ, in *Dir. pen. cont.*, 5 aprile 2017.

<sup>23</sup> Corte cost., 21 marzo 2019, n. 63.

<sup>24</sup> Tra le altre Corte cost., 23 settembre 2021, n. 185; Id., 16 aprile 2021, n. 68; Id., 17 aprile 2019, n. 88.

<sup>25</sup> Così Corte cost., 5 dicembre 2018, n. 223, che assume l'art. 187-ter t.u.f. come «esempio paradigmatico dell'elevatissima carica afflittiva». Sul tema finora trattato, fra gli altri, CONSULICH, in *Dir. pen. proc.*, 2019, 467; GATTA, in *Dir. pen. cont.*, 13 dicembre 2018; GOISIS, in *Riv. it. dir. pubbl. comunitario*, 2013, 79 ss.; MASERA, *La nozione costituzionale di materia penale*, 2018, 8 ss.; MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, cit., 106 ss.; NARDOCCO, in *Riv. it.*, 2019, 599 ss.; VIGANÒ, *ivi*, 2020, 1775 ss.

Concludendo sul punto: per quanto possa apparire comprensibile la tendenza verso forme di responsabilità amministrativa affidate alle Autorità di vigilanza, alla luce della loro specifica competenza tecnica – e, nella prospettiva dell’Unione europea, in grado di assicurare risposte improntate a maggiore uniformità –, risulta inammissibile la previsione legislativa di illeciti amministrativi dotati di un elevato carico afflittivo ma sottratti al rispetto dei fondamentali principi garantistici elaborati per il diritto penale in tema di **determinatezza** e **materialità** dell’illecito, di **legalità e proporzionalità** delle sanzioni. Quel che può apparire come un tributo reso alla sussidiarietà del diritto penale non deve convertirsi in un sacrificio delle garanzie individuali.

### 5.1. I destinatari delle sanzioni.

Rispetto agli illeciti amministrativi previsti dal t.u.f. si rinvencono due distinti livelli di imputazione.

Il primo è offerto dagli artt. 187-*quinquiesdecies* ss. e consiste in una **responsabilità alternativa della persona fisica o della società o ente**, cui corrisponde anche una diversificazione della sanzione che, nel caso della società o ente, registra un aumento del limite minimo con la previsione che il limite massimo può giungere fino al 10% del fatturato, ove disponibile e determinabile. Dalla formulazione normativa si desume dunque che l’ente è il responsabile diretto dell’illecito, mentre la persona fisica occupa un ruolo sussidiario, limitato ai casi in cui l’illecito non sia stato commesso per conto di un ente.

Una siffatta costruzione – distaccandosi da quei settori (si pensi agli illeciti rimessi alla competenza dell’Autorità garante per la concorrenza e il mercato *ex* l. 10 ottobre 1990, n. 287 e dell’Autorità per le garanzie nelle comunicazioni *ex* l. 6 agosto 1990, n. 223, l. 31 luglio 1997, n. 249 e l. 3 maggio 2004, n. 112) ove gli illeciti vengono ascritti direttamente ed esclusivamente a persone giuridiche – appare assai distante anche dalla disciplina generale dell’illecito amministrativo di cui alla l. 24 novembre 1981, n. 689, fondata sulla responsabilità della persona fisica capace di intendere e volere, cui si imputa un’azione od omissione cosciente e volontaria commessa con dolo o colpa, e sul vincolo di solidarietà della persona giuridica o ente al pagamento della somma dovuta dalla persona fisica<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup>«La disciplina predisposta dalla l. 689 è imperniata sull’illecito colpevole della persona fisica identificata e rimbalza sulla persona giuridica con un desueto e poco funzionale vincolo di solidarietà, (...) di modo che la presenza e il coinvolgimento della persona giuridica finiscono per assumere una qualificazione in chiave di “garanzia” del pagamento, di intonazione fiscale, più che di corresponsabilità» (ALESSANDRI, in *Riv. it.*, 2005, 550).

Rendendo la persona giudica diretta destinataria della sanzione («se la violazione è commessa da una società od ente ...»), il criterio in esame evita dunque di passare attraverso la previa contestazione del fatto a colui che lo ha materialmente commesso ovvero omesso, riconfigurando tale condotta all'interno di uno schema di immedesimazione organica. Va da sé che l'ascrizione di responsabilità è destinata a svolgersi su un piano meramente consequenziale all'accertamento della violazione: non ha senso qui richiamare il parametro dell'interesse o vantaggio *ex d.lg. n. 231 del 2001* a causa della natura indifferentemente dolosa o colposa degli illeciti, così come assolutamente sterile appare l'idea di un rimprovero fondato sul difetto di organizzazione o sulla *culpa in eligendo*.

Il modello in esame non mira tuttavia a ridurre gli spazi di responsabilità della persona fisica, imputando il suo operato direttamente all'ente. Gli artt. 187-*ter.1* e 190-*bis* t.u.f. introducono infatti un **secondo livello di imputazione**: mantenendo ferma la responsabilità delle società o degli enti nei casi previsti, le due norme stabiliscono una gravosa sanzione amministrativa pecuniaria e ulteriori sanzioni di tipo interdittivo per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo, nonché nei confronti del personale, quando l'inosservanza è conseguenza della violazione di doveri propri o dell'organo di appartenenza e ricorra una fra le condizioni ivi stabilite, tra le quali in particolare risaltano la rilevante incidenza della condotta sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali e il grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l'integrità e il corretto funzionamento del mercato<sup>27</sup>. In sostanza, anche senza soffermarci sulla carente determinatezza di tali condizioni e sulla vaghezza del riferimento al «personale», si realizza qui un'**inversione rispetto al modello generale della responsabilità delle persone giuridiche** sancito dal d.lg. n. 231 del 2001: come questo assume un reato presupposto della persona fisica e ne fa discendere la responsabilità dell'ente che non abbia adottato misure atte a evitare la commissione di reati del medesimo tipo, così il t.u.f. si diparte da una responsabilità dell'ente e ad essa aggiunge, in presenza di requisiti assai vaghi, quella della persona fisica (sulla quale a sua volta si innesta, in base all'art. 6 comma 3 l. n. 689 del 1981, la responsabilità solidale dell'ente!).

Dietro la costruzione di questo duplice livello di responsabilità possono cogliersi solo finalità repressive congiunte a ragioni di efficienza legate

---

<sup>27</sup> La menzione del grave pregiudizio per gli investitori o per il mercato sembra realizzare una conversione dell'illecito amministrativo di condotta in illecito di danno, cui verrebbero così conferiti tratti propri dell'incriminazione penale. Sul punto DOVA, in ALESSANDRI (2017), 258 s.; v. anche BANI, in *La nuova legge sul risparmio*, a cura di Capriglione, 2006, 395 ss.

all'automatismo della sanzione nei confronti dell'ente; v'è da chiedersi però se il meccanismo della responsabilità della persona giuridica, congiunto all'indeterminatezza dei presupposti della responsabilità della persona fisica, sia compatibile con criteri di razionalità punitiva e con i caratteri fondamentali di sanzioni sostanzialmente penali o non sia invece destinato a risolversi in una duplicazione di sanzioni per il medesimo fatto<sup>28</sup>. Come si vede, se per lungo tempo, in riferimento al diritto punitivo in ambito economico, la dottrina ha parlato di un diritto a due velocità<sup>29</sup>, ora deve constatarsi come la maggiore velocità del settore finanziario sia divenuta priva di controllo: all'ombra dello scopo di ridurre gli spazi occupati dal diritto penale e così rendere questo realmente sussidiario<sup>30</sup>, si è sviluppato un illecito amministrativo che oggi ha raggiunto dimensioni ipertrofiche, ulteriormente caratterizzato da un elevato livello di afflittività nel quale si riflette la carenza di sufficienti garanzie.

## 5.2. I poteri di accertamento e la procedura sanzionatoria.

L'accertamento dei reati e degli illeciti amministrativi in esame, commessi dagli intermediari e dagli emittenti, avviene di regola attraverso l'esercizio, da parte delle Autorità, della **vigilanza informativa e ispettiva** prevista all'interno del t.u.f. e in via regolamentare.

Qualora il fatto dia vita a un illecito amministrativo, si apre la **procedura sanzionatoria** regolata dagli artt. 187-*septies* e 195 e affidata alla competenza della Consob o della Banca d'Italia. Il Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob, adottato con delibera 19 dicembre 2013, n. 18750 e successive modifiche, dichiara all'art. 1 la sua conformità

---

<sup>28</sup> Criticamente v. pure l'attenta ricostruzione di DOVA, in ALESSANDRI (2017), 251 ss. Da notare inoltre come il sistema in esame sposti sulla persona giuridica la presunzione di colpa attualmente affermata dalla giurisprudenza, con conseguente inversione dell'onere probatorio, per l'illecito amministrativo della persona fisica (per tutte Cass. civ., sez. II, 3 agosto 2016, n. 16253; Id., sez. un., 30 settembre 2009, n. 20930). Ma sotto questo profilo non si trascuri l'art. 193, che nei commi 1 e 1.1 prevede una responsabilità alternativa della persona giuridica e della persona fisica, mentre nel comma 1.2 affianca alla responsabilità della persona giuridica quella degli apicali e del personale «qualora la loro condotta abbia contribuito a determinare dette violazioni da parte della persona giuridica»: in sostanza, la qualificazione dell'ente come destinatario diretto della sanzione è funzionale a una duplicazione di quest'ultima in relazione al medesimo fatto (cfr. ALESSANDRI, in *Scritti per Federico Stella*, 2007, II, 962).

<sup>29</sup> BRICOLA, in *Mercato finanziario e disciplina penale*, 1993, 27; MARINUCCI, in *Riv. it.*, 1988, 425.

<sup>30</sup> Per tutti PALIERO, *Depenalizzazione*, in *Dig. pen.*, 1989, III, 426; in riferimento agli spazi propri della responsabilità amministrativa nella lotta alla criminalità economica ID., in *Riv. trim.*, 1993, 1021 ss.

ai principi della piena conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio, della verbalizzazione e della distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie rispetto all'irrogazione delle sanzioni. In relazione a quest'ultimo principio, è stabilita la competenza dell'Ufficio Sanzioni Amministrative per lo svolgimento del procedimento sanzionatorio, a partire dalla lettera di contestazione degli addebiti e fino alla conclusione della fase istruttoria del procedimento stesso, all'esito della quale l'Ufficio presenta alla Commissione una relazione finale contenente proposte motivate in ordine alla sussistenza della violazione contestata e al tipo e all'entità della sanzione ovvero, in alternativa, proposte finalizzate all'archiviazione o all'ordine di eliminare l'infrazione. La fase decisoria sfocia nell'adozione, da parte della Commissione, del provvedimento sanzionatorio, dell'atto di archiviazione o della proposta ad altra amministrazione o autorità competente di applicazione di una misura sanzionatoria<sup>31</sup>.

Contro la decisione della Commissione è ammesso ricorso alla Corte d'appello (art. 195 comma 4).

---

<sup>31</sup> Ampiamente LABIANCA, in CALANDRA BUONAURA, 1290 ss.; PERASSI-D'AMBROSIO, in CERA-PRESTI, II, 2293 ss. L'appartenenza dell'Ufficio Sanzioni Amministrative e della Commissione a una medesima struttura si ripercuote negativamente sulla separazione tra attività istruttorie e decisorie e, quindi, sull'effettiva terzietà del giudice; sul tema BINDI-PISANESCHI-LUCCARELLI, in *Giur. comm.*, 2021, I, 553 ss. V. pure Corte Edu, sez. I, 10 dicembre 2020, Edizioni Del Roma s.coop.r.l. e altra v. Italia, n. 68954/13 e n. 70495/13, commentata da MAZZACUVA, in *Sist. pen.*, 29 aprile 2021.