

**LA PROPORZIONALITÀ DELLA PENA IN MATERIA  
DI ABUSI DI MERCATO.  
PROFILI PROBLEMATICI DI UN SINDACATO DIFFUSO  
DI RI-EQUILIBRIO SANZIONATORIO (\*)**

di Chiara Silva

*Il contributo ritorna ad affrontare il tema del controverso divieto di bis in idem in materia di abusi di mercato. La prospettiva, in particolare, dopo una rapida ricostruzione dell'assetto normativo di tale settore e della sua evoluzione, nonché della difficile definizione del canone di ne bis in idem in via generale, è quella di dedicarsi in specie all'elemento della proporzionalità sanzionatoria complessiva, così come proposto dalla giurisprudenza sovranazionale e interpretato dalle Corti interne, cercando di approfondirne la dimensione dello stesso sia in via generale sia soprattutto in relazione agli abusi di mercato. Lo scritto si sofferma sulla giurisprudenza che si è dedicata all'argomento negli anni più recenti, evidenziando le criticità dell'interpretazione dell'elemento della proporzionalità complessiva nonché dell'orientamento giurisprudenziale che riconosce il potere di disapplicazione della forbice edittale o addirittura in toto delle fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazioni di mercato per garantire il rispetto del ne bis in idem mediante, così, un sindacato diffuso di proporzionalità.*

SOMMARIO: 1. L'intricato labirinto della moltiplicazione sanzionatoria in materia di mercati finanziari tra sanzioni amministrative e penali, persone fisiche ed enti giuridici. – 2. La tela di Penelope delle (irrisolte) soluzioni del legislatore. – 3. Il tormentato percorso del *ne bis in idem*. – 4. La proporzionalità al banco di prova della giurisprudenza. – 5. Il giudizio di ri-proporzionamento nelle pronunce in materia di abusi di mercato.

**1. L'intricato labirinto della moltiplicazione sanzionatoria in materia di mercati finanziari tra sanzioni amministrative e penali, persone fisiche ed enti giuridici.**

I reiterati interventi normativi in materia di abusi di mercato avevano indotto la dottrina penalistica a confidare in (e a suggerire) un ripensamento complessivo dell'impianto normativo, che potesse superare le spinose questioni problematiche emerse negli ultimi decenni in tema di *ne bis in idem*.

---

(\*) Il presente contributo è destinato all'opera, in corso di pubblicazione, M. LAMANDINI (a cura di), *Sfide e prospettive per una tutela giurisdizionale effettiva in materia economico-finanziaria*, nell'ambito del PRIN 2017 NAFWC8: "The essential, and competitive, role of specialised courts and alternative dispute resolution mechanisms in financial law as a precondition for the attainment of social desirable levels of public and private enforcement".

È innegabile, tuttavia, che l'opzione del legislatore sia stata deliberatamente quella di non voler rinnovare l'attuale sistema, come è stato dimostrato in tutte le occasioni in cui è tornato a riformare le tormentate norme sui mercati finanziari. Così, la tanto attesa modifica del 2018 ha evidentemente scelto di non intervenire sugli aspetti più controversi oggetto di fervido dibattito, e, allo stesso modo, la recente novella del 2022 ha mancato nuovamente l'obiettivo, palesando una precisa volontà di preservare immutato lo schema del doppio binario sanzionatorio.

La propulsione eurounitaria, come noto, ha condotto il legislatore domestico a rivedere in plurime occasioni la disciplina dei c.d. abusi di mercato, allo scopo di individuare una più efficace tutela degli stessi<sup>1</sup>. Le previsioni comunitarie infatti, a loro volta influenzate dal mondo anglosassone<sup>2</sup>, hanno portato – o in realtà costretto – il legislatore italiano a svariati interventi normativi di adeguamento, che si sono rivelati tuttavia privi di capacità di ri-formulare in modo omogeneo la materia, e soprattutto di risolvere i nodi problematici emersi nel tempo<sup>3</sup>.

L'accoglimento delle imposizioni sovranazionali, di fatto, ha comportato il mero recepimento – ancorché ritardato e spesso inadeguato – di quanto sollecitato, e, al contempo, la progressiva stratificazione di illeciti – penali e amministrativi – e delle relative conseguenze sanzionatorie.

---

<sup>1</sup> Circa la "europeizzazione" del diritto penale finanziario, vd. S. SEMINARA, *L'evoluzione europea del diritto penale del mercato finanziario nella prospettiva italiana*, in S. CANESTRARI – L. FOFFANI (a cura di), *Il diritto penale nella prospettiva europea*, 2005, 236 ss.; A. ALESSANDRI, *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in *Atti del Convegno di studio "Enrico de Nicola"*, Milano 14 marzo 2008, Milano, 2009, 32 ss.; A. NISCO, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale. Posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna, 2009, 48 ss.

<sup>2</sup> Come noto, i paesi continentali hanno effettuato un progressivo adeguamento ai paradigmi statunitensi in materia, con un processo di c.d. americanizzazione. Sul punto cfr. F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato: miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2010, 30 ss. D'altro canto, è negli Stati Uniti che ha origine la tutela penalistica dell'*insider trading* ben prima di ogni altro Stato, all'indomani del crollo di Wall Street del 1929 (cfr. U. BHATTACHARYA – H. DAOUK, *The World Price of Insider Trading*, in *The Journal of Finance*, 2002, 57, 88). Per una panoramica sulla legislazione statunitense, *ex multis*, senza alcuna pretesa di esaustività, vd. E. HERLIN-KARNELL – N. RYDER, *Market Manipulation and Insider Trading: Regulatory Challenges in the United States of America, the European Union and the United Kingdom*, Oxford, 2019; M. VENTORUZZO, *The Concept of Insider Dealing*, in M. VENTORUZZO – S. MOCK (a cura di), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, Oxford, 2017, 15 ss.; M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, in *European Company and Financial Law Review*, 2015, 11, 554 ss.; S.M. BAINSBRIDGE, *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer*, February 2001; S.M. BAINSBRIDGE, *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, in *University of Florida Law Review*, 1986, 38, 35 ss.

<sup>3</sup> In ordine ai ripetuti interventi e alla continuità normativa in materia, V. D'ANDREA, *Abuso di informazioni privilegiate*, in A. CADOPPI – S. CANESTRARI – A. MANNA – M. PAPA (a cura di), *Il diritto penale dell'economia in trasformazione*, Torino, 2020, 318; e M.B. MAGRO, *Manipolazioni di mercato*, voce, in *Dig. disc. pen.*, Torino, 2014, 750 ss. In merito ai macroscopici limiti delle riforme interne, per tutti, M. GAMBARDELLA, *Condotte economiche e responsabilità penale*, Torino, 2020, 301 ss.; o E. BASILE, [Una nuova occasione \(mancata\) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?](#), in *Dir. Pen. Cont., Riv. Trim.*, 2017, 5, 271 ss.; F. MUCCIARELLI – E. BASILE, [Market abuse evolution after the MAD II and the MAR: how Italy amended its legislation in light of Regulation \(EU\) 596/2014](#), in *Criminal Justice Network*, 23.11.2018; F. MUCCIARELLI, [Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina](#), in *Dir. Pen. Cont.*, 10.08.2018, 1 ss.

A distanza di venticinque anni dall'introduzione del TUF, senza dubbio, il percorso è stato caratterizzato da un progressivo innalzamento delle cornici edittali di pena (e delle sanzioni amministrative), fino a giungere all'attuale quadro di ipertrofia sanzionatoria che caratterizza il settore degli abusi di mercato.

Dopo le importanti novità derivate dalla c.d. MAD I (2003/6/CE) – che aveva condotto alla riscrittura delle fattispecie in esame con la l. n. 62 del 2005<sup>4</sup> – il legislatore eurounitario è tornato nuovamente sulla materia, non essendo riuscito nell'intento di armonizzazione tra i differenti regimi nazionali<sup>5</sup>. Con l'attuale regolamentazione ha voluto, così, ulteriormente reagire agli scandali finanziari che hanno caratterizzato l'inizio del nuovo millennio<sup>6</sup>. Ma, come noto, il percorso di recepimento del Regolamento (UE) 596/2014 (cd. MAR) – ancorchè *self executing* – e della Direttiva 2014/57/UE (cd. MAD II) è stato molto complesso e tortuoso.

Solo nel 2018<sup>7</sup> infatti, a quattro anni di distanza e ben oltre la scadenza del termine stabilito, si è giunti alla tanto invocata riforma, mediante peraltro un disinvolto utilizzo della tecnica del rinvio (incompleto e riferito solo ad alcune specifiche disposizioni)<sup>8</sup>, con pericolose conseguenze in termini di chiarezza di lettura delle norme, oltre che di tassatività e determinatezza.

Con tale intervento, tuttavia, il Governo ha adeguato la normativa interna al solo MAR, omettendo consapevolmente invece di attuare la direttiva MAD II<sup>9</sup>. E, a fronte dell'incompleto recepimento alle disposizioni comunitarie, l'ulteriore modifica del TUF in tema di abusi di mercato risale alla legge europea entrata in vigore il 1 febbraio 2022<sup>10</sup>, con la quale, tra l'altro, si è provveduto ad attribuire rilevanza nell'art. 184 TUF anche alle condotte dell'*insider* secondario – che erano restatesi in precedenza penalmente irrilevanti, a dispetto di quanto richiesto dal MAD II –, oltre che ad inasprire ulteriormente le sanzioni penali per l'*insider* primario e a limitare la confisca obbligatoria *ex art.* 187 TUF al solo profitto derivante dal reato<sup>11</sup>.

In definitiva, l'attuale quadro normativo resta caratterizzato dal doppio binario sanzionatorio, esattamente come introdotto nel 2005. Ma a ben guardare, se all'epoca era stata proprio la direttiva MAD I ad aver incentivato i sistemi di doppio binario, imponendo il vincolo comunitario di adottare "sanzioni amministrative efficaci,

<sup>4</sup> A cui è seguita poi la l. n. 262 del 2005 sulla tutela del risparmio, che ha comportato il raddoppio di tutte le pene del TUF e la quintuplicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie.

<sup>5</sup> Evidenzia i differenti regimi statali, L. FOFANI, [Politica criminale europea e sistema finanziario: l'esempio degli abusi di mercato](#), in *Dir. Pen. Cont., Riv. Trim.*, 2014, 3-4, 71.

<sup>6</sup> Sul tema, A. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economiche*, Bologna, 2010, 101 ss.

<sup>7</sup> Con il D.Lgs. n. 107 del 2018.

<sup>8</sup> F. MUCCIARELLI – E. BASILE, *Market abuse evolution after the MAD II and the MAR*, cit.; F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., 179, con particolare riferimento all'utilizzo della tecnica del rinvio.

<sup>9</sup> In ordine alle aspettative frustrate da tale riforma, oltre ai contributi già citati, si veda anche E. BASILE, [Riforma del market abuse: quando la toppa \(parlamentare\) è peggiore del buco \(governativo\)](#), in *Dir. Pen. Cont., Riv. Trim.*, 2017, 11, 228 ss.; ID., *Mini riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini del d. lgs. n. 107/2018*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2018, 336.

<sup>10</sup> Art. 26, L. n. 237 del 23 dicembre 2021.

<sup>11</sup> Relativamente a tale riforma del 2022, vd. Cass., Uff. del Massimario, [Relazione su novità normativa, La legge 23 dicembre 2021, n. 238](#), Roma, 24 marzo 2022, in *questa Rivista*, 20 ss.

proporzionate e dissuasive”, mentre era lasciata ai legislatori nazionali l’opzione della sanzione penale<sup>12</sup>, la direttiva MAD II ha invece completamente invertito la prospettiva.

Se dunque, all’esito della MAD I, era la tutela amministrativa a risultare “obbligata” rispetto a quella penale, che gli Stati – non solo quello italiano – hanno affiancato parallelamente con una ondata di criminalizzazione in tutta Europa<sup>13</sup>, con la MAD II sono le sanzioni penali a divenire irrinunciabili<sup>14</sup>, mentre quelle amministrative costituiscono un’opzione discrezionale<sup>15</sup>. La strada delineata a livello comunitario è quella di una sorta di gradualismo sanzionatorio tra illecito amministrativo e penale<sup>16</sup>, compiendo così il legislatore europeo una *marche arrière* rispetto al doppio binario sanzionatorio precedentemente caldeggiato, e attribuendo al contempo specifica attenzione al tanto rivendicato principio di *ne bis in idem*<sup>17</sup>. Certamente, come è stato rilevato, si è trattato di una posizione in qualche modo pilatesca, che, non vincolando più gli Stati membri, ha lasciato loro la responsabilità di decidere se, e in quali termini, meglio articolare un regime di doppio binario sanzionatorio<sup>18</sup>.

Ciò nonostante, il legislatore italiano si è ben guardato dal riformulare il sistema vigente caratterizzato da una pressoché totale sovrapposizione tra fattispecie penali e amministrative, peraltro moltiplicate nei confronti di persona fisica e giuridica, limitandosi esclusivamente a riformulare l’art. 187-terdecies TUF, al quale viene così attribuito il ruolo di – inadeguato – meccanismo di “compensazione”<sup>19</sup> nei confronti della evidente sovrabbondanza sanzionatoria derivante da tale sistema<sup>20</sup>. Come si diceva, anche l’ultima novella del 2022 si è limitata a evitare la procedura di infrazione per il mancato recepimento della normativa comunitaria, ostinandosi per il resto a proseguire nell’incessante percorso dell’aumento sanzionatorio.

Il settore finanziario è divenuto dunque emblema degli eccessi a cui è giunto il sistema penale e “para” penale, la cui crescente degenerazione repressiva ha condotto alla costruzione di conseguenze draconiane – tra loro astrattamente cumulabili, e semmai solo *ex post* “compensabili” tramite il correttivo di cui all’art. 187-terdecies TUF.

<sup>12</sup> Così, art. 14 Direttiva 2003/6/CE. In ordine alla non obbligatorietà della sanzione penale, vd. F. VIGANÒ, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem*, cit., 231.

<sup>13</sup> Cfr. L. FOFFANI, *Politica criminale europea e sistema finanziario: l’esempio degli abusi di mercato*, in *Dir. Pen. Cont., Riv. Trim.*, 3-4. 204, 68; o ID., *Il “manifesto sulla politica criminale europea”*, in *Criminalia*, 2010, 662 ss.

<sup>14</sup> Considerando n. 8 MAD II: “L’introduzione, da parte di tutti gli Stati membri, di sanzioni penali almeno per i reati gravi di abusi di mercato è pertanto essenziale per garantire l’attuazione efficace della politica dell’Unione in materia”.

<sup>15</sup> Ancorché raccomandata, cfr. Considerando n. 71 e 72 MAR.

<sup>16</sup> Così si esprime S. SEMINARA, *Diritto penale commerciale. Il diritto penale del mercato mobiliare*, III, Torino, 2022, 69, poiché i Considerando n. 10-12 e 23 tracciano un gradualismo sanzionatorio fondato sulla gravità oggettiva della condotta e sul dolo.

<sup>17</sup> Espressamente si riferisce al rispetto del *ne bis in idem* infatti il Considerando n. 23 MAD II.

<sup>18</sup> Così F. VIGANÒ, [Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani](#), in *Dir. Pen. Cont., Riv. Trim.*, 2016, 1, 200.

<sup>19</sup> *Ex multis*, in ordine a tale norma e al suo obiettivo – mancato – di evitare la violazione del *ne bis in idem*, vd. F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., 187; S. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., 66 ss. E anche, A.F. TRIPODI, *Rapporti tra procedimenti e ruolo della Consob*, cit., 242.

<sup>20</sup> Neppure gli aspetti problematici che la norma palesava, peraltro, sono stati risolti, essendo rimasti invariati o comunque solo parzialmente temperati, come meglio si dirà.

La risposta sanzionatoria ha subito così continui innalzamenti fino a raggiungere esiti irrazionali, tra cui *in primis* la quasi totale equiparazione in termini sanzionatori tra fattispecie ontologicamente diverse quali l'*insider trading* e il *market abuse*<sup>21</sup>.

Il diritto penale dei mercati finanziari, in questo modo, troppo spesso si presta pericolosamente a tramutarsi in quel diritto penale mediatico e populista, incentrato sulla portata simbolica del contrasto alla criminalità in materia finanziaria, e improntato a una sempre maggiore dimensione afflittivo-vendicativa della pena<sup>22</sup>. Il settore finanziario, dunque, manifesta appieno le gravi patologie che ormai affliggono il diritto penale, denunciate da tempo unanimemente in dottrina, e affronta con difficoltà una disciplina legislativa sovrabbondante e iper-sanzionatoria, caratterizzata da molteplici problematiche le cui soluzioni il legislatore ha scelto di non affrontare e di addossare completamente alla giurisprudenza, a cui spetta il compito di interpretare e risolvere questioni complesse con un sindacato e una discrezionalità estreme, offuscando così le garanzie illuministiche e mettendo a repentaglio la certezza del diritto e della preventiva conoscibilità<sup>23</sup>. In quest'ottica, allora, il doppio binario sanzionatorio assume il ruolo di meccanismo perverso che, da una parte, riesce a consacrare il simbolismo della pena, e, dall'altra parte sul versante amministrativo, continua ad assicurarsi comunque l'efficacia della sanzione amministrativa<sup>24</sup>.

## 2. La tela di Penelope delle (irrisolte) soluzioni legislative.

Anche all'esito dell'ultima riforma, dunque, permane la rilevante interferenza dei delitti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazioni di mercato di cui agli artt. 184 e 185 TUF, da un lato, con gli illeciti amministrativi di cui agli artt. 187-*bis* e 187-*ter* TUF, dall'altro.

---

<sup>21</sup> Sul punto, V. NAPOLEONI, *Diritto penale dell'economia*, Milano, 2017, 603.

<sup>22</sup> Per tutti, A. ALESSANDRI, *Un esercizio di diritto penale simbolico: la tutela penale del risparmio*, in *Scritti per Federico Stella*, II, Napoli, 2007, 925 ss.; F. CONSULICH, *Market manipulation e legislazione cosmetica*, in *Soc.*, 2019, 5, 558 ss. V. MANES, *Giustizia mediatica. Gli effetti perversi sui diritti fondamentali e sul giusto processo*, Trento, 2022, 59 ss. e 74 ss.

<sup>23</sup> Il tema è ormai da tempo oggetto di attenzione continua da parte della dottrina penalistica. Tra i numerosissimi contributi si cita AA.VV., [La società punitiva. Populismo, diritto penale simbolico e ruolo del penalista](#) (un dibattito promosso dall'Associazione Italiana dei Professori di Diritto Penale), in *Dir. Pen. Cont., Riv. Trim.*, 21.12.2016; F. GIUNTA – R. GUERRINI – V. MAIELLO – S. SEMINARA – F. SGUBBI (a cura di), *Diritto penale e paradigma liberale. Tensioni e involuzioni della contemporaneità*, Napoli, 2020; M. DONINI, *Populismo e ragione pubblica. Il post-illuminismo penale tra lex e ius*, Modena, 2019. Recentemente si dedica ampiamente a tali problematiche relativamente alla "overcriminalization", A. CADOPPI, *Il "reato penale". Teorie e strategie della criminalizzazione*, Napoli, 2022, 54 ss. Già, sull'argomento, anche G. COCCO (a cura di), *Per un manifesto del neoilluminismo penale*, Padova, 2016.

<sup>24</sup> Così efficacemente, L. BARON, *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, 4, circa l'ineffettività della pena e l'agilità invece della sanzione amministrativa. Nello stesso senso, M. SCOLETTA, [Uno più uno anche a Roma può fare due: la illegittimità costituzionale del doppio binario punitivo in materia di diritto d'autore](#), in *questa Rivista*, 23.06.2022.

Accanto ad essi, peraltro, si aggiunge il corrispondente e parallelo ulteriore doppio binario costruito a carico della persona giuridica, per gli illeciti amministrativi derivanti da reato *ex art. 25-sexies* del D.Lgs. 231/2001 – per le ipotesi di reato – e per gli illeciti amministrativi derivanti, a loro volta, dagli illeciti amministrativi, ai sensi dell’art. 187-*quinqüies* TUF.

Tale schema, introdotto sempre con la novella del 2005, ripropone, come noto, sostanzialmente quello costruito per la responsabilità individuale anche nell’ipotesi della responsabilità diretta nei confronti dell’ente, nell’interesse o a vantaggio del quale abbia agito la persona fisica<sup>25</sup>. Nonostante la mancanza della corrispondente clausola di salvezza presente invece negli illeciti di cui agli artt. 187-*bis* e 187-*ter* TUF, è evidente che anche in questa ipotesi il legislatore ha costruito un sistema di doppio binario “cumulativo” di duplicazione sanzionatoria, così come dimostra – d’altro canto – l’art. 187-*terdecies* TUF che, nel disciplinare il meccanismo di “scomputo”, espressamente fa riferimento anche alla responsabilità dell’ente, e non solo a quella individuale, proprio nell’ottica di mitigare, anche in questo caso, gli eccessi derivanti dal cumulo sanzionatorio.

Non pochi sono i profili problematici, pertanto, che possono porsi relativamente al *ne bis in idem* pure nei confronti dell’ente, nonostante la questione non sia stata ad oggi ancora oggetto di dibattito altrettanto vivace rispetto a quella che anima da tempo dottrina e collegi giudicanti relativa alla responsabilità della persona fisica<sup>26</sup>.

Più che di duplicazione, in questo campo, si potrebbe – e dovrebbe – parlare di quadruplicazione di sanzioni, già di per sé caratterizzate da particolare rigore sanzionatorio, soprattutto se si volge lo sguardo a quelle amministrative, addirittura superiori nel massimo a quelle penali<sup>27</sup>.

Allo stesso modo, nei confronti dell’ente, la sanzione prevista *ex art. 187-quinquies* TUF è – ancora una volta – superiore a quella stabilita per gli illeciti derivanti da reato dal D.Lgs. 231/2001<sup>28</sup>.

---

<sup>25</sup> *Ex multis*, in argomento A. ROSSI, Market abuse e insider trading, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, 1, 97; M. VIZZARDI, Manipolazione del mercato: “doppio binario” da ripensare?, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, 707; M. FRATINI, Art. 187-*quinqüies* t.u.f., in M. FRATINI – G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, III, Torino, 2012, 2519. In giurisprudenza, Cass. Civ., SU, 23.06.2009, n. 20936.

<sup>26</sup> Si dedica a tale problematica A.F. TRIPODI, [L’ente nel doppio binario punitivo. Note sulla configurazione metaindividuale dei doppi binari sanzionatori](#), in questa Rivista, 28.12.2020, 1-32.

<sup>27</sup> Così come da ultimo riformato, infatti, l’*insider trading* prevede la pena della reclusione da due a dodici anni oltre alla multa da ventimila a tre milioni di euro e la manipolazione di mercato la pena della reclusione da due a dodici anni e la multa da ventimila a cinque milioni di euro. A ciò si devono aggiungere le pene accessorie e la confisca del profitto del reato, anche per equivalente. I corrispondenti illeciti amministrativi stabiliscono entrambi un *quantum* sanzionatorio da ventimila a cinque milioni di euro, aumentabile fino al triplo qualora inadeguato, a cui si aggiunge la confisca del prodotto o del profitto dell’illecito amministrativo.

<sup>28</sup> Ai sensi dell’art. 187-*quinquies* TUF, la sanzione amministrativa, infatti, spazia da ventimila a quindici milioni di euro ovvero al 15% del fatturato quando superiore ai quindici milioni, e il fatturato è determinabile ai sensi dell’articolo 195, comma 1-*bis*, TUF nel caso in cui sia commessa nel suo interesse o a suo vantaggio una violazione del divieto di cui all’articolo 14 o del divieto di cui all’articolo 15 del regolamento (UE) n. 596/2014(1).

In simile quadro di particolare afflittività delle sanzioni derivanti dagli illeciti amministrativi, da ultimo, è doveroso quanto meno menzionare la crescente rilevanza attribuita a livello comunitario alle autorità di vigilanza europee<sup>29</sup> – a cui si affiancano le autorità amministrative nazionali, quale la Consob in Italia – a cui sono stati via via assegnati sempre più incisivi poteri di intervento nello svolgimento delle proprie attività di vigilanza e controllo<sup>30</sup>.

Preso atto di come l'impianto costruito nel 2005 sia rimasto sostanzialmente invariato, deve allo stesso tempo riconoscersi che si è trattato di una scelta consapevole, tenuto conto non solo che, come già rilevato, la stessa normativa europea invitava gli Stati a intervenire tenendo in considerazione la tutela del *ne bis in idem*, ma anche che la dottrina da tempo sollecitava a più voci una rivisitazione della disciplina in materia<sup>31</sup>. E, in fondo, anche la giurisprudenza aveva chiarito in più occasioni di non essere in grado di trovare soluzioni soddisfacenti al problema nel suo insieme, se non tramite un ripensamento complessivo.

In particolare, la clausola di salvezza “cumulatoria” presente negli illeciti amministrativi ha generato sin dalla sua introduzione molteplici problemi<sup>32</sup>, imponendo di fatto di esautorare il principio di specialità di cui all'art. 9 l. 689/1981 (che avrebbe altrimenti potuto trovare ingresso in relazione ad alcune ipotesi di abuso di informazioni privilegiate), così come qualsiasi altro criterio di risoluzione del conflitto infra-sistemico di norme, ivi compreso il dibattuto criterio di consunzione, che in ogni caso fatica a trovare riconoscimento in seno alla giurisprudenza quale ulteriore criterio generale di risoluzione del concorso apparente di norme (e che, si ritiene, avrebbe potuto operare ove si anche si dovesse escludere la sussistenza del rapporto di specialità)<sup>33</sup>. La dottrina ha convenuto nel riconoscere alle stesse, sin dalla loro introduzione, natura di norme derogatorie di pari rango cronologicamente successive, che, in quanto tali, impongono il cumulo tra sanzione amministrativa e penale.

---

<sup>29</sup> Sul punto, ampiamente, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2020, 33 ss.

<sup>30</sup> D. FONDAROLI, *La Consob e gli abusi di mercato*, in F. SGUBBI – D. FONDAROLI – A.F. TRIPODI (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2013, 209 ss.; A.F. TRIPODI, *Rapporti tra procedimenti e ruolo della Consob*, ibidem, 233 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, 255 ss.; A. ALESSANDRI, *Il potere sanzionatorio della Consob: in particolare, in tema di abusi di mercato*, in G. CARCANO – M.C. MOSCA – M. VENTORUZZO (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2016, 441 ss.

<sup>31</sup> *Ex multis*, C. SILVA, *Ne bis in idem sostanziale: la faticosa emersione del contenuto di un principio*, in *Giur. it.*, 2019, 6, 1475-1476. Si veda anche, F. MUCCIARELLI, *L'Insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in *Soc.*, 2016, 194; o F. VIGANÒ, [Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani](#), in *Dir. Pen. Cont., Riv. Trim.*, 2016, 1, 200.

<sup>32</sup> Circa la sua natura derogatoria rispetto al concorso infra-sistemico, cfr. per tutti F. D'ALESSANDRO, *Regolatori di mercato*, cit., 217; F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato: miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2010, 398 ss.; M. MIEDICO, *La manipolazione del mercato: illecito penale o illecito amministrativo?*, in *Soc.*, 2007, 626 ss. Circa i primi commenti dopo la sua introduzione, si veda in senso contrario, C.E. PALIERO, *“Market abuse” e legislazione penale: un connubio tormentato*, in *Corr. Merito*, 2005, 811.

<sup>33</sup> Sul tema estesamente, C. SILVA, *Sistema punitivo e concorso apparente di illeciti*, Torino, 2018, 311 ss. Quanto in generale al criterio di consunzione e al suo controverso riconoscimento nel c.d. concorso infra-sistemico e nell'interpretazione dell'art. 9 l. 689/1981, cfr. sempre ID., *Sistema punitivo*, cit., 231 ss.

La convinta scelta di proseguire verso sempre maggiori eccessi sanzionatori al fine di reagire efficacemente ai noti fenomeni criminali verificatisi negli scorsi decenni in ambito finanziario ha condotto a una incontrollata espansione di un diritto punitivo, penale o “sostanzialmente” penale, senza alcuna effettiva differenziazione delle fattispecie, che avrebbero potuto essere ritagliate dal legislatore, sulla base di una recuperata concezione gradualistica tra fattispecie penale e amministrativa<sup>34</sup>. In tal modo, si sarebbero potuti certamente evitare pericolosi vuoti di tutela, raggiungendo il più vasto ventaglio di condotte, dalle più gravi – con lo strumento penale – alle meno gravi – con quello amministrativo.

Viceversa, punire semplicemente tutto due volte risponde a una esigenza repressiva incapace di differenziare e distribuire la rilevanza penale. A ciò peraltro si associa, sul versante processuale, un inadeguato coordinamento tra procedimenti, in cui di fatto del tutto casuale risulta di volta in volta quale sia il primo procedimento ad essere aperto e, quindi, il primo poi ad essere concluso.

La cieca repressione indifferenziata finisce per divenire semplicemente improvvisata, “nel nome di una reazione repressiva quanto più energica possibile, confidando che mettendo in una sorta di competizione sanzione penale e amministrativa, almeno una delle due riesca a giungere al traguardo!”<sup>35</sup>. Se questa era l'impressione che la disciplina suscitava già all'alba della sua introduzione nel 2005, oggi

---

<sup>34</sup> Impossibile in questa sede ripercorrere il dibattito in argomento, ormai risalente e per certi versi poi superato. Tra gli studiosi tedeschi che hanno approfondito il rapporto *Straftaten-Ordnungswidrigkeiten*, e in particolare ipotizzato una posizione di progressione di tutela tra gli stessi, vd. H. WELZEL, *Der Verbotsirrtum im Nebenstrafrecht*, in *JZ*, 1956, 240; anche H. MATTES, *Untersuchungen zur Lehre von den Ordnungswidrigkeiten*, I, *Geschichte und Rechtsvergleichung*, Berlin, 1977, 229 ss.; H.H. JESCHECL – T. WEIGEND, *Lehrbuch des Strafrechts, Allgemeiner Teil*, 5. Auflage, Berlin, 1996, 58; C. ROXIN, *Strafrecht, Allgemeiner Teil*, Band I, 4. Auflage, München, 2006, 58-59; G. STRATENWERTH – L. KUHLEN, *Strafrecht, Allgemeiner Teil*, 6. Auflage, München, 2011, 20-21; J. BAUMANN – U. WEBER – W. MITSCH – J. EISELE, *Strafrecht, Allgemeiner Teil*, 12. Auflage, Bielefeld, 2016, 35-36. In senso parzialmente diverso, vd. K. TIEDEMANN, *La recente evoluzione del diritto penale dell'economia in Germania con particolare riferimento al diritto penale delle società commerciali*, trad. di E. Dolcini, in AA.Vv., *Comportamenti economici e legislazione penale*, Milano, 1978-79, 113; W. HASSEMER, *Theorie und Soziologie, des Verbrechens*, Frankfurt, 1973, 219. In Italia, vd. C.E. PALIERO, *La legge 689 del 1981: prima “codificazione” del diritto penale- amministrativo in Italia*, in *Pol. dir.*, 1983, 122-123; o C. PEDRAZZI, *Relazione di sintesi*, in AA.Vv., *L'illecito penale amministrativo. Verifica di un sistema (Profili penalistici e processuali)*, Atti del Convegno di Modena, 6-7 dicembre 1985, Milano, 1987, 202; E. DOLCINI, *Sanzione penale o sanzione amministrativa: problemi di scienza della legislazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1984, 604-605. Il tema della graduazione nel *quantum* del reato, come noto, non si limita certo alla distinzione tra illeciti amministrativi e penali ma caratterizza precipuamente la difficile distinzione tra delitti e contravvenzioni. Sul punto, per primo in Italia C.E. PALIERO, “*Minima non curat praetor*”. *Ipertrofia del diritto penale e decriminalizzazione dei reati bagatellari*, Milano, 1985, 693 ss. In Germania, cfr. E. KERN, *Grade der Rechtswidrigkeit*, in *ZStW*, 1952, 255 ss.; P. NOLL, *Ubergesetzliche Rechtfertigungsgründe, im besondern die Einwilligung des Verletzten*, Basel, 1955, 45 ss. Inoltre, relativamente ai *Bagatelldelikte* e al concetto di esiguità, appunto C.E. PALIERO, “*Minima non curat praetor*”, cit., 653 ss.; in Germania, C. ROXIN, *Verwerflichkeit und Sittenwidrigkeit als unrechtsbegründende Merkmale im Strafrecht*, in *JuS*, 1964, 376 ss.; K. TIEDEMANN, *Die mutmassliche Einwilligung, insbesondere bei Unterschlagung amtlicher Gelder*, in *JuS*, 1970, 108 ss.; H. OSTENDORF, *Das Geringfügigkeitsprinzip als strafrechtliche Auslegungsregel*, in *Goltammer's Archiv für Strafrecht*, 1982.

<sup>35</sup> Così testualmente A. ALESSANDRI, *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2005, 2, 555.

– a fronte dell’immobilismo del legislatore – detta impressione non può che divenire un fondato convincimento.

Per evitare macroscopiche violazioni del *ne bis in idem*, allora, è parso al legislatore più semplice intervenire sull’art. 187-terdecies TUF, per assicurare quanto meno una “limitazione” sanzionatoria, sulla base dello scomputo della sanzione seconda (temporalmente) rispetto alla prima (ossia semplicemente arrivata prima), qualunque essa sia.

Il meccanismo introdotto, e poi riformato, risulta tuttavia insufficiente, per molteplici ragioni.

La disposizione sconta – anche dopo la riforma – il macroscopico limite di tenere in considerazione, nella fase esecutiva, la sola sanzione pecuniaria penale e amministrativa, che impone di scomputare tra loro, dimenticando gli ulteriori profili sanzionatori quali la fondamentale sanzione detentiva (che non può trovare un corrispondente nella sanzione amministrativa), le pene e le sanzioni accessorie, e le confische<sup>36</sup>. In questo senso, ha rilevato le carenze di tale norma – ancorché nella sua versione precedente alla riforma di cui al d.lgs. n. 107 del 2018 – la stessa Corte di Giustizia che, con la sentenza *Garlsson*, ha ritenuto la disciplina italiana inidonea a tutelare il *ne bis in idem* proprio sulla base dell’incapacità dell’art. 187-terdecies TUF di garantire che la severità dell’insieme delle sanzioni inflitte sia limitata a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato in questione, in quanto la stessa aveva ad oggetto il solo cumulo delle pene pecuniarie, restando fuori dalla funzione di riequilibrio la pena della reclusione<sup>37</sup>.

Benché la pronuncia si riferisse alla disposizione ante-riforma, con l’intervento del 2018 il problema si può considerare solamente affievolito, nella parte in cui la norma introduce un ulteriore piano di valutazione, non solo limitato a quello dell’esecuzione, ma altresì rivolto alla fase di determinazione del complessivo carico sanzionatorio. Tuttavia, in ordine al momento meramente esecutivo, la novella risulta irrilevante, continuando a limitare lo scomputo algebrico alle sole sanzioni di tipo pecuniario.

Viceversa, nell’antecedente fase della determinazione della sanzione, la norma si riferisce alla necessità da parte dell’autorità che procede temporalmente per seconda di tener conto nel complesso delle “misure punitive” già irrogate, locuzione quest’ultima molto ampia e idonea a ricomprendere qualsiasi tipologia di sanzione. Va nondimeno sottolineato, da un punto di vista puramente pratico, che la nuova disposizione sembra non aver mutato l’orizzonte: in effetti, la parte dell’articolo relativa alla determinazione sanzionatoria permane astratta e generica, priva di una capacità di orientare l’interprete con criteri di determinazione e rischia, dunque, di risultare ineffettiva, soprattutto se si tiene conto della difficoltà di ponderare sanzioni tra loro eterogenee in assenza di elementi precettivi. L’alternativa, altrimenti, è quella di consegnare al giudice un potere di determinazione pressoché assoluto relativo alle “misure punitive”, financo divenire

---

<sup>36</sup> F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., 6; ID., [Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem: la Corte di Cassazione e i criteri di stretta connessione e proporzionalità](#), in *Dir. Pen. Cont.*, 17.10.2018, 2.

<sup>37</sup> Corte EDU, GS, 20.03.2018, C-537/16, *Garlsson Real Estate SA e altri*, in *Dir. Pen. Cont.*, § 60.

arbitrario. Quanto invece allo stadio esecutivo, che persiste concentrato sulle sole sanzioni pecuniarie, restano fermi i medesimi nodi problematici<sup>38</sup>.

Tali ragioni, in ogni caso, non esauriscono di per sé i limiti della disposizione.

In via più generale, si deve tornare a osservare infatti che il disposto dell'art. 187-terdecies TUF si inserisce nella mera fase successiva di applicazione della sanzione, mitigando così i soli eccessi sanzionatori, ovvero – all'esito della riforma – in quella di commisurazione della pena.

La norma non è tuttavia certamente in grado di evitare né la duplicazione procedimentale né la duplicazione di contestazione al medesimo soggetto per lo stesso fatto di norme tra loro convergenti. Se è vero che nessuno può essere punito due volte, in verità, non si potrà neppure contestare – e poi addirittura accertare nei suoi confronti – la violazione di due illeciti che tra loro risultano in concorso apparente, anche se poi si riduce (o addirittura non si applica *in toto*, come si dirà) la determinazione e l'applicazione della sanzione temporalmente successiva rispetto alla prima. La moltiplicazione di qualificazioni giuridiche e l'interferenza tra fattispecie astratte costituiscono problemi distinti rispetto al temperamento sanzionatorio garantito dalla norma in esame<sup>39</sup>. E la composizione di tali problemi, si resta convinti, racchiude l'essenziale portato del *ne bis in idem* sostanziale.

Al di là degli evidenti aspetti critici che presenta la disposizione, pertanto, deve rilevarsi come la stessa costituisca la chiara dimostrazione di una precisa scelta di rimettere nelle mani del giudice, con una valutazione lasciata al caso concreto, la risoluzione di volta in volta della spinosa questione della violazione del *ne bis in idem*.

L'ignavia del legislatore italiano dimostrata con la riforma risulta peraltro di pochi mesi successiva rispetto alle sentenze della Corte di Giustizia del 2018 – e comunque posteriore rispetto al celebre *revirément* della Corte EDU, A e B c. Norvegia<sup>40</sup>, le quali tutte hanno contribuito ad introdurre quella lettura "indebolita" del principio – sia nella versione proposta dalla Corte di Strasburgo che in quella della Corte di Lussemburgo. Pur nell'autonomia delle differenti esegesi, entrambe hanno inaugurato un nuovo indirizzo ermeneutico – in larga parte coincidente – in relazione al *ne bis in idem*, prima tutelato in via assoluta, e ora ridimensionato in una lettura di "seconda generazione"<sup>41</sup>, relativizzata nel suo portato.

Evidentemente tale inversione di rotta ha in qualche modo legittimato la posizione compromissoria poi assunta dal legislatore in materia di abusi di mercato.

D'altronde, se le Corti sovranazionali avessero continuato a proporre la precedente posizione rigorosa e concentrata sugli aspetti eminentemente processuali del canone<sup>42</sup>, così come affermata precedentemente in modo granitico in molteplici

<sup>38</sup> Si concentra su questi aspetti, L. BARON, *Test di proporzionalità e ne bis in idem*, cit., 31 ss.

<sup>39</sup> *Amplius*, C. SILVA, *La deriva del ne bis in idem verso il canone di proporzionalità*, in *Arch. Pen.*, 2019, 1, 13 ss.

<sup>40</sup> Corte EDU, GC, 15.11.2016, A e B c. Norvegia, in *Dir. Pen. Cont.*, 18.11.2016, con nota di F. VIGANÒ, [La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio](#), 18.11.2016.

<sup>41</sup> F. CONSULICH – C. GENONI, *L'insostenibile leggerezza del ne bis in idem. Le sorti del divieto di doppio giudizio e di doppia punizione, tra diritto europolitano e convenzionale*, in *Giur. pen.*, 2018, 4, 17.

<sup>42</sup> Si pensi, oltre alla pronuncia Grande Stevens (Corte EDU, sez. II, 04.03.2014, Grande Stevens c. Italia, nn. 18640, 18647, 18663, 18668 e 18698/10), tra le altre, a Corte EDU, sez. II, *Kiivari c. Finlandia*, 20.02.2015, n.

occasioni, la disciplina italiana in materia avrebbe continuato a risultare del tutto incompatibile con il principio convenzionale ed eurounitario di cui rispettivamente all'art. 4 Prot. 7 CEDU e all'art. 50 CDFUE. Così difatti era emerso espressamente con la pronuncia Grande Stevens<sup>43</sup> che, con un'attenzione precipuamente rivolta alla dimensione processuale del principio, aveva condannato l'Italia proprio per la violazione dell'art. 4 Prot. 7 CEDU, in relazione alla disciplina del delitto di manipolazioni di mercato.

La stagione giurisprudenziale che ne è seguita, invece, proponendo una possibile convivenza del *ne bis in idem* con il doppio binario sanzionatorio ha inevitabilmente strizzato l'occhio ai vigenti sistemi statali<sup>44</sup>, consentendo proprio di addivenire a valutazioni casistiche in ordine alla sussistenza dell'elastico criterio della *sufficiently close connection in substance and time* tra i due procedimenti, e dei relativi indici che lo compongono<sup>45</sup>.

In definitiva, simile posizione ha inevitabilmente avallato la ritrosia del legislatore a ripensare l'assetto normativo in materia, fondato su un sostanziale coacervo di disposizioni astrattamente tra loro in gran parte coincidenti. E lo ha così rafforzato nell'addivenire, al contempo, alla decisione - di fatto ir-resolutiva del problema - di

53753/12; Corte EDU, sez. V, 27.11.2014, Lucky Dev. c. Svezia, n. 7356/10; Corte EDU, Sez. IV, 20.05.2014, Nykänen c. Finlandia, n. 11828/11; Corte EDU, sez. IV, 20.05.2014, Glantz c. Finlandia, n. 37394/11.

<sup>43</sup> Corte EDU, sez. II, 04.03.2014, Grande Stevens c. Italia, cit., commentata, tra i vari, da A.F. TRIPODI, [Uno più uno \(a Strasburgo\) fa due, L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione di mercato](#), in *Dir. Pen. Cont.*, 9 marzo 2014; G. DE AMICIS, [Ne bis in idem e "doppio binario" sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza "Grande Stevens" nell'ordinamento italiano](#), in *Dir. pen. Cont., Riv. Trim.*, 2014, 3-4, 201; G.M. FLICK – V. NAPOLEONI, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? ("materia penale", giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014, sul market abuse)*, in *Riv. delle Soc.*, 2014, 5, 953 ss.; F. VIGANÒ, [Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?](#), *Dir. pen. Cont.*, 2014, 3-4, 219 ss.; A. ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea*, cit., 855 ss.; M. CASTELLANETA, *Caso Grande Stevens: si applica il "ne bis in idem" se la sanzione amministrativa equivale a quella penale*, in *Guida al Dir.*, 2014, 82.

<sup>44</sup> Riconosce, tra i vari, che l'inversione di orientamento – viste le difficoltà che la rigidità dello stesso comportava nei confronti degli Stati membri – sia avvenuta "allo scopo di alleviare tale inconveniente", Cass. pen., sez. V, 15.04.2019, n. 39999, in *dejure.it*, § 7.3.

Continua infatti ammettendo espressamente che la nuova declinazione del principio di *ne bis in idem* "salva" sia le garanzie individuali che la struttura bifronte della tutela degli interessi dell'Unione Europea, superando problemi di armonizzazione delle legislazioni interne rispetto ai principi declinati dalle Corti sovranazionali. Così sempre Cass. pen., sez. V, 15.04.2019, n. 39999, cit., § 7.4.

<sup>45</sup> Quanto a tale criterio, come noto, esso è stato introdotto dalla, plurime volte citata, pronuncia Corte EDU, GC, 15.11.2016, A e B c. Norvegia, cit., e si sostanzia dei fattori per cui: i procedimenti previsti per la violazione debbano avere scopi differenti, e abbiano ad oggetto – non solo in astratto ma anche in concreto – profili diversi della medesima condotta antisociale; la duplicità dei procedimenti sia una conseguenza prevedibile della condotta; i due procedimenti siano condotti in modo da evitare "per quanto possibile" ogni duplicazione nella raccolta e nella valutazione della prova, in particolare attraverso una "adeguata interazione tra le varie autorità competenti in modo da far sì che l'accertamento dei fatti in un procedimento sia utilizzato altresì nell'altro procedimento"; infine, la sanzione imposta nel procedimento che si concluda per primo sia tenuta in considerazione nell'altro procedimento, in modo che venga in ogni caso rispettata l'esigenza di una proporzionalità complessiva della pena (§ 133).

affidare allo strumento di cui all'art. 187-*terdecies* TUF il ruolo di garante del canone del *ne bis in idem* in materia di abusi di mercato.

### 3. La tormentata evoluzione del *ne bis in idem*.

Sotto il versante giurisprudenziale, il percorso di definizione del *ne bis in idem* senz'altro non può considerarsi concluso, e, anzi, necessita di proseguire il suo tortuoso cammino mediante ulteriori interventi che consentano, con progressive soluzioni, di continuare a forgiarne gradualmente il contenuto e a completarne così la definizione.

Tuttavia, dopo più di un decennio in cui l'instancabile interesse della giurisprudenza, della Corte EDU e altresì della Corte di Giustizia, ha prodotto innegabili esiti in termini di emersione dello statuto del canone e della sua tutela, negli ultimi anni il principio non ha goduto di altrettanta fortuna, quanto meno da parte della giurisprudenza sovranazionale. E con ciò non si vuole certo intendere che il tema sia stato abbandonato, poiché vivace resta indubbiamente l'attenzione della dottrina e della giurisprudenza, continuamente investita della questione in ordine alla violazione del principio.

Tuttavia, la garanzia del *ne bis in idem* fatica a uscire da quella fase di stallo in cui si trova all'esito del suo prepotente depotenziamento, sprofondata ormai nella nebbia di quei tratti così confusi e imprecisati che la caratterizzano.

Le decisioni della Corte EDU del 2016 e della Corte di Giustizia del 2018 rappresentano certamente il momento del giro di boa verso la nuova declinazione del *ne bis in idem*. Nonostante abbiano inaugurato una nuova lettura ambigua e sfumata, esse avrebbero potuto tuttavia esprimere al contempo quella prima apertura verso la dimensione sostanziale del principio, da cui muovere per successivi passaggi definitivi che colmassero l'eccessiva vaghezza e discrezionalità dei criteri proposti. In qualche modo, la virata verso il canone sostanziale, fino a quel momento completamente al di fuori dell'indagine in materia, concentrata esclusivamente sul fratello processuale. Il *test* di "*sufficiently close connection in substance and in time*" avanzato dalla Corte EDU, tuttavia, è rimasto pressoché immutato così come inizialmente individuato, senza essere ulteriormente plasmato nel tempo in modo da assicurare una più estesa garanzia o, quanto meno, più delimitata nei suoi labili confini.

La Corte EDU, in effetti, a partire dal 2016 ha continuato a riproporre il medesimo principio di diritto in tutte le proprie decisioni successive, senza alcuna significativa novità né maggiore specificazione degli indici che compongono la *close connection*.

Quanto meno, tuttavia, diversamente rispetto a quanto inizialmente si era pronosticato<sup>46</sup>, si sono registrate pronunce che hanno riconosciuto la violazione del

---

<sup>46</sup> Basti pensare alla *dissenting opinion* di Pinto de Albuquerque alla sentenza A e B c. Norvegia (Corte EDU, GC, 15.11.2016, cit., § 79), secondo cui tale interpretazione avrebbe reso possibile una politica punitiva basata sulla moltiplicazione di procedimenti per lo stesso fatto nei confronti dello stesso soggetto al fine di ottenere la massima repressione possibile.

principio di *ne bis in idem* anche nella sua nuova veste<sup>47</sup>. Il timore, in effetti, era che il sottodimensionamento del canone conducesse la Corte, di fatto, a negare sempre la sua violazione e – di conseguenza – a mettere facilmente in salvo tutte le discipline vigenti nei diversi Stati membri.

Sotto questo profilo, invece, la Corte di Strasburgo ha anche avuto modo di ricordare come gli indici dalla stessa enucleati non debbano esaurirsi in quello della sola proporzionalità sanzionatoria e ha attribuito specifico rilievo anche agli altri criteri di carattere processuale<sup>48</sup>. In particolare, nell'ulteriore e recente arresto relativo al caso *Tsonyo Tsonev c. Bulgaria*<sup>49</sup>, la Corte EDU ha riconosciuto la mancanza della connessione sostanziale tra i due procedimenti, in quanto gli stessi perseguivano il medesimo scopo e non erano in alcun modo collegati tra loro sotto il profilo probatorio, oltre al fatto che la sanzione irrogata con il procedimento amministrativo non era stata considerata dal giudice penale nella determinazione della pena<sup>50</sup>. Come è stato notato, tuttavia, la sanzione complessiva in concreto doveva senz'altro ritenersi proporzionata, tenuto conto della sua esiguità e del fatto che la stessa non era mai stata eseguita<sup>51</sup>. Nonostante la rispettata proporzionalità, dunque, i giudici hanno ritenuto di ravvisare la violazione del canone.

Quanto riconosciuto nella pronuncia appare particolarmente significativo, allora, proprio alla luce del fatto che l'elemento della proporzionalità ha invece assunto un ruolo predominante, talvolta addirittura esclusivo, nella visione eurolunitaria e in quella domestica.

La Corte di Lussemburgo, dal canto suo, ha riaffermato al contrario sempre più la rilevanza dell'elemento di proporzionalità sanzionatoria, che ha finito per divenire l'aspetto maggiormente valorizzato nelle pronunce successive a quelle del 2018, sul quale ha appiattito spesso il proprio giudizio in relazione al *ne bis in idem*<sup>52</sup>.

---

<sup>47</sup> Cfr. Corte EDU, sez. I, 18.05.2017, *Johannesson e a. c. Islanda*, n. 22007/11; Corte EDU, sez. II, 16.04.2019, *Bjarni Ármannsson c. Islanda*, n. 72098/14; Corte EDU, 06.06.2019, sez. V, *Nodet c. Francia*, n. 47342/13, con nota di M. SCOLETTA, [Il ne bis in idem 'preso sul serio': la Corte EDU sulla illegittimità del doppio binario francese in tema di abusi di mercato \(e i possibili riflessi nell'ordinamento italiano\)](#), in *Dit. Pen. Cont.*, 17.06.2019, in tema di manipolazioni di mercato, che nega la *close connection* poiché i due procedimenti perseguivano gli stessi obiettivi; Corte EDU, sez. III, 31.08.2021, *Bragi Gudmundur Kristjánsson c. Islanda*, n. 12951/18.

<sup>48</sup> Corte EDU, sez. II, 16.04.2019, *Bjarni Ármannsson c. Islanda*, cit., con nota di A. GALLUCCIO, [Non solo proporzione della pena: la Corte EDU ancora sul ne bis in idem](#), in *Dir. Pen. Cont.*, 07.05.2019, che riconosce l'assenza di connessione temporale e di acquisizione e valutazione della prova, ricordando – in buona sostanza – come non sia sufficiente il solo indice della proporzione complessiva. Così anche Corte EDU, sez. IV, 06.04.2021, *Tsonyo Tsonev c. Bulgaria* (n. 4), n. 35623/11, § 40.

<sup>49</sup> Corte EDU, sez. IV, 06.04.2021, *Tsonyo Tsonev c. Bulgaria*, cit.

<sup>50</sup> Per questa ragione, la Corte non giunge nemmeno a prendere in considerazione la connessione temporale tra procedimenti.

<sup>51</sup> In questo senso, G. ARDIZZONE, [Tsonyo Tsonev c. Bulgaria: un'occasione per riflettere sulla portata del ne bis in idem "europeo"](#), in *questa Rivista*, 14.07.2022, 9.

<sup>52</sup> Corte Giust. UE, sez. I, 05.05.2022, BV, C-570/20, in *Riv. dott. comm.*, 2022, 3, 505, relativa alla Francia. Sul punto, vd. J. DELLA VALENTINA, [Il paradigma del ne bis in idem tra proporzionalità assorbente, rinnovata concezione processuale e overlapping protection](#), in *questa Rivista*, 24.11.2022, 9-10.

In questo senso, arrestato il tragitto del suo modellamento *in itinere*, oggi il *ne bis in idem* resta un non finito, un'opera incompiuta in attesa di essere plasmata mediante successivi nuovi passaggi.

Attualmente il canone assume sembianze spurie, e risulta una confusa ibridazione tra il principio processuale e sostanziale, senza riuscire ad acquisire una precisa identità in nessuno dei due fronti.

In fondo, nella precedente versione esso ometteva di considerare gli aspetti sostanziali, ma almeno assumeva tratti ben più definiti sotto il versante processuale. Certamente la sua tutela assoluta – per come era stata configurata dalla giurisprudenza – presentava non pochi nodi problematici che necessitavano di trovare soluzione. Tuttavia, la strada imboccata ha semplicemente sortito gli effetti di indebolire il portato del divieto, confondere l'ambito processuale con quello sostanziale (quando in realtà, oltre al *nomen*, ormai è acclarato, essi condividono molto poco) e demandare in concreto al giudice il compito di valutazione, attribuendogli una discrezionalità pressoché illimitata.

Di fatto, la tutela del *ne bis in idem* – per come attualmente interpretata – è del tutto rimessa alla discrezionalità giudiziale, che rischia facilmente di sconfinare nella piena arbitrarietà.

La questione è lasciata per intero a valutazioni casistiche, a seconda del *quantum* sanzionatorio concretamente irrogato e di quale procedimento si sia concluso per primo. Più frequente nella pratica si realizzerà l'ipotesi in cui cronologicamente si concluda per secondo il procedimento penale: spetterà dunque al giudice penale occuparsi di tale valutazione, a seguito di sanzioni amministrative molto spesso così elevate da risultare di per sé sole sufficienti, per non travalicare il *limen* della proporzionalità, e compiere complesse operazioni di scomputo o di disapplicazione della sanzione penale. Non mancano, e non solo mancati, tuttavia, anche casi opposti, in cui per prima sia divenuta definitiva la condanna penale, per esempio in ipotesi in cui il rito si sia concluso con l'applicazione della pena su richiesta delle parti.

In questo scenario di assestamento, una significativa novità è rappresentata dalla recente pronuncia della Consulta in tema di *ne bis in idem*<sup>53</sup>. Non tanto ovviamente per quanto la Corte ha riconosciuto in relazione all'art. 649 c.p.p. e alla materia della violazione dei diritti d'autore<sup>54</sup>, in ogni caso non riferibile agli abusi di mercato, quanto invece per le incidentali importanti considerazioni che si rinvergono nella fondamentale decisione.

Innovativo risulta, infatti, l'approccio con cui la Corte Costituzionale traccia una linea di demarcazione tra principio di *ne bis in idem* – oggetto del proprio giudizio – e proporzionalità.

---

<sup>53</sup> Corte Cost., 10.05.2022, n. 149, in *Giur. Cost.*, 2022, 3, 1554. Per un primo commento, cfr. L. CARRARO, *La Consulta dichiara la parziale illegittimità dell'art. 649 c.p.p. per violazione del ne bis in idem in materia di diritto d'autore: la natura "ectoplasmatica" del test di close connection*, in *Arch. pen.*, 2022, n. 3. In commento, cfr. anche M. SCOLETTA, *Uno più uno anche a Roma può fare due: la illegittimità costituzionale del doppio binario punitivo in materia di diritto d'autore*, cit.; o J. DELLA VALENTINA, *Il paradigma del ne bis in idem tra proporzionalità assorbente*, cit.

<sup>54</sup> Ed in particolare per i delitti di cui all'art. 171-ter e l'illecito amministrativo di cui all'art. 174-bis l. n. 633/1941.

Evidentemente, infatti, la questione di legittimità sollevata riguardava l'art. 649 c.p.p. e dunque il versante processuale del canone; tuttavia, la Consulta premette alcune considerazioni sul *ne bis in idem* in via generale così come tutelato dalla garanzia convenzionale, espressamente rivendicandone la natura processuale di diritto fondamentale della persona, la cui *ratio* è proprio quella derivante dai costi – e dalle sofferenze – di un doppio procedimento in relazione all'*idem factum*<sup>55</sup>. Con tale fondamentale passaggio, dunque, la Corte colloca l'identità del principio convenzionale nell'alveo processuale, riportandolo chiaramente a principio di garanzia processuale. Al contempo, viene ricordata la “diversa garanzia” della proporzionalità della pena, a cui tuttavia si riconosce l'estraneità al principio in parola, che si distingue anche nel proprio fondamento<sup>56</sup>.

Le essenziali osservazioni richiamate introducono dunque un approccio innovativo che attribuisce autonomia alla distinta garanzia della proporzionalità che, pur rilevando nella valutazione degli indici di “stretta connessione”, si colloca fuori dal perimetro del *ne bis in idem* – processuale appunto –, inteso dalla Corte come divieto di un secondo procedimento (a prescindere dall'esito del primo), che di per sé non osta invece alla diversa ipotesi di cumulo sanzionatorio nell'ambito di un medesimo procedimento per il medesimo fatto, limitato invece appunto dalla proporzionalità della pena<sup>57</sup>.

Significativa, in definitiva, appare non solo la definizione del canone il cui baricentro viene re-individuato nella prospettiva strettamente processuale, ma anche la circostanza che in relazione al problema del cumulo sanzionatorio per il medesimo fatto il riferimento della Consulta non vada al *ne bis in idem* – questa volta sostanziale –, declinato poi di fatto nella proporzionalità sanzionatoria, quanto invece direttamente e autonomamente alla proporzionalità stessa.

Sulla rilevanza di tale rilievo e sulle sue possibili conseguenze si tornerà a breve, anche in relazione al fatto che la proporzionalità è andata acquisendo una dimensione

---

<sup>55</sup> Corte Cost., 10.05.2022, n. 149, cit., § 5.1.1, “La garanzia convenzionale in parola mira (...) a tutelare l'imputato non solo contro la prospettiva dell'inflizione di una seconda pena, ma ancor prima contro la prospettiva di subire un secondo processo per il medesimo fatto. E ciò a prescindere dall'esito del primo processo, che potrebbe anche essersi concluso con un'assoluzione. La ratio primaria della garanzia (...) è dunque quella di evitare l'ulteriore sofferenza, e i costi economici, determinati da un nuovo processo in relazione a fatti per i quali quella persona sia già stata giudicata”.

<sup>56</sup> Sempre Corte Cost., 10.05.2022, n. 149, § 5.1.1 secondo cui “Il *ne bis in idem* non si oppone, invece, alla possibilità che l'imputato sia sottoposto, in esito a un medesimo procedimento, a due o più sanzioni distinte per il medesimo fatto (ad esempio, pene detentive, pecuniarie e interdittive), ferma la diversa garanzia rappresentata dalla proporzionalità della pena: garanzia, quest'ultima, fondata su basi giuridiche distinte da quelle su cui si fonda il diritto al *ne bis in idem* (in particolare, sugli artt. 3 e 27 Cost., a livello interno, e sull'art. 49, paragrafo 3, CDFUE a livello unionale)”.

<sup>57</sup> Testualmente: “Il *ne bis in idem* non si oppone, invece, alla possibilità che l'imputato sia sottoposto, in esito a un medesimo procedimento, a due o più sanzioni distinte per il medesimo fatto (ad esempio, a pene detentive, pecuniarie e interdittive), ferma la diversa garanzia rappresentata dalla proporzionalità della pena: garanzia, quest'ultima, fondata su basi giuridiche distinte da quelle su cui si fonda il diritto al *ne bis in idem* (in particolare, sugli artt. 3 e 27 Cost. a livello interno, e sull'art. 49, paragrafo 3, CDFUE a livello unionale)”, Corte Cost., 10.05.2022, n. 149, cit., §5.1.1.

autonoma anche in seno alla giurisprudenza della Corte di Giustizia, che in tema di *ne bis in idem* recentemente si è limitata ad analizzare il cumulo sanzionatorio riferendosi alla proporzionalità non tanto quale elemento dell'art. 50 della Carta quanto invece in via immediata, sulla base all'art. 52 § 1 e dell'art. 49 § 3 della Carta<sup>58</sup>.

#### 4. La proporzionalità al banco di prova della giurisprudenza.

Un'analisi della giurisprudenza domestica, che si è occupata degli abusi di mercato negli ultimi anni, è sicuramente in grado di offrire una conferma del complesso scenario finora tratteggiato.

Non sono mancate, infatti, decisioni chiamate ancora una volta a pronunciarsi sul *ne bis in idem*, le quali tutte hanno dimostrato di attribuire essenziale rilievo all'indice della proporzionalità complessiva, sulla quale si è sostanzialmente condensata la valutazione dei giudici domestici<sup>59</sup>. Di fatto, è innegabile che esso abbia assunto spesso un ruolo preponderante nella valutazione della violazione del criterio, la cui tutela – nella veste sostanziale – è stata così fatta coincidere con un giudizio di proporzionalità sanzionatoria.

In questa prospettiva, il terreno degli abusi di mercato costituisce luogo privilegiato per analizzare le decisioni che si sono occupate della materia. Si tratta infatti di un settore in cui, più degli altri, la proporzionalità inevitabilmente acquisisce particolare rilevanza e diviene l'argomento dirimente in tema di violazione di *ne bis in idem*.

A ben guardare, la flessione del giudizio di *ne bis in idem* verso il canone di proporzionalità si è attuata in particolare nell'ambito degli abusi di mercato.

La disciplina del TUF, in effetti, è stata ritenuta fino ad ora strutturata in modo da poter astrattamente – e concretamente – assicurare il rispetto degli altri elementi che compongono la connessione “sostanziale”. Innanzi tutto, senz'altro prevedibile si considera l'apertura del doppio procedimento, alla luce delle clausole “cumulative” presenti all'art. 187-bis e 187-ter TUF, che sostanzialmente impongono il cumulo di illecito para-penale e penale<sup>60</sup>. Ma a ciò si aggiunga il reciproco obbligo di informativa e di trasmissione che vincola tra loro le autorità competenti, l'una nei confronti dell'altra, mediante il quale di fatto l'apertura di un procedimento – sia esso amministrativo o penale – comporta inevitabilmente l'apertura di quello per il corrispondente reato ovvero illecito amministrativo<sup>61</sup>.

---

<sup>58</sup> Sul punto, sempre Corte di Giustizia UE, sez. I, 05.05.2022, BV, cit.

<sup>59</sup> Cfr. Cass. pen., sez. V, 16.07.2018, n. 45829, in *dejure.it*, § 4.1, la quale espressamente afferma che “tra questi il sub-criterio prevalente per verificare la presenza della stretta connessione è pacificamente individuato da tutte le pronunzie in quello della ‘proporzionalità’ tra il cumulo di sanzioni irrogate (di cui quella amministrativa pecuniaria è ormai considerata di natura penale”.

<sup>60</sup> Tra le varie, Cass. civ., sez. trib., 30.10.2018, n. 27564, in *Pen. Cont.*, §22.

<sup>61</sup> Ci si riferisce all'obbligo di informativa senza ritardo da parte del PM nei confronti della CONSOB e a quello di trasmettere relazione motivata da parte della CONSOB al PM previsto dall'art. 187-*quinquiesdecies* TUF.

Quanto poi alla connessione tra procedimenti, il legislatore ha previsto un meccanismo di coordinamento tra gli stessi anche sotto il profilo della acquisizione e della valutazione degli elementi probatori, regolando espressamente anche lo scambio di informazioni da parte della Consob, e di documenti, dati e notizie acquisiti dalla Guardia di Finanza<sup>62</sup>.

Infine, gli obiettivi perseguiti dai due procedimenti vengono considerati dalla giurisprudenza come eterogenei, tenuto conto che “scopo delle sanzioni amministrative è quello di incoraggiare i soggetti destinatari della sanzione a rispettare il loro dovere di fornire informazioni complete e corrette e di rafforzare le fondamenta del sistema fiscale nazionale, condizione preliminare per il funzionamento dello Stato e quindi per il funzionamento della società; la sanzione penale rappresenta, invece, il ‘castigo’ che lo Stato infligge ad un soggetto che abbia commesso un reato e tende non solo a reprimere un fatto reato commesso, ma ad impedire che quel determinato individuo non commetta più reati in futuro”<sup>63</sup>.

Sotto quest’ultimo profilo, simile posizione in realtà non convince affatto. Appare contraddittorio, da un lato, rivendicare una finalità differente delle sanzioni amministrative ai fini di differenziarne gli obiettivi e riconoscere la sussistenza dell’indice di complementarità dei procedimenti e, dall’altro lato, attribuire invece in modo acclarato a tali sanzioni natura sostanzialmente penale, con conseguente applicazione a tali illeciti dei principi fondamentali del diritto penale, proprio tramite l’utilizzo del fondamentale criterio dell’afflittività della sanzione stessa. Non vi è dubbio alcuno, infatti, che gli illeciti amministrativi in questione debbano essere ricondotti nell’alveo della caotica “*matière penale*”, la cui continua estensione a dismisura da parte della Corte EDU, così come dalla Corte di Giustizia, ha seguito a fagocitare al suo interno le più svariate misure formalmente qualificate come non penali<sup>64</sup>.

In questo senso, allora, bisognerebbe coerentemente prendere atto che proprio in ragione della afflittività che le caratterizza e che costituisce criterio principale per individuare l’appartenenza alla *matière penale*, anche le sanzioni formalmente amministrative perseguono esse stesse quelle finalità repressive e preventive (general-preventive e special-preventive) tipiche della sanzione penale.

Anche in relazione alla connessione temporale, infine, la stessa non viene particolarmente indagata in giurisprudenza quale elemento dirimente, ma ciò si verifica anche in ragione del fatto che frequentemente i due procedimenti si aprono ed evolvono ravvicinatamente tra loro, anche in considerazione del reciproco obbligo di informativa tra autorità procedenti<sup>65</sup>.

---

<sup>62</sup> Il riferimento evidentemente va agli artt. 187-*decies*, e 187-*octies* e 187-*undecies* TUF. Sul punto, si veda la sentenza Chiarion Casoni (Cass. pen., sez. V, 21.09.2018, n. 49869, in *Pen. Cont.*, che si sofferma su tale aspetto della connessione tra procedimenti, ricordando appunto la disciplina prevista a tali articoli.

<sup>63</sup> Cass. civ., sez. trib., 30.10.2018, n. 27564, cit. Nello stesso senso, Cass. pen., sez. V, 21.09.2018, n. 49869, cit., e Cass. pen., sez. V, 09.11.2018, n. 5679, in *Giur. Pen.*

<sup>64</sup> *Ex pluribus*, sul tema vd. M. DONINI – L. FOFFANI (a cura di), *La “materia penale” tra diritto nazionale ed europeo*, Torino 2018.

<sup>65</sup> Cfr. Cass. civ., sez. trib., 30.10.2018, n. 27564, cit., § 22, che liquida rapidamente l’argomento temporale evidenziando la vicinanza cronologica tra l’apertura dei due procedimenti. Allo stesso modo, Cass. pen.,

In definitiva, in tema di abusi di mercato è sul fronte della proporzionalità che sta o cade la connessione sostanziale tra procedimenti e – di conseguenza – la violazione del *ne bis in idem*<sup>66</sup>.

Di fatto, è su tale criterio che le decisioni più recenti sugli abusi di mercato si sono lungamente soffermate, dimostrando come lo stesso abbia assunto concretamente il ruolo centrale nella dimensione del *ne bis in idem*.

Non vi è dubbio alcuno, sia chiaro, che il canone sia inscindibilmente legato – nella sua accezione sostanziale – alla proporzionalità, la quale peraltro gode di particolare valorizzazione in seno alla giurisprudenza costituzionale ed altresì sovranazionale, soprattutto negli ultimi anni.

Il principio, pur certamente di origine classica nel diritto penale, ha risvegliato infatti da tempo un rinnovato interesse in dottrina<sup>67</sup> e presenta plurime anime che gli attribuiscono differenti estensioni e intensità: quella del controllo sugli equilibri sanzionatori, da un lato, e sul fondamento stesso dell'incriminazione e sulla ragionevolezza, dall'altro lato.

Diverse sono le dimensioni che esso ha assunto in seno al nostro ordinamento rispetto a quelle sovranazionali. In particolare, circa queste ultime, è stato osservato che l'art. 49 della Carta sembra essere enucleato sulla falsariga della tedesca *Verhältnismäßigkeit*, alla quale è riconosciuto altresì il ruolo di criterio di valutazione della legittimità di intervento dei pubblici poteri, al fine di sottoporre al vaglio anche l'*an* della sanzione e dunque non solo il *quomodo* o il *quantum*<sup>68</sup>. In questo senso, esso assume rilievo anche in sotto-criteri quale la legittimità del mezzo e dello scopo perseguito, l'idoneità, la necessità e la adeguatezza dell'opzione penale<sup>69</sup>.

Sul punto, deve rilevarsi come in dottrina recentemente si sia avanzata la proposta di declinare la proporzionalità anche relativamente alle scelte di criminalizzazione, nella diversa veste di test in grado di effettuare un bilanciamento tra

---

sez. V, 09.11.2018, n. 5679, cit.

<sup>66</sup> Valorizzano il ruolo assunto dalla proporzionalità in tema di *bis in idem*, tra i vari, A.F. TRIPODI, *Cumuli punitivi, ne bis in idem e proporzionalità*, Riv. It. Dir. Proc. pen., 2017, 3, 1047 e ss.; A. MATTARELLA, *Le recenti pronunce della Corte di Strasburgo in materia di ne bis in idem: un'occasione per riflettere anche sulla progressiva emersione del principio di proporzionalità della pena nel sistema multilivello delle fonti*, in Cass. pen., 2017, 4578 ss.; F. MAZZACUVA, *Le pene nascoste. Topografia delle sanzioni punitive e modulazione dello statuto garantistico*, Torino 2017, 328.

<sup>67</sup> *Ex multis*, A. TOSCANO, *La funzione della pena e le garanzie dei diritti fondamentali*, Milano 2012; MANES, *Principio di proporzionalità. Scelte del legislatore e sindacato di legittimità*, in Treccani. Il libro dell'anno del diritto 2013, Roma 2013, 104 ss.; D. PULITANÒ, *Sulla pena. Fra teoria, principi e politica*, in Riv. It. Dir. Proc. Pen., 2016, 2, 650 ss.; e, più recentemente, V. MANES – V. NAPOLEONI, *La legge penale illegittima*, Torino 2019; G. RUGGIERO, *La proporzionalità nel diritto penale. Natura e attuazione*, Napoli 2018; N. RECCHIA, *Il principio di proporzionalità nel diritto penale. Scelte di criminalizzazione e ingerenza nei diritti fondamentali*, Torino, 2020; F. VIGANÒ, *La proporzionalità della pena. Profili di diritto penale e costituzionale*, Torino 2021.

<sup>68</sup> V. MANES, *Il giudice nel labirinto. Profili delle intersezioni tra diritto penale e fonti sovranazionali*, Roma, 2012, 144 ss. In ordine al giudizio di proporzionalità sulle scelte di criminalizzazione, ampiamente N. RECCHIA, *Il principio di proporzionalità*, cit., 121 ss., anche per la copiosa bibliografia e giurisprudenza costituzionale d'oltralpe.

<sup>69</sup> V. MANES, *Il giudice nel labirinto*, cit., 145, anche per i riferimenti bibliografici, nt. 417.

il fine legittimo perseguito nella criminalizzazione di un comportamento e il diritto di libertà costituzionale di volta in volta limitato<sup>70</sup>.

Attualmente, tuttavia, la legittimità dell'opzione penale trova internamente riferimenti concettuali diversi, quali i principi di offensività e di sussidiarietà, nei limiti in cui sono presi in considerazione dalla Consulta, mentre il criterio di proporzione è relegato al controllo sanzionatorio sulle leggi ovvero di ragionevolezza – sempre sanzionatoria – del legislatore<sup>71</sup>.

Come si diceva, la proporzionalità è tornata costantemente al vaglio della Corte Costituzionale, e, grazie alle numerose pronunce in materia, è stato possibile individuare il *fil rouge* che ne dipinge i tratti.

Per la verità, le sembianze del canone sono profondamente mutate nel tempo ed esso è stato scolpito quale traccia delimitativa della discrezionalità del legislatore in materia sanzionatoria<sup>72</sup>. In vero, seguendo le teorie di provenienza anglosassone<sup>73</sup>, sempre più è emersa l'esigenza di una proporzionalità rivolta non solo o non tanto al perseguimento delle finalità della pena, ma anche, e soprattutto, alla gravità del fatto commesso<sup>74</sup>. La Consulta, così, ha progressivamente plasmato la proporzionalità<sup>75</sup>, ancorandola non solo al principio di uguaglianza, ma anche ai fondamentali paradigmi penalistici di offensività e di *extrema ratio*, nonché di personalità della responsabilità penale. Va peraltro ricordato come nell'ultimo decennio<sup>76</sup> il giudizio abbia compiuto l'importante passaggio di liberarsi della presenza del *tertium comparationis* di un'altra disposizione, a cui ancorare il giudizio per valutare ingiuste sproporzioni, imponendosi in via assoluta quale necessaria sussistenza di proporzionalità tra il fatto di reato oggetto di scrutinio e la pena<sup>77</sup>.

Sempre in argomento, peraltro, va ricordato che la Consulta<sup>78</sup> ha censurato la previsione legislativa delle pene in misura fissa, che confliggono con l'imprescindibile processo di individualizzazione in concreto della pena<sup>79</sup>, e la necessaria proporzionalità

<sup>70</sup> N. RECCHIA, *Il principio di proporzionalità*, cit.

<sup>71</sup> Sempre V. MANES, *Il giudice nel labirinto*, cit., 145.

<sup>72</sup> Ampiamente F. VIGANÒ, *La proporzionalità*, cit., 216 ss.

<sup>73</sup> Vd. la celebre impostazione di H.L.A. HART, *Punishment and the elimination of Responsibility*, in *Punishment and Responsibility*, 1968, 159 ss. È stato evidenziato (sempre F. VIGANÒ, *La proporzionalità*, cit., 121) che simile prospettiva si ritrova anche in una certa dottrina tedesca che, in questa prospettiva maggiormente rivolta al passato, parla di *Tatproportionalität* invece che di *Verhältnismäßigkeit*: T. HÖRNLE, *Tatproportionale Strafzumessung*, Berlin 1999, 143.

<sup>74</sup> Vd. sempre F. VIGANÒ, *La proporzionalità*, cit., 119.

<sup>75</sup> Per le prime pronunce che introducono il concetto di proporzione della pena: Corte Cost. n. 50/1980; Corte Cost. n. 103/1982; Corte Cost., n. 409/1989.

<sup>76</sup> Si introduce tale approccio già con Corte Cost. n. 343/1993.

<sup>77</sup> A tal fine emblematica Corte Cost. n. 236/2016, in *Giur. Cost.*, 2016, 2105, con nota di V. MANES, *Proporzione senza geometrie*. Vd. anche F. VIGANÒ, [Un'importante pronuncia della Consulta sulla proporzionalità della pena](#), in *Dir. Pen. Cont., Riv. Trim.*, 2017, 2, 61 ss. In questo senso, recentemente, anche Corte Cost. n. 40/2019.

<sup>78</sup> Corte Cost. n. 222/2018; Corte Cost. n. 88/2019. Sul punto, A. PUGIOTTO, *Cambio di stagione nel controllo di costituzionalità sulla misura della pena*, *Riv. It. Dir. Proc. Pen.*, 2019, 985 ss.

<sup>79</sup> Sul riconoscimento della necessaria individualizzazione e differenziazione del trattamento sanzionatorio in ossequio al principio di uguaglianza e ai principi costituzionali penalistici, Corte Cost., n. 104/1968 e n. 50/1980, con nota di C.E. PALIERO, *Pene fisse e costituzione: argomenti vecchi e nuovi*, in *Riv. It. Dir. Proc. Pen.*,

rispetto al fatto commesso<sup>80</sup>, tenuto conto della considerevole eterogeneità che intercorre tra i fatti concreti potenzialmente riferibili alle fattispecie astratte e dei differenti disvalori di cui essi sono portatori.

In qualche modo, dunque, la Corte Costituzionale ha individuato un principio (addirittura fondamentale, assoluto e non bilanciabile<sup>81</sup>) il cui statuto minimo viene identificato nella non manifesta sproporzione della pena<sup>82</sup>, solido appiglio per limitare le discrezionali scelte legislative in ambito sanzionatorio<sup>83</sup>. Si sarebbe così affermata la cd. versione debole del principio, quale funzione limitativa della discrezionalità del giudice, e ancor prima del legislatore, declinata nella variante di imposizione di un mero limite massimo della pena (e non minimo per considerazioni preventive)<sup>84</sup>, diversa da quella versione cd. forte intesa come vincolo per il giudice e per il legislatore di addivenire alla pena proporzionata<sup>85</sup>.

Quanto ai suoi confini, il principio trova per certo espressione nei confronti dell'intero sistema punitivo e non solo di quello penale in senso stretto<sup>86</sup>. Anche ove si ritenesse che l'inclusione nella controversa "*matière penale*" non implichi automaticamente l'applicazione di tutte le garanzie nazionali di rango costituzionale poste a presidio nel sistema penalistico più intimamente connesso alla logica della pena privativa della libertà personale<sup>87</sup>, la proporzionalità rientra comunque tra le garanzie convenzionali di tipo penale riferibili in via generale al sistema punitivo, come da tempo ribadito dalla Corte EDU.

---

1981, 726 ss.

<sup>80</sup> Circa l'ingiustizia di un sistema a pene fisse, inevitabilmente non proporzionate al fatto, E. DOLCINI, *Pena e Costituzione*, in *Riv. It. Dir. Proc. Pen.*, 2019, 3 ss.

<sup>81</sup> F. VIGANÒ, *La proporzionalità*, cit., 302 ss.

<sup>82</sup> F. VIGANÒ, *La proporzionalità*, cit., 213 ss., si dedica all'emersione del principio di non manifesta sproporzione e richiama le note risalenti impostazioni relative all'adeguatezza della pena rispetto alla colpevolezza (C. ROXIN, *Strafrecht. Allgemeiner Teil*, IV, München 2005, § 3, nn. 44 ss.), che non si discostano molto dal concetto di pena proporzionata al reato e alla riprovevolezza della condotta come lo stesso autore ha riconosciuto (ID., *Prevention, Censure and Responsibility: the recent debate on the Purposes of Punishment*, in *Liberal Criminal Theory. Essays for Andreas von Hirsch*, London 2014, 33). Sul punto, anche G. RUGGIERO, *La proporzionalità*, cit., 201 ss.

<sup>83</sup> Principio non fondante ma delimitativo del sistema sanzionatorio: M. DONINI, *Septies* in idem. *Dalla materia penale alla proporzione delle pene multiple nei modelli italiano ed europeo*, in *Cass. Pen.*, 2018, 8, 2297 ss.

<sup>84</sup> In questo senso, già E. DOLCINI, *La commisurazione della pena*, Padova, 1979, 179 ss.; D. PULITANÒ, *Sulla pena. Fra teoria, principi e politica*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2016, 651.

<sup>85</sup> Ampiamente F. VIGANÒ, *La proporzionalità*, cit., 215-216, che specifica come il compito sia quello di evitare appunto pene chiaramente sproporzionate rispetto alla gravità del fatto.

<sup>86</sup> Si pensi a Corte Cost. n. 88/2019, che ha dichiarato illegittima la sospensione automatica della patente di guida. Recentemente anche rispetto a misure appartenenti al medesimo binario sanzionatorio, Corte Cost., n. 112/2019, in materia di *insider trading*, su cui V. MONGILLO, *Confisca proteiforme e nuove frontiere della ragionevolezza. Il banco di prova degli abusi di mercato*, in *Giur. Cost.*, 2019, 3343 ss., che evidenzia l'importanza di tale nuovo approccio riferito a una risposta sanzionatoria complessiva per misure appartenenti al medesimo binario sanzionatorio (amministrativo).

<sup>87</sup> Come sembrano sostenere in alcuni passaggi Corte Cost. nn. 112/2019, 109/2017 e 281/2013, in linea con la tesi dei "cerchi concentrici" di F. VIGANÒ, [Il nullum crimen conteso: legalità "costituzionale" vs. legalità "convenzionale"?](#), in *Dir. Pen. Cont.*, 05.04.2017. Sul punto anche V. MANES, *Profili e confini dell'illecito penale*, in *Riv. It. Dir. Proc. Pen.*, 2017, 1004 ss.

Sebbene la crescente attenzione dedicata alla proporzionalità abbia dunque consentito di tratteggiarne alcune linee di demarcazione, essa permane tuttavia principio dai tratti incerti e del tutto ondovaghi. D'altronde, come a più riprese è stato affermato, il canone si presenta necessariamente alla ricerca di un paradigma che ne definisca il contenuto, di per sé mancante, trattandosi di una regola vuota ed intrinsecamente relativistica<sup>88</sup>. Sul versante sanzionatorio, in effetti, il parametro è tenuto a misurarsi con l'inafferrabile tema della commisurazione della pena, la quale aumenta inevitabilmente il tasso di intuitività che lo caratterizza<sup>89</sup>. Ineliminabile permane dunque la cifra di indeterminatezza e di vaghezza che contraddistingue la proporzionalità<sup>90</sup>.

In questa sede merita un'ultima riflessione, infine, proprio la rilevanza di cui gode la proporzionalità a livello sovranazionale, vista altresì la particolare attenzione dedicata dalla giurisprudenza al tema, nazionale e sovranazionale. Il diverso portato che essa assume nella prospettiva eurolunitaria, infatti, può risultare assai interessante proprio ai fini della *vexata quaestio* del *ne bis in idem*. Giova porsi allora il quesito se, quanto meno ai fini dell'indagine in argomento, il criterio possa acquisire una differente dimensione anche internamente, di potenziamento della propria garanzia<sup>91</sup>.

Tale passaggio potrebbe avvenire sulla base di quanto recentemente riconosciuto, d'altro canto, dalla Corte di Giustizia, che ha affermato espressamente la applicazione diretta – e la conseguente disapplicazione delle norme interne – in materia di proporzionalità<sup>92</sup>. Si tratta di un'importante decisione che, peraltro, supera le proprie precedenti affermazioni, di segno del tutto contrario<sup>93</sup>. Tale punto di arrivo rappresenta una svolta importante, quanto meno nell'ambito di applicazione del diritto dell'UE, tenuto conto che, in questo modo, il parametro europeo di cui all'art. 49 § 3 della Carta diviene esso stesso immediatamente rilevante, rispetto alla fase precedente in cui la proporzionalità, priva di efficacia diretta, doveva necessariamente essere veicolata tramite l'art. 50 della Carta, a cui già era stata riconosciuta efficacia diretta.

---

<sup>88</sup> M. DONINI, *Septies in idem. Dalla "materia penale" alla proporzione delle pene multiple nei modelli italiano ed europeo*, cit., 2299.

<sup>89</sup> F. COPPOLA, *Le scelte sanzionatorie alla prova del principio di proporzionalità. Un'ipotesi di "valorizzazione" dal confronto con il Sentencing system inglese*, in *Arch. pen. online*, 2018, 3, 12.

<sup>90</sup> Sempre M. DONINI, *Septies in idem*, cit., aggiunge: "Non si pensi che la proporzione, che è vuota di contenuti ed ha preteso di fondare per secoli la pena retributiva come raddoppio del male (...) sia un criterio scientifico solo perché costituzionalmente ancorato a livello nazionale e internazionale. Certo è più argomentabile di una ragionevolezza priva di un *tertium comparationis* ancorata a certezze intuitive, ma in ogni caso resta anch'essa un parametro ad applicazione molto contingente e relativistica, la cui politicità è meno pronunciata di criteri di scopo là dove sia fondato su scale almeno anche quantitative".

<sup>91</sup> Come noto d'altronde l'art. 53 CEDU e l'art. 53 della Carta impongono entrambi che la tutela dei principi affermati dalle stesse mai possa essere limitativa ma solo di potenziamento della tutela dei diritti fondamentali rispetto a quella assicurata dagli Stati.

<sup>92</sup> Corte Giustizia UE, GS, 08.03.2022, NE, C-205/20, con nota di F. VIGANÒ, [La proporzionalità della pena tra diritto costituzionale italiano e diritto dell'Unione europea: sull'effetto diretto dell'art. 49, paragrafo 3, della Carta alla luce di una recentissima sentenza della Corte di giustizia](#), in *questa Rivista*, 26.04.2022, che esprime alcune considerazioni e caute perplessità su tale rivoluzionaria affermazione e le possibili conseguenze della stessa sui principi di legalità e di certezza del diritto.

<sup>93</sup> Corte Giustizia UE, sez. V, 04.10.2018, *Link Logistics*, C-384/17.

Certamente, a prima vista, tale decisione si inserisce nel percorso di progressivo potenziamento, da una parte, della proporzionalità – ora anche direttamente applicabile per via autonoma – e di contestuale indebolimento – dall'altra parte – del *ne bis in idem*, sempre più sfuocato e flebile. In tema sanzionatorio, dunque, i giudici domestici ora possono ricorrere direttamente all'art. 49 § 3 della Carta senza neppure effettuare più quel passaggio attraverso l'art. 50 della Carta, a sua volta costretto ormai esclusivamente in un mero giudizio di proporzionalità<sup>94</sup>. Simile conseguenza, immediatamente percepibile, si inserisce così pienamente in un orizzonte in cui il *ne bis in idem* non riesce a trovare più una sua precisa portata precettiva, fagocitato nel solo ruolo di moderatore degli eccessi sanzionatori.

Ad una più attenta riflessione, tuttavia, a questo punto il sempre più solido principio di proporzionalità è in grado di assumere un ruolo essenziale e costituire lui stesso il grimaldello per un cambio di passo, anche in seno al *ne bis in idem* e alle sue ormai dimenticate ambizioni.

Insomma, una apertura della proporzionalità ad altre sue possibili differenti accezioni, non limitata esclusivamente al *quantum* sanzionatorio ma rivolta all'opzione di criminalizzazione *tout court*<sup>95</sup>, permetterebbe di attribuire anche internamente un diverso contenuto al principio, pure con riferimento al *ne bis in idem*. Esso potrebbe riacquisire altresì rilievo relativamente alla criminalizzazione, anche nella differente prospettiva della rivendicata necessità di una risoluzione astratta tra le plurime fattispecie in concorso apparente tra loro, convergenti sul medesimo fatto e a carico del medesimo soggetto<sup>96</sup>. Tale chiave di lettura di diversa matrice sancirebbe una connessione più profonda e ampia con il principio di *ne bis in idem* ad un livello anteriore rispetto a quello sanzionatorio.

Si tratta tuttavia di un mero spunto di riflessione, ben lontano dall'esegesi che attualmente trova la proporzionalità nelle pronunce delle Corti domestiche e della Corte Costituzionale, limitata alla sua accezione sanzionatoria.

Ritornando dunque ai legami che avvincono proporzionalità e *ne bis in idem* sostanziale, quest'ultimo certamente si declina nella sua fondamentale dimensione di divieto di sproporzione sanzionatoria, che costituisce la prima istanza di stampo equitativo a cui il principio deve rispondere.

Allo stesso tempo, tuttavia, il canone non può esaurirsi nella proporzionalità, come invece negli ultimi tempi sembra essere avvenuto<sup>97</sup>. Tanto più in un periodo in cui la

---

<sup>94</sup> Similmente, J. DELLA VALENTINA, *Il paradigma del ne bis in idem*, cit., 13.

<sup>95</sup> In questo senso, in modo non lontano, si ricorda nuovamente il recente studio che propone un approfondito percorso di riferire il *proportionality test* al giudizio sulle scelte legislative di criminalizzazione, rispetto alla molto più circoscritta ampiezza attribuita dalla Consulta al tema, importando la discussione penalistica tedesca e anglosassone, di N. RECCHIA, *Il principio di proporzionalità*, cit., 361.

<sup>96</sup> In qualche modo, pur in una prospettiva differente, N. MADIA, *Il "ne bis in idem" europeo nella sua nuova veste sostanziale: la sua possibile efficacia anche nell'ambito di un unico procedimento in materia di cumuli punitivi*, in *Arch. pen.*, 2019, 3, 36.

<sup>97</sup> Sottolinea come il *ne bis in idem* sia divenuta mera espressione della proporzionalità di cui all'art. 49 § 3 della Carta, N. RECCHIA, *Note minime sulle tre recenti sentenze della Corte di giustizia dell'Unione europea in tema di ne bis in idem*, in [www.eurojus.it](http://www.eurojus.it), 22.03.2018.

stessa trova sempre maggiore riconoscimento quale principio di rango costituzionale, convenzionale ed eurounitario, il *ne bis in idem* finisce – altrimenti – per perdere ogni autonomia concettuale e coincidere integralmente con la proporzionalità stessa.

Esso consiste, anzi tutto, nel divieto di doppia valutazione, quale divieto di moltiplicazione di qualificazioni giuridiche tra loro in concorso apparente nei confronti dello stesso soggetto per il medesimo fatto, in una fase dunque anteriore rispetto a quella relativa agli aspetti sanzionatori. Il conflitto di norme in concorso apparente tra loro deve trovare risoluzione proprio mediante il *ne bis in idem* sostanziale, per il quale non possono essere riconosciuti ad un medesimo soggetto più illeciti sostanzialmente penali per lo stesso fatto, quando uno solo di essi è in grado di esaurirne il disvalore<sup>98</sup>. Certamente, poi, sotto il profilo sanzionatorio esso si esprime altresì nel divieto di sproporzione sanzionatoria, che tuttavia né coincide integralmente con il – né trova fondamento nel – *bis in idem*, in quanto quest'ultimo costituisce di per se stesso principio con un proprio portato precettivo, di rango costituzionale e tutelato anche a livello sovranazionale<sup>99</sup>.

Per quanto si auspicasse – e si continua ad auspicare – che il canone trovasse una lettura ermeneutica rivolta alla sua veste sostanziale, si deve in realtà prendere atto che la metamorfosi intervenuta negli anni da parte della giurisprudenza sovranazionale non ha affatto compiuto un passaggio dall'anima processuale a quella sostanziale del divieto, quanto piuttosto ha attuato una relativizzazione del principio processuale all'interno del quale si è innestata una accezione – sostanziale sì – ma esclusivamente limitata al principio di proporzionalità<sup>100</sup>.

A questo punto, pare sempre più inutile voler far coincidere la proporzionalità con il principio di *ne bis in idem* sostanziale, poiché converrebbe semplicemente riconoscere la indipendente rilevanza, costituzionale e sovranazionale, del principio di proporzionalità. Varrebbe la pena, quindi, limitarsi alla sola verifica del parametro di proporzionalità in quanto tale, senza nemmeno scomodare il *ne bis in idem* sostanziale. Se questo è il confuso e nebuloso contenuto assunto da un canone a cui è stata attribuita una sfuocata struttura bifronte, allora, prendendo le mosse dalla recente riaffermazione

---

<sup>98</sup> La tesi appena esposta in testo, sia chiaro, non sta certamente a significare che sia la proporzionalità, né la sua lettura a livello eurounitario, a fondare il *ne bis in idem* sostanziale così come lo si va declinando (né si ritiene di condividere simile affermazione). Né tanto meno si sta sostenendo che tale lettura sia suggerita, o addirittura imposta, dalle Corti sovranazionali o domestiche, come in più punti sostiene L. BIN, *Unità e pluralità nel concorso di reati*, Torino, 2022, 198 nt. 269, e 200; e L. BIN, *Anatomia del ne bis in idem*, cit., 122-123 e nt. 181, secondo cui si sarebbe asserito che la valorizzazione dei criteri valoriali sarebbe stata imposta dalle Corti europee. Invero, sono per l'appunto le posizioni – opposte – delle Corti europee ad aver sollecitato i propri rilievi critici e le proprie differenti letture qui brevemente in testo riportate, non certo sorrette o dettate dalle interpretazioni della giurisprudenza, quanto invece alternative alle stesse. E, sempre in questo senso, va rimarcato che la prospettiva che si sta seguendo è addirittura del tutto inversa: non è la proporzionalità a legittimare la regola che vieta la previsione in astratto di più sanzioni sul medesimo fatto (sempre L. BIN, *Anatomia del ne bis in idem*, cit., 127), quanto appunto il canone di *ne bis in idem* sostanziale.

<sup>99</sup> In ordine a detti aspetti, per maggiori approfondimenti su tale ricostruzione quale principio costituzionale inespresso, sia consentito il rinvio a C. SILVA, *Sistemi punitivi*, cit., 173 ss.

<sup>100</sup> Similmente, N. RECCHIA, *Note minime*, cit.

della collocazione processuale del *ne bis in idem* operata dalla Consulta<sup>101</sup>, converrebbe davvero considerare la proporzionalità, da un lato e, separatamente, da un altro lato, il principio di *ne bis in idem* nella sua sola identità processuale.

La precedente versione “assoluta” del canone, meramente processuale, ne sanciva una maggiore solidità garantistica, ancorchè foriera di molteplici complessità interpretative e applicative, rispetto all’attuale scelta di compromesso da un contorno a tal punto ridimensionato, oltre che incerto e farraginoso. Le ibridazioni compiute finiscono solo per slabbrare e confondere i confini del principio, che – cercando di fargli coprire al contempo sia il versante processuale che quello sostanziale – non fanno altro in realtà che frustrare le ambizioni di entrambi.

## 5. Il giudizio di ri-proporzione nelle pronunce in materia di abusi di mercato.

Alla luce delle considerazioni finora svolte, la disamina della giurisprudenza nel settore degli abusi di mercato consente di verificare, in conclusione, come la proporzionalità sanzionatoria costituisca criterio assai labile e oscillante, rimesso al giudice che, di volta in volta, dovrà vagliarne il rispetto sulla base del fatto concreto<sup>102</sup>.

Evidentemente, il giudizio di proporzionalità è ontologicamente discrezionale ed è di per sé criterio che si palesa come intuizionistico, privo di elementi in base ai quali tradurre aritmeticamente il reato in pena<sup>103</sup>. La conversione inevitabilmente risulta presuntiva, in assenza di strumenti che ne consentano la misurazione matematica.

In questo modo, il ruolo preponderante assegnato alla proporzione nell’ambito del *ne bis in idem* impedisce di giungere ad una risposta univoca in relazione alla disciplina degli abusi di mercato, che – in questa soluzione di compromesso – resta astrattamente ammissibile nonostante lo schema del doppio binario, nella misura in cui in concreto le sanzioni vengano ritenute proporzionate.

Peraltro, non è attualmente così facilmente determinabile a chi spetti tale valutazione, se al giudice del rinvio<sup>104</sup> ovvero alla Cassazione stessa.

Nelle più recenti pronunce in tema di abusi di mercato, infatti, la Corte ha affermato di poter essa stessa giudicare nel merito la proporzionalità complessiva qualora ciò non richieda un ulteriore esame del fatto<sup>105</sup> e così, di caso in caso, ha valutato

<sup>101</sup> Corte Cost., 10.05.2022, n. 149, cit.

<sup>102</sup> In tema di *ne bis in idem* – in specie proporzionalità – e abusi di mercato, vd. Cass. pen., sez. V, 16.07.2018, n. 45829; Cass. pen., sez. V, 21.09.2018, n. 49869; Cass. pen., sez. V, 09.11.2018, n. 5679; Cass. pen., sez. V, 15.04.2019, n. 39999; Cass. pen., sez. V, 09.01.2020, n. 397; Cass. pen., sez. V, 15.04.2021, n. 31507; Cass. pen., sez. V, 07.09.2021, n. 3555; e nella giurisprudenza civile, Cass. civ., sez. trib., 30.10.2018, n. 27564; Cass. civ., sez. II, 06.12.2018, n. 31632, Cass. civ., sez. II, 17.12.2019, n. 33426.

<sup>103</sup> Sul punto, L. BIN, *Unità e pluralità di reati*, cit., 201 e ss. E, circa valutazioni “relazionali”, F. VIGANÒ, *La proporzionalità della pena*, cit., 171 ss.

<sup>104</sup> Così in *primis* Corte EDU, GS, 20.03.2018, Garlsson, cit., §§ 57 ss.; e poi – in relazione alla medesima vicenda – Cass. civ., sez. trib., 30.10.2018, n. 27564, cit., §§ 21.1.

<sup>105</sup> In questi termini, Cass. pen., sez. V, 16.07.2018, n. 45829, con nota di F. BONCOMPAGNI, *Ne bis in idem: anche la Cassazione può valutare la proporzionalità del cumulo sanzionatorio*, in *Dir. pen. proc.*, 2019, 398 ss., e di

se rinviare al giudice di merito – in quanto la valutazione della proporzionalità implicava un riesame del fatto – ovvero se occuparsi essa stessa di tale parametro.

Ebbene, la giurisprudenza interna, dopo il caso A e B e le tre celebri pronunce “gemelle” della Corte di Giustizia, è tornata a occuparsi di abusi di mercato, anche con alcune importanti decisioni della Corte di Cassazione. In particolare, si sono ampiamente soffermate sul problema sin da subito le decisioni Garlsson (dopo la lunghissima e complessa vicenda processuale che l’ha riguardata), Franconi ed Erbetta per le manipolazioni di mercato, e la decisione Chiarion Casoni per l’abuso di informazioni privilegiate. Si tratta di quelle sentenze che per prime si sono soffermate ampiamente sul tema della proporzionalità, assegnandole il ruolo di elemento cardine nella tutela del *ne bis in idem* in materia finanziaria, gradualmente ampliando i confini del suo giudizio – con conseguente sempre maggiore discrezionalità attribuita al giudice –, fino al punto di consentirgli di travalicare i minimi edittali previsti per gli illeciti di *insider trading* e *market abuse*, con il pesante rischio di frustrare il principio di legalità e i suoi corollari.

Dopo l’importante decisione della Corte di Giustizia, per l’appunto sul caso Garlsson, che aveva in definitiva ritenuto la disciplina italiana non rispettosa del principio di *ne bis in idem* per come interpretato in sede eurounitaria, proprio sulla base del meccanismo di compensazione di cui all’art. 187-terdecies TUF, inidoneo ad assicurare la proporzione sanzionatoria complessiva<sup>106</sup>, la Cassazione infatti ha rinviato alla Corte di Appello di Roma per una valutazione nel merito della congruità della doppia sanzione, pur riconoscendo che nelle more la riforma del 2018 ha reso lo scomputo di cui all’art. 187-terdecies TUF molto più adeguato rispetto al passato.

Tanto premesso, la Corte – ritenendo di non poter compiere tale valutazione di merito – si è allineata sostanzialmente a quanto riconosciuto dalla Corte di Lussemburgo e ha lasciato al giudice del rinvio – senza alcuna indicazione tuttavia sui criteri in base al quale questi debba muoversi nella valutazione di adeguatezza e di proporzionalità – il compito di valutare il *quantum* della sanzione amministrativa (essendo in quel caso divenuta definitiva precedentemente la sentenza penale), lasciandogli la possibilità di confermarla, annullarla ovvero ridurla per ricondurre la condanna complessivamente considerata nei limiti di efficacia, proporzionalità e dissuasività<sup>107</sup>.

---

F. MUCCIARELLI, *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem: la Corte di cassazione e i criteri di stretta connessione e proporzionalità*, in *Dir. Pen. Cont.*, 17.10.2018.

<sup>106</sup> Corte EDU, GS, 20.03.2018, Garlsson, cit., § 60.

<sup>107</sup> Sempre relativamente alle ipotesi – più rara – in cui sia il procedimento penale ad essersi concluso per primo, circa la giurisprudenza della Cassazione civile, oltre alla fondamentale decisione già citata si ricorda Cass. civ., sez. II, 06.12.2018, n. 31632, relativamente al caso Di Puma e Zecca di cui alla pronuncia della Corte di Giustizia, secondo cui non è compatibile con il principio di *ne bis in idem* l’instaurazione o la prosecuzione di un procedimento amministrativo per l’illecito di cui all’art. 187-bis TUF se l’imputato è stato definitivamente assolto con formula piena per il delitto corrispondente di cui all’art. 184 TUF. Viceversa, ove ci sia stato un giudicato penale di condanna, riconosce la necessità di rivalutare la proporzionalità complessiva Cass. civ., sez. II, 17.12.2019, n. 33426. Sul tema, A. SCARPA, *Il divieto di bis in idem nella elaborazione della giurisprudenza delle sezioni civili della Corte di Cassazione*, in [www.cortedicassazione.it](http://www.cortedicassazione.it).

Viceversa nel caso Franconi<sup>108</sup> ed Erbetta<sup>109</sup>, come valorizzato dalla Corte, il problema si era posto in modo inverso rispetto al precedente, in quanto il procedimento amministrativo era stato concluso per primo.

Nella decisione Franconi, in particolare, la Corte – procedendo essa stessa con tale giudizio, ha riconosciuto il rispetto della proporzionalità nel cumulo delle sanzioni rispetto alla gravità dei fatti addebitati. Essa ha evidenziato che grazie al meccanismo di compensazione comunque le multe inflitte in sede penale agli imputati non sarebbero state esatte in quanto esse erano inferiori rispetto a quelle di cui all’art. 187-ter TUF incamerate dall’autorità amministrativa. Ciò nonostante, come si diceva, restava il cumulo della sanzione amministrativa con quella detentiva, oltre alle pene accessorie interdittive di cui all’art. 186 TUF e delle sanzioni amministrative accessorie ex art. 187-*quater* TUF.

La valutazione proposta dalla Cassazione, tuttavia, è consistita nell’attribuire rilievo al fatto che le sanzioni irrogate si assestassero tutte al di sotto dei massimi edittali previsti dalla disciplina vigente per cui, alla luce della incidenza delle attività degli imputati sul prezzo del titolo e della sua protrazione nel tempo, la sola sanzione penale inflitta non sarebbe risultata idonea a reprimere il delitto in maniera efficace, proporzionata e dissuasiva.

Rispetto a quest’ordine di ragionamenti, l’ulteriore passaggio compiuto dalla giurisprudenza, e chiarito con la successiva sentenza Chiarion Casoni<sup>110</sup>, è stato quello dell’applicazione diretta del principio di *ne bis in idem* e la conseguente disapplicazione della norma interna ad esso incompatibile. In pratica, nella decisione si afferma che il giudice deve valutare la proporzionalità del cumulo sanzionatorio rispetto al disvalore del fatto, da apprezzarsi con riferimento agli aspetti propri di entrambi gli illeciti (quello penale e quello “formalmente” amministrativo) e in particolare agli interessi generali sottesi alla disciplina degli abusi di mercato (anche sotto il profilo dell’incidenza del fatto sull’integrità dei mercati finanziari e sulla fiducia del pubblico negli strumenti finanziari) tenendo conto dello scomputo regolato all’art. 187-terdecies TUF. Tuttavia, a ciò si aggiunge la possibilità per il giudice di travalicare il dettato legislativo, nell’ipotesi in cui ritenga violato il vincolo di proporzionalità e dunque il *ne bis in idem*, mediante applicazione diretta del principio di cui all’art. 50 della Carta. Lo strumento individuato, sulla scorta delle pronunce della Corte di Giustizia, è dunque quello della disapplicazione – *in mitius* – delle norme interne che definiscono il trattamento sanzionatorio. In questo modo, viene consentito al giudice di disapplicare il limite edittale minimo stabilito dal legislatore e di rideterminare la pena.

Ecco che la nuova dimensione multiforme del giudizio di proporzionalità è andata mano a mano espandendosi fino a divenire strumento di ri-commisurazione della sanzione “globale”, sulla base dei criteri di cui all’art. 133 c.p., considerando unitamente le sanzioni pecuniarie penali e amministrative (soggette ai limiti esattivi di

---

<sup>108</sup> Cass. pen., sez. V, 16.07.2018, n. 45829, cit., § 7.

<sup>109</sup> Cass. pen., sez. V, 09.11.2018, n. 5679, cit.

<sup>110</sup> Cass. pen., sez. V, 21.09.2018, n. 49869, cit.

cui all'art. 187-terdecies TUF), senza più neppure il limite della forbice edittale, quanto meno nel suo minimo.

Le pronunce Chiarion Casoni ed Erbetta, l'una sull'abuso di informazioni privilegiate e l'altra sulle manipolazioni di mercato, hanno espressamente sostenuto che esiste addirittura l'ipotesi di disapplicazione *in toto* della norma penale – ovviamente solo nel caso in cui sia divenuta per prima definitiva la sanzione amministrativa. Si tratta di un caso che viene definito come eccezionale, al di fuori del quale è comunque consentita la disapplicazione *in mitius* della norma penale con deroga al limite edittale, fermo comunque quello inderogabile di cui all'art. 23 c.p.

Tale riconoscimento, per la verità, meriterebbe un ulteriore approfondimento. Se le decisioni che hanno incidentalmente affermato tale possibilità l'hanno però relegata a specifici casi-limite<sup>111</sup>, in occasioni successive è invece stato specificato, in modo assai interessante, che tale eventualità non deve considerarsi affatto “relegata entro ambiti paradossali e che, proprio in una materia come quella degli abusi di mercato, in cui l'apparato sanzionatorio penale fa spesso eco alla severità draconiana delle sanzioni amministrative per prime inflitte, il giudice di merito – o quello di legittimità (...) – ha il dovere, nella valutazione dell'afflittività complessiva della sanzione “integrata”, di spingersi oltre la verifica meramente quantitativa o legata alle pur evidenti e pressanti ragioni di tutela dell'interesse generale alla trasparenza ed integrità dei mercati e, con essi, dei sistemi economici, valorizzando parimenti quelle esigenze di garanzia individuale delle quali le Corti Europee lo hanno eletto primo custode”<sup>112</sup>.

In questa diversa prospettiva, meriterebbe meglio indagare il contenuto di tale potere di disapplicazione *in toto*, e dunque quale estensione concretamente essa possa trovare.

In ogni caso, a prescindere da tale aspetto relativo alla totalità o alla parzialità della disapplicazione, la Suprema Corte è ben consapevole di quella che potrebbe essere l'obiezione mossa alla propria interpretazione e si sofferma lungamente nella decisione

---

<sup>111</sup> Ossia quei casi “in cui la sanzione amministrativa – evidentemente attestata sui massimi edittali in rapporto ad un fatto di consistente gravità – risponda, da sola, al canone della proporzionalità nelle diverse componenti riconducibili ai due illeciti”. Principio così richiamato anche in Cass. pen., sez. V, 15.04.2019, n. 39999, § 7, cit.

<sup>112</sup> Così sempre Cass. pen., sez. V, 15.04.2019, n. 39999, § 8, cit. La stessa aggiunge infatti che “al giudice penale non devono essere di ostacolo né il principio di obbligatorietà dell'azione penale ex art. 112 Cost., che non può operare come una sorta di generalizzata preclusione al “recepimento”, nell'ordinamento interno, della riconducibilità nel *genus* della sanzione penale, così come delineato dalla CEDU, di sanzioni formalmente non qualificate come tali, né il già evocato criterio di legalità sulle cui basi si fonda la teoria dell'illecito penale nel nostro ordinamento, che pure non può essere invocato per giustificare una indiscriminata preclusione alla conformazione del diritto interno al diritto dell'Unione Europea in materia penale (cfr., per tale impostazione, la sentenza Chiarion citata). Si rammenti, altresì, che la Corte costituzionale, con l'ordinanza n. 48 del 2017, ha ribadito il consolidato orientamento secondo cui l'art. 11 Cost. impone al giudice nazionale di dare piena e immediata attuazione alle norme dell'Unione Europea provviste di efficacia diretta e non applicare, in tutto o anche solo in parte, le norme interne ritenute con esse inconciliabili, fatti salvi i limiti del rispetto dei principi fondamentali dell'ordinamento costituzionale e dei diritti inalienabili della persona, certamente salvaguardati dall'assetto del *ne bis in idem* e dei compiti di accertamento riconosciuti al giudice penale”.

Chiarion Casoni sul profilo della possibile violazione da parte di tale soluzione del principio di legalità, con argomentazioni poi riprese anche da sentenze successive<sup>113</sup>.

La Corte nega vigorosamente che la legalità possa essere invocata per giustificare una preclusione alla conformazione del diritto interno al diritto dell'Unione europea, richiamando in questo senso le varie decisioni della Corte di Lussemburgo e della Corte Costituzionale in punto di legalità<sup>114</sup>. In base all'ormai nota "regola Taricco", secondo cui l'obbligo di disapplicazione verrebbe meno per il giudice solo ove ciò comporti la violazione del principio di legalità dei reati e delle pene a causa dell'insufficiente determinatezza della legge applicabile o dell'applicazione retroattiva di una normativa che impone un regime di punibilità più severo di quello vigente al momento della commissione del reato", la Cassazione esclude che ciò si realizzi nel caso in esame, in quanto né vi sarebbe applicazione retroattiva di norma penale più severa né e soprattutto le valutazioni in tema di proporzionalità del trattamento sanzionatorio possono considerarsi non sufficientemente determinate<sup>115</sup>.

Proprio tale ultima considerazione, tuttavia, solleva non poche perplessità, in quanto la valutazione assegnata al giudice appare deficitaria per l'appunto in termini di determinatezza.

Sulla scorta del potere di "riaggiustamento" in concreto della sproporzione complessiva consegnato in via diffusa al giudice, deve richiamarsi l'importante pronuncia del Tribunale di Milano<sup>116</sup>. In applicazione di quanto affermato dalla Suprema Corte, è giunto a ritenere *ex art. 133 c.p.* di dover fissare nel minimo edittale la pena per il delitto di manipolazioni di mercato, ma – essendosi già concluso in precedenza il procedimento amministrativo – di non dover applicare la pena pecuniaria *ex art. 187-terdecies TUF*, visto che la sanzione amministrativa già irrevocabilmente irrogata risultava decisamente superiore rispetto alla pena pecuniaria, e al contempo di dover disapplicare il minimo edittale previsto *ex art. 185 TUF* per la reclusione. In buona sostanza, i giudici di merito hanno valutato la sanzione amministrativa inflitta eccedente rispetto a quella che ritenevano di dover irrogare e – per questo –, preso atto dell'inadeguatezza del meccanismo compensativo anche così come nel frattempo modificato, hanno proceduto con un ragguglio *ex art. 135 c.p.* della parte della sanzione pecuniaria in esubero, al fine di valutare la reale afflittività della sanzione. In definitiva, convertendo la sanzione pecuniaria in detentiva, la reclusione è stata ridotta di otto mesi (pari alla corrispondente cifra "eccedente" rispetto alla pena pecuniaria ritenuta congrua) rispetto al minimo edittale stabilito *ex lege*. È divenuto dunque l'art. 135 c.p. lo strumento mediante il quale, secondo il Tribunale, sarebbe possibile coordinare sanzioni tra loro eterogenee, nel tentativo di colmare il vuoto normativo, che permane anche dopo l'intervento legislativo del 2018.

---

<sup>113</sup> Vd ad es. la conforme Cass. pen., sez. V, 15.04.2019, n. 39999, § 8, cit.

<sup>114</sup> Così, Cass. pen., sez. V, 21.09.2018, n. 49869, cit., §11.4 e

<sup>115</sup> Così, Cass. pen., sez. V, 21.09.2018, n. 49869, cit., § 11.4.

<sup>116</sup> Trib. Milano, sez. III pen., 15.11.2018, n. 14767, con nota di 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.

A dimostrazione del sindacato diffuso ormai affermatosi in tema di *bis in idem*, ancorché in diverso settore, si richiama il recente decreto di archiviazione della Procura della Repubblica di Milano, nel quale si dispone l'archiviazione del procedimento a carico dell'ente ex D.Lgs. 231/2001, in quanto una prosecuzione dello stesso avrebbe potuto sfociare in una sproporzione sanzionatoria, tenuto conto che le sanzioni tributarie già irrogate nei confronti dell'ente e le attività "riparative" realizzate nel frattempo dalla società avrebbero reso ulteriori irrogazioni sanzionatorie sproporzionate rispetto ai fatti. Nel settore della responsabilità dell'ente e della materia tributaria, pertanto, il provvedimento ripercorre la posizione della Consulta in punto di proporzionalità e di *ne bis in idem*, oltre che le decisioni appunto relative agli abusi di mercato, a fondamento della propria decisione<sup>117</sup>. Tale decreto, ancorché in altro ambito (altrettanto critico in tema di *bis in idem*), dimostra concretamente l'insidiosità di un sindacato diffuso, privo peraltro di alcuna precisa coordinata, che determina una estrema incertezza applicativa del principio e una oscillabilità tale da permettere un ventaglio di alternative applicative che spaziano dal negare la sproporzione sanzionatoria fino a incidere significativamente sul dettato normativo mediante la disapplicazione, allo scopo di riottenere un completo equilibrio sanzionatorio<sup>118</sup>.

A fronte dell'insufficiente riscrittura dell'art. 187-*terdecies* TUF, dunque, l'ampia discrezionalità dell'apprezzamento giudiziale, così come riconosciuto dalla Suprema Corte, è in grado di determinare esiti in termini sanzionatori che possono sostanzialmente variare dal cumulo delle sanzioni (detentiva e pecuniaria per come ovviamente "compensata" ex art. 187-*terdecies* TUF) – ove si reputi la sanzione complessiva amministrativa e penale concretamente proporzionata al fatto – fino alla disapplicazione non solo della sanzione pecuniaria ma anche delle altre conseguenze sanzionatorie, travalicando i limiti previsti dalla norma. E ciò, va ribadito, in assenza di regole vincolanti per il giudice che dovrà muoversi tramite una sorta di "allargamento"<sup>119</sup> dei criteri di cui all'art. 133 c.p. con un intuitivo (pre) giudizio di proporzionalità, sprovvisto di parametri aritmetici. Il sindacato diffuso sul *ne bis in idem* resta privo dei limiti della cornice edittale e diviene capace di adattarsi integralmente – ed esclusivamente – al contesto della vicenda concreta<sup>120</sup>.

---

<sup>117</sup> Procura di Milano, decreto di archiviazione, 09.11.2022, con commento di F. MUCCIARELLI, [Ne bis in idem, sanzioni tributarie e responsabilità dell'ente](#), in *questa Rivista*, 25.11.2022.

<sup>118</sup> Proprio in ordine a tale provvedimento, M. SCOLETTA, [Condotte riparatorie e ne bis in idem nella responsabilità delle persone giuridiche per illeciti tributari](#), in *questa Rivista*, 28.11.2022, che rileva i profondi limiti di tale sindacato diffuso – addirittura da parte della magistratura requirente –, che colpisce i postulati classici della legalità penale.

<sup>119</sup> Così testualmente, Cass. pen., sez. V, 21.09.2018, n. 29869, cit., § 10, secondo cui "l'apprezzamento (...) è sostanzialmente affine alle valutazioni sottese ai parametri commisurativi di cui all'art. 133 cod. pen., determinando, rispetto ad essi, un "allargamento" dell'oggetto di tali valutazioni, che, per un verso, devono essere estese al trattamento sanzionatorio inteso come comprensivo anche della sanzione formalmente amministrativa e, per altro verso, devono investire il fatto commesso nei diversi aspetti propri dei due illeciti (quello penale e quello "formalmente" amministrativo)".

<sup>120</sup> In ordine ai rischi dell'apertura ad un controllo diffuso e ai margini di valutazioni assiologiche che sarebbero invece rimesse al controllo accentrato di legittimità, V. MANES, *Il giudice nel labirinto*, cit., 87.

In questi termini può dirsi ormai convergente la giurisprudenza in ordine alla necessità di superare i limiti del meccanismo di scomputo di cui all'art. 187-terdecies TUF, e di rimodulare il trattamento sanzionatorio con una verifica complessiva di tutte le conseguenze sanzionatorie, comprese quelle accessorie e la confisca, rispetto alla quale è stato riconosciuto che dovrà tenersi conto della necessità di ottenere un risultato sanzionatorio che complessivamente non esorbi da criteri di ragionevolezza e sproporzione rispetto al disvalore in sé del fatto, avuto riguardo in special modo alla porzione confiscata riferita al capitale investito<sup>121</sup>.

Il richiamo condiviso – di conseguenza – è divenuto anche nelle pronunce successive quello ai parametri normativi di cui all'art. 133 c.p., mediante i quali sarebbe possibile svolgere il giudizio di “ri-proporzione” della sanzione complessiva con una valutazione globale del rapporto tra afflittività della sanzione integrata e disvalore del fatto commesso, allargando ovviamente l'oggetto di valutazione degli stessi sia sotto il profilo sanzionatorio – questa volta integrato – che sotto quello del fatto – penale e “formalmente” amministrativo<sup>122</sup>.

In definitiva, quindi, sia per l'*insider trading* che per il *market abuse* la soluzione individuata dalla giurisprudenza, e ormai condivisa, è quella di procedere con la disapplicazione dei limiti edittali minimi dell'illecito penale – se si tratta del caso, peraltro più frequente, in cui per primo si sia concluso il procedimento amministrativo –, qualora il giudice rilevi concretamente una sproporzione sanzionatoria complessiva, così supplendo al riconosciuto limite dell'art. 187-terdecies TUF anche nella versione riscritta con la riforma del 2018. In tal modo, mediante l'applicazione diretta del principio di cui all'art. 50 della Carta, ribadita dalla Corte di Giustizia, sarebbe possibile mantenere il difficile equilibrio tra il doppio binario vigente e il *ne bis in idem* così come ormai interpretato dalla giurisprudenza.

Di fronte all'evidente insufficienza della disciplina dell'art. 187-terdecies TUF, si deve riconoscere il grande sforzo profuso in argomento dai giudici interni, che si sono trovati a dover colmare le carenze normative, mediante un'interpretazione integrativa in conformità alle acquisizioni continentali<sup>123</sup>.

Pur nella consapevolezza dei rischi a cui simile interpretazione espone la legalità, la giurisprudenza ha avuto modo di chiarire che nell'attuale quadro normativo l'assetto

---

<sup>121</sup> Così Cass. pen., 15.04.2019, n. 39999, § 8, cit., con nota di C. PAGELLA, [L'inafferrabile concetto di “connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta”: la Cassazione ancora su ne bis in idem e insider trading](#), in *questa Rivista*, 09.01.2020.

<sup>122</sup> Così appunto Cass. pen., 15.04.2019, n. 39999, § 8, cit. Sempre con riferimento all'art. 133 c.p., Corte app. Milano, 15.01.2019, n. 284, § 4.1, 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. Nei medesimi termini, successivamente, Cass. pen., sez. V, 07.09.2021, n. 3555, in *Giur. pen. web*, 2023, 1, che ripropone integralmente tutti i passaggi argomentativi delle pronunce sopra citate con riferimento a tutti gli aspetti fin qui esaminati, ivi compreso il riferimento all'art. 133 c.p. e all'ampiamiento dell'oggetto di tali valutazioni.

<sup>123</sup> Così definisce simile interpretazione N. MADIA, *Il ne bis in idem europeo nella sua “nuova” veste sostanziale: la sua possibile efficacia anche nell'ambito di un unico procedimento in materia di cumuli punitivi*, in *Arch. pen.*, 2019, 3, 32.

indicato rappresenta una soluzione obbligata al fine di individuare il necessario punto di equilibrio tra le istanze, costituzionalmente protette, sottese al principio di legalità e, segnatamente, alla determinatezza della disciplina penale, così da escludere che al giudice penale possano essere assegnati inammissibili “obiettivi di scopo” (...), e il recepimento delle garanzie proprie del principio di *ne bis in idem* come delineato dal diritto dell’Unione europea (oltre che dalla Cedu); individuazione che deve necessariamente fondarsi sulla considerazione sistematica dei principi costituzionali e sovranazionali in termini tali da assicurare – nei limiti invalicabili in cui può espletarsi il ruolo del giudice comune – il necessario equilibrio tra la salvaguardia del principio costituzionale di legalità, nella pregnanza ad esso attribuita dalla giurisprudenza costituzionale, e la diretta applicazione del principio di *ne bis in idem* stabilita dalla Corte di giustizia dell’Unione europea”<sup>124</sup>.

La sensazione, per la verità, non è affatto quella che sia stato individuato un punto di equilibrio, quanto che in questo modo, piuttosto, si possa aggredire il principio di legalità proprio nel suo nucleo più intangibile<sup>125</sup>. E la soluzione di affidare un così ampio margine di discrezionalità nell’apprezzamento comporta certamente il rischio di risultati valutativi fortemente aleatori<sup>126</sup>.

Tuttavia, preso atto della diretta applicazione del principio eurounitario in materia di abusi di mercato, e altresì della dimensione che la sua interpretazione ha ormai acquisito nel tempo, si deve convenire sul fatto che la soluzione a cui la giurisprudenza è addivenuta sia davvero obbligata.

Allo stato attuale, infatti, risulta davvero difficoltoso percorrere soluzioni ermeneutiche differenti.

Al fine di arginare, dunque, i rischi di cui l’orientamento ermeneutico affermatosi in giurisprudenza è portatore, due sole sono le strade percorribili.

La prima possibilità è rappresentata da un intervento della Corte Costituzionale in tema di *ne bis in idem* e abusi di mercato. La già più volte richiamata recente pronuncia della Consulta in materia, infatti, ricorda che “la diretta applicabilità dell’art. 50 CDFUE non può essere di ostacolo all’intervento di questa Corte”, e che anzi, “tale rimedio non si sostituisce, ma si aggiunge a quello rappresentato dalla disapplicazione nel singolo caso concreto, da parte del giudice comune”, rilevando come una decisione di illegittimità costituzionale assicurerebbe maggiormente la certezza e l’uniformità del diritto necessarie in materia penale<sup>127</sup>.

---

<sup>124</sup> Così Cass. pen., sez. V, 21.09.2018, n. 49869, cit.

<sup>125</sup> Parla di violazione della riserva di legge in materia penale in questo ambito, 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, 544.

<sup>126</sup> Circa l’erosione della legalità da parte della discrezionalità giudiziale, con il rischio di degenerazione in puro arbitrio, F. PALAZZO, *Il principio di legalità tra Costituzione e suggestioni sovranazionali*, in *Legislaz. Pen.*, 29.01.2016, 9 e ss., il quale si riferisce anche alle ipotesi in cui la concessione di discrezionalità da parte del legislatore sia risultato di un suo inammissibile disimpegno dal decidere.

<sup>127</sup> “Secondo un’ormai copiosa giurisprudenza costituzionale, l’eventuale effetto diretto negli ordinamenti degli Stati membri dei diritti riconosciuti dalla Carta (e delle norme di diritto derivato attuative di tali diritti) non rende inammissibili le questioni di legittimità costituzionale che denuncino il contrasto tra una disposizione di legge nazionale e quei medesimi diritti, i quali intersecano in larga misura i principi e i diritti

Simile riaffermazione del fondamentale ruolo che garantirebbe “una tutela certa e uniforme nell’intero ordinamento” appare di fondamentale importanza in questo contesto: una sentenza della Corte Costituzionale in materia, senza dubbio, con la sua efficacia *erga omnes*, consentirebbe di porre un argine all’attuale sindacato diffuso di legittimità.

In qualche modo, l’approccio seguito dalla decisione della Consulta del 2022 potrebbe avviare un ritorno alla valorizzazione del principio di *ne bis in idem* nella sua veste processuale, e, dunque, di tutti gli altri indici che compongono il criterio di *sufficiently close connection*, estendendo anche ad essi l’approfondimento ora fortemente focalizzato sul mero indice di proporzionalità, soprattutto nel settore degli abusi di mercato.

Come già rilevato, allora, forse proprio il ricordato *deficit* di autonomia funzionale dei due diversi procedimenti potrebbe far ritenere carente quella complementarità di scopo che dovrebbe caratterizzare il *bis in idem* ammesso dalla Corte EDU<sup>128</sup>. In questo settore, pare proprio, in effetti, che i due procedimenti assolvano entrambi ad una funzione punitiva e faticino a trovare una differenziazione funzionale, e così anche le sanzioni – a differenza di quanto sostiene la Corte di Cassazione –, avvalendosi il legislatore del doppio binario punitivo in modo indistinto, al fine di vedere garantita la sanzione amministrativa, che tendenzialmente si ottiene in tempi più rapidi e sicuramente in modo maggiormente effettivo rispetto a quella penale, che tuttavia svolge il ruolo di assicurare il simbolismo della pena<sup>129</sup>. L’anomalia sistematica del doppio binario allora risiede proprio nei casi, come questo, in cui il sistema perde la propria necessaria complementarità e il versante amministrativo si carica anch’esso di tratti penalistici, con sanzioni che perseguono un obiettivo punitivo, e il conseguente rischio di una commistione – come è stato osservato – tra modello liberale ed autoritario<sup>130</sup>.

---

garantiti dalla stessa Costituzione italiana. Questioni siffatte, una volta sollevate, debbono invece essere scrutinate nel merito da questa Corte, cui unicamente spetta il compito di dichiarare, con effetti erga omnes, l’illegittimità costituzionale delle disposizioni che risultassero contrarie alla Carta, in forza degli artt. 11 e 117, primo comma, Cost. della disposizione contraria a una norma della Carta avente effetto diretto (...). E ciò in un’ottica di arricchimento degli strumenti di tutela dei diritti fondamentali che, «per definizione, esclude ogni preclusione» (...), e che vede tanto il giudice comune quanto questa Corte impegnati a dare attuazione al diritto dell’Unione europea nell’ordinamento italiano, ciascuno con i propri strumenti e ciascuno nell’ambito delle rispettive competenze. (...) Rispetto alla disapplicazione, totale o parziale, delle disposizioni sanzionatorie da parte del singolo giudice, in ragione del loro contrasto con l’art. 50 CDFUE, la dichiarazione di illegittimità costituzionale cui aspira il giudice rimettente assicurerebbe del resto al diritto al *ne bis in idem* – riconosciuto assieme dalla Costituzione italiana (sentenza n. 200 del 2016), dall’art. 4 Prot. n. 7 CEDU e dall’art. 50 CDFUE – una tutela certa e uniforme nell’intero ordinamento. Il che è tanto più essenziale in una materia, come quella penale, dominata dal principio di stretta legalità (sentenze n. 98 del 2021, n. 115 del 2018, n. 109 del 2017 e ordinanza n. 24 del 2017).”. Così, Corte Cost., 10.05.2022, n. 149, cit., § 2.2.2.

<sup>128</sup> Vd. *supra*, § 4.

<sup>129</sup> In senso simile, così, M. SCOLETTA, *Uno più uno anche a Roma può fare due*, cit.

<sup>130</sup> In questi termini, M. SCOLETTA, *Legittimità in astratto e illegittimità in concreto del doppio binario punitivo in materia tributaria al cospetto del ne bis in idem europeo*, in *Giur. Cost.*, 2019, 2608 ss.; sempre sull’opinabile elemento della complementarità di scopo, vd. M. SCOLETTA, *Uno più uno anche a Roma può fare due*, cit.; e

La seconda via di contenimento di tale sindacato diffuso in materia, evidentemente, non può che essere costituita da una riforma legislativa.

Il cerchio si deve chiudere così, ancora una volta, con un monito al legislatore, a cui si chiede da tempo di intervenire a rivedere un sistema normativo che incomprensibilmente duplica fattispecie tra loro convergenti.

Solo in tal modo si potrebbe tornare ad un rispetto effettivo del principio di *ne bis in idem*, anche sostanziale, senza forzature del dettato legislativo interno e dei principi che fondano il nostro ordinamento penale.

Le innegabili difficoltà con cui la giurisprudenza cerca di sbrogliare l'intricato quadro normativo non possono trovare diversamente requie senza un ripensamento complessivo del sistema<sup>131</sup>.

Condivisibili o meno, infatti, i ri-aggiustamenti sanzionatori con cui sono costretti a cimentarsi i giudici nel dedalo del giudizio valoriale di proporzionalità lasciano comunque pur sempre aperto il problema delle molteplici qualifiche astratte e delle duplicazioni sanzionatorie che – anche se temperate, come necessario, sul piano sanzionatorio nell'ottica della proporzionalità – permangono moltiplicazioni inique di fattispecie tra loro concorrenti (strutturalmente ovvero in termini di disvalore) sotto il profilo sostanziale, e resta altresì l'ingiusta sofferenza personale ed economica nel versante processuale, nella sua affermata dimensione di diritto fondamentale della persona.

In questo senso, l'unica strada percorribile è quella di un intervento normativo che compia una differenziazione tra fattispecie – penali e formalmente amministrative –, ad oggi con un campo di incidenza del tutto corrispondente.

Se l'opzione non vuole essere quella dell'abbandono del doppio binario<sup>132</sup>, infatti, quanto meno una maggiore distinzione normativa consentirebbe di evitare l'integrale sovrapposizione tra gli illeciti.

Una rinuncia alla strada del doppio binario penale e amministrativo, infatti, risolverebbe i nodi problematici del *ne bis in idem* sia sul versante sostanziale che su quello processuale. Tuttavia, è evidente che il nostro legislatore ad oggi non abbia voluto abdicare a tale impianto, caratterizzato appunto dall'espressa previsione del cumulo, mediante le clausole "cumulative" inserite negli illeciti amministrativi.

In questo contesto, allora, una selezione del disvalore penale e un criterio di assegnazione al diritto penale ovvero amministrativo mediante il ricorso a un opportuno

---

sempre M. SCOLETTA, in *Riv. Pen. Cont., Riv. Trim.*, 2021, 4, 199-200. Inoltre, anche se relativamente al doppio binario tributario, si richiamano i rilievi critici di G. MARONGIU, *Le sanzioni amministrative tributarie: dall'unità al doppio binario*, in *Riv. Dir. Trib.*, 2019, 1, 373 ss.

<sup>131</sup> Così anche M. SCOLETTA, *Abusi di mercato e ne bis in idem*, cit., 544.

<sup>132</sup> In ordine alla difficoltà di superare il doppio binario, sul punto, merita volgere lo sguardo all'esperienza francese, ove anche in questo caso il legislatore è intervenuto con la riforma della loi n. 2016-819 du 21 juin 2016 (si ricorda che Corte EDU, 06.06.2019, Nodet c. Francia, cit., ha riconosciuto la violazione del *ne bis in idem* convenzionale, sulla base della disciplina precedente a tale riforma) prevedendo alcune soluzioni di coordinamento tra autorità procedenti, ma anche in questo caso scegliendo di lasciare immutato il sistema di doppio binario. Cfr. G. TITOLA, *Doppio binario sanzionatorio in materia di abuso di informazioni privilegiate e délit d'initié: elementi di comparazione e condivise frizioni con il divieto di bis in idem*, in *Giur. pen. Web*, 2021, 9.

gradualismo sanzionatorio permetterebbero così di sradicare sin dal principio la gran parte delle problematiche su cui ci si sta soffermando<sup>133</sup>.

Il tema non può che trovare soluzione, in definitiva, in sede di scelte di politica criminale in materia.

Peraltro, solo un disegno legislativo di questo tipo potrebbe consentire all'interprete di indirizzarsi, infatti, verso i criteri di risoluzione del conflitto di norme anche di stampo valoriale, quali la sussidiarietà e l'assorbimento<sup>134</sup>. Una diversificazione tra gli elementi tipici delle fattispecie penali e amministrative, in effetti, consentirebbe certamente di riaprire una valutazione relativa a un possibile rapporto di specialità tra le stesse, o – qualora si ammettesse l'ingresso ad altri criteri nel concorso apparente di norme, come si è convinti dovrebbe avvenire – anche di consunzione o sussidiarietà a favore della fattispecie penale, che dovrebbe essere costruita in modo da esaurire l'intero disvalore del fatto.

Viceversa, nell'attuale quadro normativo di sostanziale replicazione integrale delle fattispecie, così totalmente sovrapposte, non solo non è possibile rinvenire una norma con elementi specializzanti ma non è neppure più chiaro quale dovrebbe essere la fattispecie in grado di assorbire l'intero disvalore del fatto, tenuto conto che le previsioni astratte si rivelano sostanzialmente identiche e le conseguenze sanzionatorie giungono a quantificazioni addirittura più elevate nell'ipotesi dell'illecito amministrativo. Oggi come oggi, quindi, se ci si affidasse al criterio di maggiore gravità sanzionatoria, in taluni casi si potrebbe finire per considerare quest'ultimo in grado di assorbire l'illecito penale.

Di fronte a simile paradosso, pertanto, non sono certo solo le clausole cumulatorie di cui agli artt. 187-*bis* e 187-*ter* TUF a rappresentare ostacolo insormontabile all'utilizzo dei criteri di risoluzione del concorso apparente, il cui impiego risulterebbe in ogni caso attualmente assai complesso e difficoltoso. In questo senso, in conclusione, non sarebbe sufficiente – ancorché auspicabile – espungere le clausole in parola mediante una riforma legislativa ovvero una declaratoria di illegittimità costituzionale (come da alcuni era stato proposto<sup>135</sup>), in quanto sarebbe al contempo necessaria una riformulazione e una differenziazione delle fattispecie.

---

<sup>133</sup> *Ex multis* in questo senso, E. FUSCO – G. BAGGIO, [Recenti pronunce in materia di market abuse. Qualche punto fermo in una materia ancora in attesa di un moderno assetto normativo](#), in *Dir. pen. cont., Riv. Trim.*, 2019, 1, 30, che evidenziano come la riforma del 2018 abbia mancato l'occasione di distinguere le fattispecie penali da quelle amministrative e di fare ordine in una materia confusa; o ancora L. BIN, *Anatomia del ne bis in idem*, cit., 127, che auspica sia vagli critici legislativi che un rinnovato coraggioso intervento da parte della Corte Costituzionale.

<sup>134</sup> Relativamente al controverso tema dell'utilizzo di criteri valutativi del *ne bis in idem* ulteriori rispetto a quello logico-strutturale della specialità, non potendo in questa sede ripercorrere la copiosa dottrina che se ne è occupata nel tempo, si ricordano, recentemente, *ex multis*, le voci favorevoli di M. PAPA, *Fantastic voyage*, Torino, 2017, 132 ss., che è tornato sull'argomento già visitato anni addietro. E, in senso non dissimile, M. DONINI, *Septies in idem*, cit., 2301. Per una ricostruzione in senso generale del tema, per tutti cfr. C. SILVA, *Sistema punitivo*, cit.

<sup>135</sup> Cfr. C. SILVA, *Sistema punitivo*, cit., 308-309; in origine si erano espressi in questo senso ad esempio, A.F. TRIPODI, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazioni di mercato*, in *Dir. Pen. Cont.*, 09.03.2014, 4, il quale suggeriva una interpretazione

E proprio nel senso di una revisione dell'attuale assetto normativo, ancora una volta, si è orientata la Consulta nella recente pronuncia con cui ha chiarito che il rimedio dalla stessa apprestato, pur se necessario, non “è idoneo di per sè a conferire razionalità complessiva al sistema” e ha concluso (non certo per la prima volta) che “spetta dunque al legislatore di modulare la disciplina in esame in modo da assicurare un adeguato coordinamento tra le sue previsioni procedurali e sanzionatorie, nel quadro di un'auspicabile rimediazione complessiva dei vigenti sistemi di doppio binario sanzionatorio alla luce dei principi enunciati dalla Corte EDU, dalla Corte di giustizia e da questa stessa Corte”<sup>136</sup>.

---

costituzionalmente (e convenzionalmente) conforme di tali clausole, così come si erano dirette anche Cass. Pen., sez. VI, 16.03.2006, n. 15199, e Cass., Ufficio del Ruolo e del Massimario, *Considerazioni sul principio del ne bis in idem nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, Grande Stevens e altri contro Italia, Relazione*, 08.05.2014, in *www.cortedicassazione.it*, 25 e 27; G. DE AMICIS – P. GAETA, *Il confine di sabbia: la Corte EDU ancora di fronte al divieto del ne bis in idem*, in *Cass. pen.*, 2017, 2, 490; e M. BONTEMPELLI, *Ne bis in idem e legalità penale nel processo per gli abusi di mercato*, in *Arch. pen.*, 2016, 2, 399. Come noto tuttavia, la Corte Costituzionale ha ritenuto la questione inammissibile nel 2016 con la pronuncia n. 102.

<sup>136</sup> Così, Corte Cost., 10.05.2022, n. 149, cit., § 7.