



CONSULTA ONLINE

PERIODICO TELEMATICO ISSN 1971-9892



2026 fascicolo speciale n. 1

a cura di

Elena Bindi e Andrea Pisaneschi

**LE SANZIONI CONSOB
A 10 ANNI DALLA SENTENZA GRANDE STEVENS**



Febbraio 2026

Le sanzioni Consob a 10 anni dalla sentenza Grande Stevens

a cura di
Elena Bindi e Andrea Pisaneschi

Febbraio 2026

ISSN: 1971-9892

Editore: Consulta OnLine – C.F. 90078670107
Via Balbi 22 – 16126 Genova

Fondatore: prof. Pasquale Costanzo
Direttrice responsabile: prof.ssa Lara Trucco

info@giurcost.org

In copertina:

Piazza del mercato di Porta Palazzo a Torino

Giovanni Michele Graneri (1749-1756)



SOMMARIO

NOTA DEI CURATORI

VII

ELENA BINDI E ANDREA PISANESCHI

RELAZIONI

ANDREA PISANESCHI

9

Lo *status* convenzionale delle sanzioni amministrative sostanzialmente penali e le problematiche relative alle sanzioni della Consob

PAOLO LUCCARELLI

43

Dalla vigilanza sanzionatoria alla vigilanza collaborativa nel nuovo Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria

GIANLUCA ROMAGNOLI

71

Problematiche relative al procedimento sanzionatorio di Consob... a dieci anni dalla sentenza Grande Stevens

ELENA BINDI - STEFANIA NINATTI

101

Il procedimento di opposizione alle sanzioni di Banca d'Italia e Consob: l'auspicabile ritorno al giudice amministrativo

MARCO MARIA SCOLETTA

117

Il doppio binario sanzionatorio degli abusi di mercato: limiti e prospettive

FRANCESCO MUCCIARELLI

137

Una norma comunque inutile: l'art. 187-*terdecies* TUF

EVA DESANA

173

Ne bis in idem e legge Capitali: dall'Affaire Grande Stevens al caso Juventus, attendendo la Grande Chambre nel caso Jesus Pinhal

ELIA CREMONA

189

Materiali di lavoro per *moot court* sulle sanzioni amministrative in materia bancaria e finanziaria

COLLABORATORI DEL VOLUME

195

NOTA DEI CURATORI

Sono trascorsi circa dieci anni dalla sentenza [Grande Stevens c. Italia](#) della Corte Europea dei diritti dell’Uomo (Corte EDU) che sembrò erompere in Italia introducendo principi garantistici tipici del diritto penale nell’ambito delle sanzioni amministrative della Consob. La sentenza applicava i collaudati [criteri Engel](#), costantemente adottati dalla Corte Europea a partire dal 1976, per attribuire al procedimento sanzionatorio (sino ad allora dotato di poche garanzie sulla conoscenza degli atti), le garanzie tipiche del processo penale (conoscenza degli atti, parità delle armi tra accusa e difesa, separazione tra attività istruttoria e decisoria). In particolare, tale sentenza, considerava contrastante con la Convenzione europea il giudizio di opposizione alle sanzioni – si trattava allora di un giudizio camerale- per la carenza di una pubblica udienza (era forse, per la verità, l’aspetto meno rilevante di tutte le problematiche relative al procedimento e al processo). Rilevava, altresì, che la sanzione amministrativa Consob doveva essere considerata equivalente alla sanzione penale ai fini dell’applicazione del principio del *ne bis in idem*, con la conseguenza che, pur essendo il doppio binario sanzionatorio conforme al precetto internazionale, la conclusione di uno dei due procedimenti doveva produrre l’interruzione anche dell’altro.

A distanza di dieci anni questo volume vuole fare il punto sugli effetti, nell’ordinamento italiano di tale sentenza. Cosa è mutato nel sistema delle garanzie procedurali e processuali; se l’autorità ha modificato le sue prassi operative a seguito di quella decisione; se la giurisprudenza ha accolto o meno, e in che termini, le indicazioni della Corte Europea.

I saggi descrivono in maniera approfondita il quadro generale della giurisprudenza (sia interna che sovranazionale e internazionale), come sono gestite dall’autorità le fasi del procedimento, come è gestito il giudizio di opposizione, come viene applicato il principio del *ne bis in idem*, quali sono le linee di tendenza del potere sanzionatorio della Consob. Il quadro che emerge, però, è ancora un quadro composto più da ombre che luci: l’impressione generale è che i principi della sentenza [Grande Stevens](#) siano stati interpretati dal legislatore, dalla giurisprudenza interna, soprattutto di legittimità, dalla stessa autorità, in maniera assai minimale (è però in corso, attualmente la riforma del TUF che presenta finalmente sotto questi aspetti profili molto innovativi e di coerenza rispetto alle decisioni della Corte EDU che della Corte di Giustizia).

In via di sintesi, può infatti rilevarsi che per quanto concerne il procedimento la Consob ha approvato nel 2015 un nuovo regolamento, che, se non altro, consente al sanzionato di conoscere tutti gli atti relativi al procedimento. Rimangono però tutte le perplessità circa il fatto che la separazione tra la funzione istruttoria e decisoria è più astratta che concreta, dato che l’organo che istruisce il procedimento sanzionatorio è sottoposto al potere gerarchico dell’organo che decide la sanzione medesima; i termini del procedimento, ancorché determinati normativamente, sono però sostanzialmente flessibili stante il fatto che la giurisprudenza interpreta il *dies a quo* non come momento nel quale termina la ispezione, ma come momento nel quale, “ragionevolmente”, la Consob ha valutato la possibile sussistenza di una violazione; permane la carenza di una udienza pubblica davanti all’organo decisore e soprattutto la possibilità di svolgere una funzione istruttoria che non sia meramente documentale.

Anche il giudizio di opposizione è stato riformato nel 2015. È stata eliminata la cameralità del giudizio prevedendo la pubblica udienza ed è stata inserita la possibilità per il giudice di esercitare una attività istruttoria. È rimasto tuttavia un giudizio fortemente atipico, a cavallo tra il modello camerale (predominante) con alcuni elementi del giudizio di cognizione. L’istruttoria è astrattamente prevista, ma le modalità sono lasciate alla discrezionalità del giudice senza una scansione temporale tra attività istruttoria e attività decisoria. Come nei giudizi camerali è il giudice l’arbitro assoluto del processo nella determinazione delle esigenze e della scansione temporale.

Ovviamente non si tratta di cosa di poco: i giudizi camerali hanno queste caratteristiche anche perché, normalmente, le decisioni non formano giudicato e, ancora tendenzialmente, non dovrebbero riguardare diritti soggettivi. La scansione temporale e la suddivisione tra attività istruttoria e decisoria ha anche la funzione di garantire una tutela in Corte di cassazione sulla violazione di legge che non è invece facilmente esercitabile se l'iter di convinzione del giudice è totalmente deformalizzato. Peraltro, non consta che nei processi di opposizione alle sanzioni della Consob, anche su richiesta espressa delle parti, il giudice abbia mai ammesso mezzi istruttori (prova per testi o consulenze tecniche). Pesa sulla efficacia del giudizio di opposizione anche il fatto che la giurisdizione sia attribuita al giudice ordinario, che, pretendendo di essere giudice del rapporto non considera rilevanti i vizi formali o, si potrebbe dire di "eccesso di potere", senza però, dall'altra parte, voler approfondire il medesimo rapporto in maniera differente rispetto a come ricostruito dall'autorità amministrativa.

Da un punto di vista giurisprudenziale, poi, la Corte di cassazione ha elaborato una interpretazione estremamente restrittiva di quanto affermato dalla Corte EDU nella sentenza *Grande Stevens*, ritenendo applicabili i principi espressi in quella sentenza soltanto quando la sanzione sia irrogata in materia di market abuse (come era accaduto nel [caso Grande Stevens](#)), e quindi rifiutando di applicare i [criteri Engel](#) (e di conseguenza i principi elaborati dalle sentenze della Corte EDU in materia di sanzioni sostanzialmente penali) ai casi concernenti le altre sanzioni Consob non in tema di market abuse. Con tutti gli effetti che ne discendono, ad esempio, con riguardo all'esclusione del principio di retroattività favorevole. In questo campo si è realizzato anche un evidente contrasto con l'orientamento della giurisprudenza amministrativa, in particolare del Consiglio di Stato, la quale, rimasta competente per le sanzioni dell'IVASS (sostanzialmente identiche nel procedimento e nella sostanza a quelle della Consob), ha invece applicato ad esse i criteri Engel, con conseguente estensione a quelle sanzioni delle garanzie di matrice penalistica.

Anche il divieto di bis in idem ha avuto interpretazioni sostanzialmente riduttive, complice, in questo caso, la sentenza della [Corte EDU A e B c. Norvegia](#) del 15 novembre 2016, che ha fortemente ridotto la portata innovativa e garantista della precedente [pronuncia Grande Stevens](#) sul ne bis in idem. Il principio della close connection, introdotto da questa ultima sentenza, ha nella sostanza sospinto la Corte di cassazione a non rilevare mai, nei casi di doppio binario sanzionatorio, la presenza dei presupposti individuati in [A e B. c. Norvegia](#) da parte della Corte EDU, per escludere il legame tra i procedimenti. È inoltre normalmente ritenuto proporzionato il cumulo sanzionatorio e quindi legittime tutte le sanzioni complessivamente irrogate, che però sono quantitativamente e qualitativamente molto rilevanti (cumulando sanzione penale, sanzioni penali accessorie, sanzione amministrativa, sanzioni amministrative accessorie).

Alla luce di quanto detto, è evidente che non sono mancate ripetute richieste da parte della dottrina, pressoché unanime, di una riforma organica dei sistemi sanzionatori di Consob e Banca d'Italia, nonché sollecitazioni da parte della Corte costituzionale, che ha in più occasioni sottolineato l'esigenza di un intervento sistematico in materia ad opera del legislatore, in linea con quanto affermato nelle decisioni delle Corti europee.

Come sopra anticipato, è in corso attualmente un processo di riforma dei suddetti sistemi sanzionatori nell'ambito di una più vasta riforma del mercato dei capitali. Il Parlamento ha infatti delegato il Governo a riformare il sistema sanzionatorio contenuto nel T.U.F., inizialmente mediante la legge n. 21 del 2024, seguita poi da un'ulteriore delega più ampia di quella precedente, contenuta nella legge n. 28 del 2025. Dai principi e criteri direttivi cui il Governo deve attenersi, emerge la chiara volontà di porre rimedio alle carenze da lungo tempo segnalate in dottrina ed evidenziate dalle Corti europee e dalla Corte costituzionale. Tra i principi più importanti sono previsti: i) una graduazione dell'intervento sanzionatorio, distinguendo tra sanzioni amministrative e penali sulla base del criterio di offensività; ii) l'«individuazione dei casi di applicazione del principio del ne bis in idem ai fini della



più adeguata valorizzazione di tale principio»; iii) l'«individuazione delle ipotesi di retroattività della lex mitior in materia di sanzioni amministrative»; iv) la «revisione dei poteri delle autorità di vigilanza finalizzati all'accertamento delle violazioni in materia di abusi di mercato, anche prevedendo l'adeguamento alle garanzie indicate dalla giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea in favore dei destinatari degli accertamenti»; infine v) l'assegnazione della giurisdizione in materia al giudice amministrativo.

L'attuazione di questi principi renderebbe coerente l'esercizio del potere sanzionatorio della Consob con la giurisprudenza sovranazionale, evitando anche un eccesso di contenzioso davanti alla Corte EDU. L'applicazione di principi garantistici renderebbe anche più efficace l'azione di vigilanza, che sarebbe maggiormente legittimata da regole e procedure coerenti con il sistema di regole multilivello che permeano ormai da tempo l'ordinamento giuridico.

Elena Bindi e Andrea Pisaneschi

*  *I contributi qui raccolti hanno ricevuto una valutazione preliminare da parte dei discussant e del comitato scientifico, in vista della loro presentazione al Convegno; successivamente, sono stati oggetto di un'ulteriore revisione, condotta congiuntamente dagli Autori e dal medesimo comitato scientifico dell'evento.*

Il Volume è stato pubblicato nell'ambito del Jean Monnet Module FINMADS (Financial Markets and Administrative Sanctions in the EU Legal Framework): coordinatrice prof.ssa Elena Bindi

ANDREA PISANESCHI

Lo *status* convenzionale delle sanzioni amministrative sostanzialmente penali e le problematiche relative alle sanzioni della Consob

SOMMARIO: 1. Sanzioni amministrative e sanzioni penali nella giurisprudenza della Corte EDU. – 2. La natura della sanzione e gli effetti sul procedimento. – 3. La [sentenza Grande Stevens](#) e la “compensabilità” del procedimento con il processo. – 4. Criteri *Engel* e natura convenzionalmente penale delle sanzioni Consob. – 5. La natura amministrativa delle sanzioni Consob secondo la giurisprudenza della Corte di cassazione. – 6. La opposta posizione del Consiglio di Stato: la sentenza 2015 n. 1596. – 7. Le successive decisioni del Consiglio di Stato del 2019: la illegittimità dei regolamenti sanzionatori IVASS. – 8. Un problema aperto: l’applicazione alle sanzioni Consob del principio di retroattività favorevole. – 9 (Segue) Primato del diritto europeo e retroattività favorevole. – 10. (Segue) Sanzioni amministrative sostanzialmente penali e retroattività favorevole. – 11. (Segue) Le linee interpretative della giurisprudenza costituzionale. – 12 (Segue) La sentenza n. 63 del 2019 della Corte costituzionale e l’applicazione del principio di retroattività favorevole alle sanzioni Consob in tema di abusi di mercato. – 13. (Segue.) La fine della storia: l’applicazione del principio di retroattività favorevole a tutte le sanzioni sostanzialmente penali secondo la Corte di Giustizia. – 14 Quale è il giudice naturale per le sanzioni della Consob?

ABSTRACT: *The essay analyzes the complex issue of the legal qualification of Consob sanctions, examining the contrast between the conventional perspective of the ECHR and the orientations of national case law. Starting from the distinction between administrative and criminal sanctions in the jurisprudence of the European Court of Human Rights, the study explores the effects that the qualification of the sanction produces on the proceedings. Central is the examination of the Grande Stevens judgment, which introduced the principle of “full jurisdiction” between administrative proceedings and trial, and the application of the Engel criteria to identify the conventionally criminal nature of Consob sanctions. The contribution highlights the jurisprudential contrast between the Court of Cassation, which maintains the administrative nature of such sanctions, and the Council of State (judgment no. 1596/2015 and subsequent rulings of 2019 on IVASS regulations), which affirms their substantially criminal nature. Particular attention is devoted to the question of the applicability of the principle of favorable retroactivity to Consob sanctions, examined in light of the primacy of European law, the interpretative lines of constitutional jurisprudence (in particular judgment no. 63/2019 on market abuse) and the orientations of the Court of Justice of the European Union. The work concludes by questioning the identification of the natural judge competent for disputes relating to Consob sanctions.*

1. Sanzioni amministrative e sanzioni penali nella giurisprudenza della Corte EDU

È questione dibattuta se le sanzioni della Consob abbiano le caratteristiche delle sanzioni penali e pertanto ad esse debbano applicarsi i principi stabiliti dalla convenzione EDU e applicati dalla Corte EDU in materia di sanzioni sostanzialmente penali.

L’art. 6 della Convenzione EDU, ai paragrafi 2 e 3, stabilisce le garanzie minime per le persone perseguite penalmente. Queste garanzie sono la presunzione di innocenza, di cui la persona accusata gode fino a quando la sua colpevolezza non sia stata legalmente accertata; il diritto a un’informazione chiara, tempestiva e completa circa la natura e i motivi dell’accusa; il diritto a disporre del tempo e delle facilitazioni necessarie a preparare la difesa; il diritto a difendersi personalmente o tramite un difensore di fiducia, beneficiando del patrocinio gratuito quando ne ricorrano le

condizioni; il diritto di esaminare o far esaminare i testimoni a carico e di avvalersi di testimoni a discarico; il diritto all'assistenza gratuita di un interprete durante l'udienza, quando necessario. Vi sono poi altre norme che stabiliscono garanzie in materia penale. Tra le più rilevanti anche il principio di retroattività favorevole e il principio del *ne bis in idem*.

Le garanzie penalistiche convenzionali si applicano alla materia penale e non al diritto civile. Astrattamente le sanzioni definite come amministrative non rientrerebbero nelle tutele e nelle garanzie previste dalla CEDU che, come si è detto, riguardano il diritto penale. Tuttavia, l'ambito applicativo della Convenzione è stato determinato attribuendo un significato autonomo e di natura sostanziale ai concetti giuridici contenuti nelle norme convenzionali. Attraverso il significato autonomo dei termini giuridici è stata ampliata significativamente l'area di applicabilità dell'equo processo anche alle sanzioni amministrative, quando queste abbiano determinati caratteri.

I criteri che la Corte ha determinato per evitare la c.d. "truffa delle etichette" (sanzioni sostanzialmente penali qualificate dalla legge come amministrative), e definiti poi criteri *Engel* dal nome della sentenza che per prima li ha determinati sono tre e sono tra loro alternativi e non cumulativi: criterio formale (qualificazione giuridica); criterio della natura, nel senso che la sanzione deve avere scopo punitivo, deterrente e repressivo; grado di severità, con particolare riferimento al massimo edittale e, in genere, al livello di afflizione personale della sanzione. Lo scopo punitivo, deterrente e repressivo presenta ulteriori profili di specificazione: occorre infatti che la norma sia diretta al pubblico in generale e non ad un gruppo chiaramente delimitato di destinatari; che essa sia diretta a proteggere beni giuridici, la cui tutela è normalmente garantita mediante norme di diritto penale; che lo scopo della norma non sia diretto unicamente al risarcimento dei danni patrimoniali ¹.

Quest'ultimo profilo è in parte limitato dalla possibile coesistenza con la funzione deterrente e repressiva, anche di un fine compensatorio e ripristinatorio, purché tale fine abbia natura secondaria e non sia prevalente ²; inoltre la esistenza di un fine di tutela di un interesse pubblico non esclude la natura criminale della sanzione ³.

Secondo la Corte EDU, tuttavia, non tutte le sanzioni considerabili come afflittive presentano lo stesso livello di gravità. La differenza di gravità, pur nell'ambito di sanzioni definibili come sostanzialmente penali, determina effetti gradati sull'applicazione delle garanzie convenzionali. La Corte EDU, in generale, considera come "gravi" quelle sanzioni che producono effetti non solo sul patrimonio, ma anche sulla dignità, capacità professionale, immagine, della persona, mentre sono "meno gravi", anche se sempre sostanzialmente penali, quelle sanzioni che non producono tali effetti complessivi. La Corte in effetti ha rilevato che *"se bisogna tenere presente che i procedimenti penali che hanno ad oggetto la determinazione della responsabilità penale e l'imposizione di misure a carattere repressivo e dissuasivo assumono una certa gravità, va da sé che alcune di esse non comportano alcun carattere infamante per le persone che ne sono oggetto e che le accuse in materia penale non hanno tutte lo stesso peso"* ⁴.

All'interno delle c.d. *criminal offences*, pertanto, la Corte distingue fra tre tipologie di sanzioni amministrative: le sanzioni amministrative particolarmente afflittive (assai prossime alla *hard core of criminal law*), le sanzioni di più lieve entità c.d. *minor offences* ⁵ e infine le sanzioni di lieve entità senza controversia sul fatto ⁶.

Delle prime si è già detto. Le *minor offences* sono invece caratterizzate da una minor afflizione complessiva.

¹ Corte EDU, Plen., sent. 8 giugno 1976, *Engel e a. c. Paesi Bassi*, ric. n. 5100/71.

² Corte EDU, Ch., sent. 9 febbraio 1995, *Welch c. Regno Unito*, ric. n. 17440/90.

³ Corte EDU, Sez. II, sent. 27 settembre 2011, *Menarini Diagnostics Sr.l. c. Italia*, ric. n. 43509/08.

⁴ Corte EDU, Sez. II, sent. 4 marzo 2014, *Grande Stevens ed altri c. Italia*, ric. n. 18640/10.

⁵ Corte EDU, Plen., sent. 21 febbraio 1984, *Ozturk c. Germania*, ric. n. 8544/79.

⁶ Corte EDU, Sez. V, sent. 17 maggio 2011, ric. n. 57655/2008, *Suhadolc c. Slovenia*.

Per determinare se la sanzione sia qualificabile come minore, occorre infatti fare riferimento all'entità del *malum*, e alla determinazione del massimo edittale, congiuntamente con la valutazione complessiva degli effetti della sanzione sulla persona⁷. Sono invece sanzioni senza controversia sul fatto quelle sanzioni che normalmente si basano su di un accertamento tecnico privo di discrezionalità di valutazione. Quando cioè non vi siano *“controversie sui fatti che rendano necessario un confronto orale e, nell'ambito delle quali, i giudici possono pronunciarsi in maniera equa e ragionevole sulla base delle conclusioni scritte dalle parti e degli altri documenti contenuti nel fascicolo”*⁸.

In generale le *minor offences* e le *minor offences* senza controversie sul fatto non godono di tutte le garanzie che invece sono previste per le *criminal offences*⁹. Per quanto concerne in particolare le *minor offences* senza controversie sul fatto, dato che l'accertamento avviene attraverso strumenti tecnici o matematici, esse non necessitano di un contraddittorio per acclarare tali fatti e dunque l'applicazione dell'art. 6 non è sempre necessaria. A tale proposito, la Corte EDU ha ritenuto che la mancanza della pubblica udienza non costituisca violazione dell'art. 6 della Convenzione in una sanzione per eccesso di velocità connessa alla guida in stato di ubriachezza, quando gli elementi a carico dell'accusato erano stati ottenuti attraverso apparecchi tecnici¹⁰.

Al contrario, la Corte EDU ha sempre qualificato come *criminal offences* le sanzioni delle autorità di regolazione dei mercati bancari e finanziari, in quanto “gravi”, sia per gli elevati massimi edittali, sia per la loro specialità rispetto al sistema ordinario delle sanzioni amministrative, sia per l'elevato “stigma” personale che tali sanzioni producono. Sono state quindi riconosciute come *criminal* le sanzioni emanate dalla Corte di disciplina finanziaria ed economica francese¹¹ dalla Commissione delle sanzioni dell'Autorità dei mercati finanziari francese¹² dalla Commissione bancaria francese¹³, dalla Autorità garante della concorrenza e del mercato italiana¹⁴ della Consob italiana¹⁵.

È opportuno infine rilevare che i c.d. criteri *Engel* sono ormai accolti anche dalla Corte di Giustizia della U.E. e sono entrati a far parte, pertanto, non solo del diritto convenzionale, ma anche del diritto europeo¹⁶.

2. La natura della sanzione e gli effetti sul procedimento

Alle sanzioni che rispettano i criteri *Engel*, e che non sono considerabili come *minor offences*, la Corte EDU applica i principi posti dalla Convenzione, a partire dall'art. 6 relativo al giusto processo, applicato già nella fase procedimentale dell'irrogazione della sanzione. Come punto di partenza la Corte EDU considera necessario che *“l'incolpato sia informato tempestivamente non solo del motivo dell'accusa, cioè dei fatti materiali posti a suo carico, ma anche, in modo dettagliato, della qualificazione giuridica data ad essi”*¹⁷. Nel corso del procedimento, poi, viene considerata necessaria una

⁷ Corte EDU, Sez. II, sent. 9 novembre 1999, ric. n. 35260/97, [Varuzza c. Italia](#).

⁸ Corte EDU, Sez. II, [Grande Stevens ed altri c. Italia](#), cit.

⁹ Corte EDU, Sez. IV, sent. 23 novembre 2006, [Jussila c. Finlandia](#), ric. n. 73053/200.

¹⁰ Corte EDU, Sez. V, [Suhadolc c. Slovenia](#), cit.

¹¹ Corte EDU, Sez. I, sent. 26 settembre 2000, [Guisset c. Francia](#), ric. n. 33933/96; anche le sanzioni del Consiglio dei mercati finanziari francese: cfr. Corte EDU, Sez. II, 27 agosto 2002, [Didier c. Francia](#), ric. n. 58188/2000 sono state riconosciute come *criminal*, così come quelle del Consiglio della concorrenza francese (Corte EDU, Sez. II, sent. 3 dicembre 2002, [Lilly c. Francia](#), ric. n. 53892/2000).

¹² Corte EDU, Sez. V, sent. 19 maggio 2009, [Messier c. Francia](#), ric. n. 25041/07.

¹³ Corte EDU, Sez. V, sent. 11 settembre 2009, [Dubus SA c. Francia](#), ric. n. 5242/2004.

¹⁴ Corte EDU, [Menarini Diagnostics S.r.l. c. Italia](#), cit.

¹⁵ Corte EDU, [Grande Stevens](#), cit.

¹⁶ *Ex multis* Corte di Giustizia, Gr. Sez., sent. 26 febbraio 2013, [Aklagaren c. Hans Akerberg Fransson](#), in C-617/10.

¹⁷ Corte EDU, Sez. II, sent. 11 dicembre 2007, [Drassich c. Italia](#), ric. n. 25575/04.

pubblica udienza e l'esistenza di un contraddittorio paritario. Più in particolare, la Corte ha precisato che il soggetto privato, al fine di essere posto in posizione di parità con l'accusa, ha diritto: i) ad accedere al fascicolo dell'accusa; ii) a conoscere tutte le prove a carico e discarico; iii) alla formazione della prova in contraddittorio orale¹⁸.

Il principio della piena conoscenza degli atti istruttori è considerato un elemento centrale del contraddittorio paritario, tanto che la mancata comunicazione delle conclusioni a tutte le parti è considerata causa di violazione dell'art. 6¹⁹; occorre che i testi, eventualmente sentiti nel corso dell'istruttoria, possano essere controinterrogati dall'interessato²⁰. Esiste tuttavia un onere per la parte di richiesta di proposizione dei mezzi istruttori, in assenza della quale non può invocarsi una lesione del contraddittorio paritario²¹.

Inoltre, il giudice deve essere imparziale sia in senso soggettivo che oggettivo. Il profilo soggettivo riguarda la valutazione dell'esistenza di un pregiudizio da parte dei membri dell'organo nei confronti della persona o della questione oggetto del giudizio.²² L'imparzialità soggettiva, tuttavia, si presume e pertanto non deve essere espressamente provata.

L'imparzialità oggettiva, invece, si sostanzia nella distinzione e separazione tra fase istruttoria e fase decisoria. In generale la Corte ritiene che l'organo che esercita attività istruttoria non possa essere gerarchicamente dipendente dall'organo che emana la sanzione (Corte EDU, Sez. V, sent. 11 settembre 2009, *Dubus SA c. Francia*, ric. n. 5242/2004) e che comunque non possano esistere collegamenti, di varia natura, tra l'organo che esercita l'attività istruttoria e l'organo deputato all'irrogazione della sanzione.

Tale profilo (sul quale torneremo anche più avanti) è assai importante rispetto ai regolamenti sanzionatori di Consob e Banca d'Italia, che non prevedono una rigida separazione tra l'Ufficio che esercita l'attività istruttoria e l'organo preposto all'emanazione della sanzione. Infatti, a proposito del procedimento Consob, la Corte ha rilevato che *“rimane il fatto che l'ufficio IT (istruzione), l'ufficio sanzioni e la commissione non sono che suddivisioni dello stesso organo amministrativo, che agiscono sotto l'autorità e la supervisione di uno stesso presidente. Secondo la Corte ciò si esprime nel consecutivo esercizio di funzioni di indagine e di giudizio in seno ad una stessa istituzione; ora in materia penale tale cumulo non è compatibile con le esigenze di imparzialità richieste dall'art. 6 comma 1 della Convenzione”*²³.

Costituiscono indice di non effettiva separazione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie sia la sussistenza di una relazione gerarchica tra organo decidente e organo istruttorio, sia la presenza di elementi di commistione tra organo decidente e organo istruttorio. La possibilità di motivazione *per relationem* della decisione con rinvio alla relazione istruttoria costituisce una figura sintomatica della carenza di separazione strutturale tra attività istruttoria e decisoria. Ancora a proposito del procedimento sanzionatorio della Consob: *“tale separazione formale ed organica non garantisce la separazione effettiva tra le funzioni istruttorie e le funzioni decisorie, prevista dallo stesso articolo 187 septies n. 2 del TUF e ciò per quattro ragioni. In primo luogo, il presidente della Consob è incaricato di effettuare una supervisione della fase istruttoria, nonché di impartire istruzioni su funzionamento degli uffici dettando direttive finalizzate al loro coordinamento. In secondo luogo, partecipa direttamente all'esercizio dei più importanti poteri di ispezione e degli altri poteri di indagine conferiti dalla Consob dagli articoli 115 e 187 octies del TUF, su proposta degli uffici competenti. In terzo luogo, la Consob in quanto Commissione può esercitare poteri di indagine molto incisivi, ad esempio*

¹⁸ Corte EDU, *Messier c. Francia* [cit.](#)

¹⁹ Corte EDU, *Lilly c. Francia* [cit.](#)

²⁰ Corte EDU, *Grande Stevens*, [cit.](#)

²¹ Corte EDU, *Grande Stevens*, [cit.](#)

²² Corte EDU, Ch., sent. 26 febbraio 1993, *Padovani c. Italia*, ric. n. 13396/87.

²³ Corte EDU, *Grande Stevens*, [cit.](#)

*procedere al sequestro dei beni. Da ultimo la decisione della Consob può essere motivata per relationem in riferimento ai precedenti atti di procedura e può essere anche considerata un tacito assenso dei membri della Commissione. Tutto considerato la Consob in quanto Commissione è ben lungi dall'essere un organo imparziale e indipendente dai servizi istruttori e sanzionatori dell'Ufficio Insider trading e dell'Ufficio Sanzioni Amministrative. A tale fondamentale mancanza sistemica del procedimento amministrativo si aggiunge una grave disuguaglianza tra le parti"*²⁴.

In generale, con alcune eccezioni, la Corte EDU ritiene però che lo Stato sia libero di scegliere dove collocare le garanzie dell'equo processo, nella fase amministrativa o nella fase giurisdizionale. Si tratterebbe infatti di una scelta espressione del margine di apprezzamento di ciascuno Stato. Infatti: *"le constatazioni che precedono, relative alla mancanza di imparzialità oggettiva della Consob e alla mancata conformità del procedimento dinanzi ad essa con il principio del processo equo non sono comunque sufficienti per poter concludere che nel caso di specie vi è stata violazione dell'art. 6. Al riguardo la Corte osserva che le sanzioni lamentate dai ricorrenti non sono state inflitte da un giudice all'esito di un procedimento giudiziario in contraddittorio ma da una autorità amministrativa, la Consob. Se affidare a tali autorità il compito di perseguire e reprimere le contravvenzioni non è incompatibile con la Convenzione, occorre tuttavia sottolineare che i ricorrenti devono poter impugnare qualsiasi decisione adottata in questo modo nei loro confronti davanti ad un tribunale che offre le garanzie dell'articolo 6"*²⁵.

3. La sentenza Grande Stevens e la "compensabilità" del procedimento con il processo

Rispetto a questo ultimo punto, nella sentenza *Grande Stevens* la Corte EDU ha affermato che, ancorché il procedimento amministrativo per la irrogazione delle sanzioni da parte della Consob sia da considerarsi lesivo dell'art. 6 della Convenzione, rispetto a vari profili, purtuttavia tali violazioni sono compensate dall'esistenza di un giudizio di opposizione invece rispettoso dell'art. 6 della Convenzione (che in tal caso non vi era, mancando allora la pubblica udienza). Questo profilo della decisione, tuttavia, presenta vari aspetti critici.

In primo luogo, le sanzioni Consob e Banca d'Italia sono immediatamente esecutive, cosicché se si tratta di sanzioni penali appare contrario alle garanzie convenzionali (in particolare rispetto al principio *nulla poena sine iudicio* previsto dall'art. 6 e rispetto al principio di innocenza) posticipare il diritto di difesa ad una fase successiva.²⁶

In secondo luogo, procedimento amministrativo e contraddittorio procedimentale hanno la precisa funzione di ricostruire gli elementi di fatto e di diritto della fattispecie controversa. Tuttavia, se il fatto ed il diritto si ricostruiscono attraverso un procedimento tendenzialmente unilaterale, nel quale l'autorità amministrativa procedente ha poteri sbilanciati rispetto al sanzionando, la medesima ricostruzione non appare caratterizzata dalla necessaria oggettività. Parimenti, è assai difficile

²⁴ Corte EDU, *Grande Stevens*, [cit.](#)

²⁵ Corte EDU, *Grande Stevens*, [cit.](#)

²⁶ Sul punto cfr. F. GOISIS, *La tutela del cittadino nei confronti delle sanzioni amministrative tra diritto nazionale ed europeo*, Torino, 2014, 64 ss., M. ALLENA, *Art. 6 CEDU. Procedimento e processo amministrativo*, Editoriale Scientifica, 2021. Anche G.M. FLICK e V. NAPOLEONI, tendenzialmente contrari ad una ampia estensione delle garanzie penali alle sanzioni amministrative, in *A un anno di distanza dall'Affaire Grande Stevens: dal bis in idem al' e pluribus unum ?*, in *Rivista AIC*, luglio 2015, 8, rilevano che il solo profilo problematico "è quello legato alla immediata esecutività delle sanzioni amministrative, malgrado l'opposizione prevista in via generale dall'art. 22 comma 7 l. 689/1981 e, con specifico riguardo alle sanzioni inflitte dalla Consob, dagli art. 187spties comma 5 e 195 comma 5 TUF". Sollevano pertanto il dubbio che "un simile regime possa rispettoso della presunzione di innocenza, sancita dall'art. 6 § 2 CEDU, la quale dovrebbe, in linea di principio, implicare il divieto di porre in esecuzione una sanzione (convenzionalmente) penale prima che sia concluso un equo processo.

che poi tale ricostruzione possa essere rimessa in gioco nel giudizio di opposizione. La nota deferenza (*deference*) del giudice ordinario rispetto alle autorità di regolazione e alle loro valutazioni tecniche non consente, nella sostanza, una completa rivalutazione della fattispecie: le istanze istruttorie notoriamente non vengono mai ammesse nel giudizio di opposizione e men che meno consulenze tecniche (essendovi già stata una valutazione tecnica dell'Amministrazione regolatrice). Si giudica quindi esercitando un sindacato sostanzialmente esterno rispetto alla ricostruzione dei fatti operata dalla Autorità, nel corso di un procedimento amministrativo caratterizzato da un contraddittorio tipicamente verticale.

In questo contesto, il fatto che la giurisprudenza consideri il giudizio di opposizione un giudizio sul rapporto e non sull'atto, limita ulteriormente le garanzie. Dato che si tratta di un giudizio sul rapporto, infatti, divengono irrilevanti tutti i vizi che eventualmente si siano verificati nel corso del procedimento, potendo in teoria il giudice riesaminare il fatto nella sua integrità. Tuttavia, in considerazione della deferenza del giudice rispetto alle valutazioni tecniche dell'autorità, il fatto e la qualificazione giuridica del fatto così come avvenuto nel procedimento, sono, nella realtà, sostanzialmente insindacabili.

Questa contraddizione deriva in gran parte da quella lettura della sentenza *Grande Stevens* che tende a spostare le garanzie dell'art. 6 della Convenzione nel giudizio di opposizione anziché nel procedimento amministrativo, una lettura che tuttavia necessita di qualche precisazione, perché si basa su di una interpretazione della giurisprudenza CEDU tutt'altro che scontata e sicura.

In primo luogo, non v'è dubbio che la giurisprudenza della Corte EDU è assai legata al caso concreto, e per questo non sempre si presta a generalizzazioni fuori del contesto nel quale una determinata decisione è stata pronunciata. Ora, non v'è dubbio che la sentenza *Grande Stevens* afferma la compensabilità dei vizi del procedimento con un processo dotato di *full jurisdiction*. Ma è anche vero che questa affermazione è bilanciata dal fatto concreto che in quel caso il processo non era caratterizzato da tutte le garanzie di cui all'art. 6 della Convenzione. Cosa che ha consentito alla Corte di evidenziare una serie di violazioni dell'art. 6 della Convenzione da parte del regolamento sanzionatorio Consob nel procedimento amministrativo, senza per questo provocare effetti dirompenti nel sistema italiano, e spingendo – indirettamente – le autorità di regolazione ad adeguare i propri regolamenti (cosa in effetti in parte avvenuta).

In secondo luogo, ed elemento più importante, non sempre nella sua giurisprudenza la Corte ha ritenuto compensabile il procedimento con il processo.

Si pensi al caso francese della *Commission des opérations de bourse*, (COB) poi divenuta *Autorité des Marchés financiers*, e della *Commission Bancaire* che è stata successivamente riformata con la costituzione dell'*Autorité de contrôle prudentiel*.

Rispetto alla COB due decisioni della Corte EDU rilevarono la carenza, all'interno del procedimento, della pubblica udienza e del diritto ad accedere al fascicolo dell'accusa in tutte le sue parti. Tuttavia, la Corte non valutò neppure se il processo di opposizione era o meno dotato di *full jurisdiction*²⁷.

²⁷ Cfr. Corte EDU, Sez. V, sent- 20 gennaio 2011, *Vernes c. Francia*, ric. n. 7798/08 e Corte EDU, *Messier c. Francia* cit.. Nella prima, come si è detto nel testo, la Corte afferma la necessità di una pubblica udienza davanti alla COB, non essendo sufficiente il solo controllo a posteriori del Consiglio di Stato (cfr il § 32 dove si legge testualmente che “*tenuto conto dell'importanza di poter sollecitare la tenuta di una udienza pubblica davanti alla COB, il solo controllo ulteriore del Consiglio di Stato non è sufficiente nel caso di specie. Pertanto, vi è stata violazione dell'art. 6 comma 1 per il fatto della impossibilità per il ricorrente di sollecitare la tenuta di una udienza pubblica*”). Nella seconda, sottolinea la Corte, non soltanto le parti debbono avere pieno accesso al fascicolo di causa, ma l'autorità è tenuta a comunicare alla difesa tutte le prove a carico e a discarico, consentendo così alla controparte di incidere realmente sull'esito della decisione (cfr. il § 52). Cfr. approfonditamente sul punto E. BINDI, A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia. Procedimenti e doppio binario al vaglio della Corte Europea dei diritti dell'Uomo*, cit., 93 ss. e dottrina ivi citata.

Rispetto alla *Commission Bancaire*, la Corte nel 2009 ritenne che l'organo istruttorio fosse sottoposto al potere gerarchico della Commissione e che non vi fosse sufficiente separazione tra il soggetto che svolgeva l'istruttoria e colui il quale, invece, assumeva la decisione. Anche questa decisione ha poi portato a una riforma organica della *Commission Bancaire*, attraverso la costituzione di una nuova autorità denominata *Autorité de contrôle prudentiel* che appare delineata secondo le indicazioni della Corte. Anche in questa decisione la Corte non valutò affatto se il giudizio di opposizione poteva compensare i vizi del procedimento.²⁸

Il fatto è che non tutte le sanzioni sono eguali, e la stessa Corte EDU distingue tra diverse tipologie di sanzioni, con differenti livelli di afflittività, che producono, nella giurisprudenza sovranazionale, livelli crescenti di garanzie.

Secondo la Corte EDU, infatti, nelle c.d. *minor offences* senza necessità di accertamento sul fatto, le regole del contraddittorio possono non essere applicate, stante l'esistenza di un accertamento matematico o puramente tecnico non discrezionale (ad esempio errore matematico nel computo dell'IVA)²⁹.

Nelle c.d. *minor offences*, nelle quali sono presenti i criteri *Engel* ma le sanzioni sono comunque di lieve entità, si potrebbe applicare la compensazione con il giudizio di opposizione. Anche qui è sufficientemente chiaro un passaggio della Corte: *“In considerazione del gran numero di minor offences, specialmente nella sfera del traffico stradale, uno Stato contraente può avere diritto a sollevare i suoi organi giudiziari dal dovere punitivo. Attribuire la punizione delle minor offences ad una autorità amministrativa non è in contrasto con la convenzione, purché la persona abbia la possibilità di sottoporre la decisione ad un Tribunale dotato delle garanzie di cui all'art. 6 della Convenzione”*.³⁰

4. Criteri Engel e natura convenzionalmente penale delle sanzioni Consob

Come si è detto, i criteri *Engel* implicano una valutazione sulla gravità della sanzione, in particolare se essa sia finalizzata a proteggere interessi generali della collettività di regola tutelati dalla normativa penalistica³¹ e se la sanzione abbia un fine essenzialmente punitivo o deterrente. Se esaminiamo le caratteristiche delle sanzioni irrogate dalla Consob emerge chiaramente come esse siano qualificabili come convenzionalmente – o sostanzialmente- penali secondo la giurisprudenza della Corte EDU.

Secondo il TUF la complessiva azione di vigilanza di Consob e, conseguentemente il potere sanzionatorio della medesima autorità, è funzionale alla *“tutela degli investitori, nonché all'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali”* ex art. 91 TUF. L'art 5 TUF precisa, inoltre, che i poteri della Commissione devono essere esercitati avendo come obiettivo *“a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del mercato finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria”*. Tali disposizioni sono collegate all'art. 47 della Costituzione che individua nella protezione del risparmio un interesse pubblico generale meritevole di protezione di livello costituzionale. Si tratta di interessi generali della collettività di tipica tutela

²⁸ Corte EDU, *Dubus SA c. Francia* [cit.](#). In questa occasione, la Corte ritenne che il ricorrente “poteva ragionevolmente avere l'impressione” che coloro che erano chiamati a giudicarlo fossero le stesse persone che lo avevano accusato.

²⁹ Cfr. ad esempio il caso deciso dalla Corte EDU, *Jussila c. Finlandia*, [cit.](#), o nel caso del ricorso a strumenti tecnici Corte EDU, *Suhadolc c. Slovenia*, [cit.](#)

³⁰ Cfr. Corte EDU, *Ozturk c. Germania*, [cit.](#)

³¹ Cfr. Corte EDU, Sez. IV, sent. 23 ottobre 2018, *Produkcija Plus storitveno podjetje d.o.o. c. Slovenia*, ric. n. 47072/15, § 42.

penalistica³² come peraltro già riconosciuto da codesta Corte allorquando si è pronunciata sulle finalità delle disposizioni del TUF e sui compiti di vigilanza assegnati alla Consob.

Inoltre, esse perseguono uno scopo prettamente deterrente, preventivo e repressivo, essendo finalizzate a dissuadere gli interessati dal porre nuovamente in essere l'illecito contestato, a prevenire la commissione di illeciti similari da parte di altri soggetti in posizione analoga ed a sanzionare la presunta irregolarità. Le differenziazioni con le sanzioni amministrative previste dalla legge 689/1981 sono emblematiche di questo differente fine.

In primo luogo, le sanzioni in questione sono immediatamente esecutive e il giudizio di opposizione avverso di esse non ne sospende l'esecuzione. Tale aspetto, tra l'altro, è stato reputato particolarmente rilevante dalla Corte costituzionale italiana in sede di applicazione dei criteri c.d. *Engel*. Infatti, nella sentenza n. 68/2021, il Giudice delle leggi ha rammentato che un sistema sanzionatorio di natura formalmente amministrativa può risultare, in concreto, ben più afflittivo rispetto al sistema sanzionatorio propriamente penale, considerato che: “[s]e è vero [...] che la sanzione penale “si caratterizza sempre per la sua incidenza, attuale o potenziale, sul bene della libertà personale [...], incidenza che è, invece, sempre esclusa per la sanzione amministrativa”; e se è vero, altresì, “che la pena possiede un connotato speciale di stigmatizzazione, sul piano etico-sociale, del comportamento illecito, che difetta alla sanzione amministrativa”, nondimeno, “l’impatto della sanzione amministrativa sui diritti fondamentali della persona non può essere sottovalutato: ed è, anzi, andato crescendo nella legislazione più recente”. A rendere maggiormente severo il regime sanzionatorio amministrativo può contribuire, d’altro canto, anche il fatto che la sanzione amministrativa, diversamente dalla pena, resta sottratta a istituti che ne evitano la concreta esecuzione, quale, in specie, la sospensione condizionale”.

In secondo luogo, tali sanzioni non sono obblabili, considerato che – ai sensi degli artt. 145, co. 11, TUB e 191, co. 5, TUF (nel testo in vigore prima delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 72/2015) – ad esse non è applicabile l’art. 16 della legge n. 689/1981, ragion per cui l’esponente aziendale non potrebbe sottrarsi al procedimento sanzionatorio e agli effetti complessivi della misura afflittiva mediante il pagamento di una somma pari ad un terzo del massimo edittale ovvero, se più favorevole, pari al doppio del minimo edittale. Ulteriore aspetto di specialità con finalità dissuasiva rispetto alla legge 689/1981.

In terzo luogo, in condebitore solidale secondo gli artt. 145, co. 10, TUB e 195, co. 9, TUF (nel testo in vigore prima delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 72/2015), ha l’obbligo di esercitare il diritto di regresso nei confronti del soggetto sanzionato, in deroga a quanto previsto dall’art. 6 della citata legge n. 689/1981, che invece contempla la facoltà del regresso.

In quarto luogo, le sanzioni delle autorità di vigilanza non sono in alcun modo assicurabili, sicché il loro destinatario è gravato di un obbligo personalissimo e non eludibile.

In quinto luogo, l’irrogazione di sanzioni pecuniarie da parte delle autorità di vigilanza assume specifico rilievo ai fini della valutazione di idoneità per l’accesso alle funzioni di governo societario di banche e intermediari finanziari³³. Tali sanzioni, infatti, non soltanto possono costituire una “situazione impeditiva” al rilascio dell’autorizzazione per l’acquisto di partecipazione rilevanti nel capitale di banche e intermediari finanziari (artt. 19 e 25 TUB e 15 TUF), ma possono altresì

³² E ciò al pari dell’interesse a garantire “the integrity of the financial markets and to maintain public confidence in the security of transactions” (cfr. Corte EDU, *Grande Stevens*, [cit.](#), § 96) o di quello a preservare “la libre concurrence sur le marché” (cfr. Corte EDU, *Menarini Diagnostics S.r.l. c. Italia*, [cit.](#), § 40; cfr. altresì *Produkcija Plus storitveno podjetje d.o.o.*, [cit.](#), § 42), interessi che la giurisprudenza della Corte ha già ritenuto propri del diritto penale.

³³ Il “Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell’incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti” n. 169 del 23.11.2020, all’art. 4, co. 2, declina i requisiti di onorabilità ed i criteri di correttezza che ostano all’assunzione di cariche in banche e intermediari finanziari. Fra essi vengono espressamente elencate anche “le sanzioni amministrative subite per violazioni in materia finanziaria (lett. d)”.

determinare l'applicazione della disciplina di *removal* degli amministratori che non siano *fit and proper* (artt. 26, 53-bis e 67-ter TUB, 7, 12 e 56-bis TUF).

Infine, accanto alla sanzione economica, è prevista la pubblicazione del provvedimento sanzionatorio sui bollettini della Consob, pubblicità estensibile anche a forme ulteriori, tenuto conto della natura della violazione e degli interessi coinvolti ovvero della tipologia di sanzione. Circostanza, quest'ultima, che evidenzia ulteriormente il carattere afflittivo della misura, in ragione delle ripercussioni negative che essa ha (e vuole avere) sull'immagine del "trasgressore" all'interno della comunità bancaria/finanziaria e non solo. L'operare congiunto di significativi obblighi di pagamento immediato, unitamente alla pubblicizzazione delle sanzioni e alla esclusione della possibilità di assumere incarichi in banche e intermediari finanziari, fa emergere in tutta la sua evidenza la gravità delle sanzioni concretamente comminate al ricorrente e la specificità di queste sanzioni rispetto al modello generale previsto dalla legge n. 689 del 1981.

5. La natura amministrativa delle sanzioni Consob secondo la giurisprudenza della Corte di cassazione

Per quanto questi elementi possano apparire dirimenti, la Corte di cassazione, invece, nega che le sanzioni della Consob (al di fuori delle ipotesi di abusi di mercato) abbiano natura sostanzialmente penale.

Le ragioni di questa interpretazione restrittiva sono collegate al fatto che la sentenza *Grande Stevens* della Corte EDU era stata emanata in tema di abusi di mercato. La argomentazione della Cassazione è la seguente: *"la Corte EDU ha concentrato la sua attenzione sulla natura e sulla severità della sanzione che può essere inflitta ai ricorrenti, rilevando che la Consob può infliggere una sanzione pecuniaria fino a 5.000.000 di euro e questo massimo ordinario può, in alcune circostanze, essere triplicato fino a dieci volte il prodotto o il profitto ottenuto grazie al comportamento illecito; che l'inflizione delle sanzioni amministrative pecuniarie sopra menzionate comporta per i rappresentanti delle società coinvolte la perdita temporanea della loro onorabilità e se tali società sono quotate in borsa, ai loro rappresentanti si applica l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nelle società quotate per una durata variabile da due mesi a tre anni, e chiedere agli ordini professionali la sospensione temporanea dell'interessato dall'esercizio della sua attività professionale; che infine l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria importa la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzabili per commetterlo"*.

³⁴Come si diceva, e conseguentemente, le sanzioni pecuniarie irrogate dalla Banca d'Italia per violazione dell'art. 144 TUB non sono equiparabili *"per tipologia, severità e idoneità, ad incidere sulla sfera patrimoniale e personale dei destinatari, a quelle previste nel caso esaminato nella sentenza Grande Stevens"*³⁵.

La Corte di cassazione ritiene di non applicare la giurisprudenza della Corte EDU sui c.d. criteri *Engel* perché, ancora a dire della Corte, le enunciazioni della Corte EDU *"attengono sempre a casi e problemi specifici (case law) con un approccio pragmatico che non si presta a generalizzazioni concettuali oltre i limiti dell'oggetto del singolo giudizio"*³⁶.

Tale metodologia, tuttavia, anche volendo tacere la giurisprudenza consolidata della Corte costituzionale sul vincolo della giurisprudenza EDU rispetto al giudice nazionale (a partire dalle famose c.d. sentenze gemelle, [Corte cost., 26 settembre 2007, sent. n. 348](#) e [sent. n. 349](#)), è stata fortemente e specificamente criticata dalla Corte costituzionale, in una sentenza di dichiarazione di

³⁴ Cass, Sez. II, sent. 24 febbraio 2016, n. 3656.

³⁵ Cass., Sez. II, sent. 24 febbraio 2016, n. 3656

³⁶ Cass., Sez. II, sent. 24 febbraio 2016, n. 3656.

illegittimità costituzionale di una norma che poneva un divieto di retroattività per le sanzioni amministrative emanate dalla Consob in materia di abusi di mercato. La Corte ha infatti espresso un monito alla Cassazione su questo punto, rilevando che, *“rispetto a singole sanzioni amministrative che abbiano natura e finalità punitiva, il complesso dei principi enucleati dalla Corte di Strasburgo a proposito della materia penale ivi compreso dunque il principio di retroattività della lex mitior nei limiti appena precisati [...] non potrà che estendersi anche a tali sanzioni. A tale conclusione non osta l’assenza, sino a questo momento, di precedenti specifici nella giurisprudenza della Corte di Strasburgo. Come questa Corte ha avuto recentemente occasione di affermare infatti è da respingere l’idea che l’interprete non possa applicare la CEDU, se non con riferimento ai casi che siano già stati oggetto di puntuali pronunce da parte della Corte di Strasburgo”*³⁷.

In ogni caso, anche sui criteri c.d. *Engel*, la Cassazione ha espresso un’interpretazione restrittiva, in particolare sulla generalità e sulla afflittività.

Vale la pena riportare integralmente un passo di una decisione che esprime giurisprudenza consolidata: *“se infatti è vero che i criteri Engel sono alternativi e non cumulativi, è parimenti vero che ciò non impedisce di adottare un approccio cumulativo se l’analisi separata di ogni criterio non permette di arrivare ad una conclusione chiara in merito alla sussistenza di una “accusa in materia penale”* (*Grande Stevens*, pag. 94, in fine). Nel caso in esame, mentre il criterio della qualificazione della sanzione nel sistema nazionale depone inequivocabilmente nel senso della qualificazione delle sanzioni de quibus come amministrative, il criterio della natura della sanzione non offre un risultato univoco, giacché, se la sanzione è posta a tutela di interessi generali (la tutela del credito e del risparmio) ed hanno una funzione non solo ripristinatoria ma anche deterrente, essa tuttavia, risulta destinata ad una platea ristretta di possibili destinatari (i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione o i dipendenti delle banche e degli altri intermediari di cui al testo unico bancario) il che limita la generalità della portata della norma. Quanto all’afflittività questa Corte ha già avuto modo di chiarire (sent. n. 8046/19) che la relativa valutazione non può essere svolta in termini totalmente astratti, ma va necessariamente rapportata al contesto normativo nel quale la disposizione sanzionatoria si inserisce; in tale prospettiva non sembra potersi dubitare che, nell’ordinamento sezionale del credito e della finanza (che contempla sanzioni penali finanche detentive, nonché sanzioni amministrative pecuniarie che, come quelle per gli abusi di mercato possono ascendere a molti milioni di euro) una sanzione pecuniaria compresa, come quella applicabile *ratione temporis* tra il minimo edittale di Euro 2580 ed il massimo edittale di Euro 129.110, non corredata da sanzioni accessorie né da confisca non può ritenersi connotata da una afflittività così spinta da trasmodare dall’ambito amministrativo a quello penale”³⁸.

6. La opposta posizione del Consiglio di Stato: la sentenza 2015 n. 1596

Sul tema però si è verificato un conflitto di giurisprudenza: il Consiglio di Stato, infatti, rimasto competente per le sanzioni IVASS attribuite alla giurisdizione esclusiva del TAR del Lazio e che hanno le stesse caratteristiche delle sanzioni Consob, applica i criteri *Engel* considerando tali sanzioni come avente natura convenzionalmente penale.

Già nel 2015, in effetti, il Consiglio di Stato adottò una decisione, sulle procedure sanzionatorie della Consob, che –pur essendo rimasta scolpita nei commenti della dottrina– parve di poca efficacia

³⁷ Corte cost., sent. 7 aprile 2017, n. 68; Corte cost., sent. 21 marzo 2019, n. 63.

³⁸ Cass., Sez. II, sent. 31 luglio 2020, n. 16518

pratica, dato che la giurisdizione sulle sanzioni Consob e Banca d'Italia, medio tempore, era passata al giudice ordinario.³⁹

In quella sentenza il Consiglio di Stato, poco dopo la famosa decisione Grande Stevens della Corte EDU, ritenne che il regolamento sanzionatorio della Consob fosse illegittimo (anche se esso non fu poi annullato per un problema di natura processuale).

Le ragioni della illegittimità della normativa vennero ricostruite sulla base dei seguenti punti:

Le sanzioni della Consob possono essere considerate come sostanzialmente penali sulla base dell'applicazione dei c.d. "*Engel criteria*" delineati dalla Corte EDU. Per queste ragioni a tali sanzioni dovrebbe applicarsi l'art. 6 della Convenzione EDU (giusto processo);

La Corte EDU, tuttavia, (secondo la interpretazione del Consiglio di Stato) lascia al margine di apprezzamento degli Stati decidere se collocare queste garanzie nella fase procedimentale o nella fase di opposizione alla sanzione;

la legge 28 dicembre 2005 n. 262 (c.d. legge sulla tutela del risparmio) ha previsto alcuni vincoli specifici rispetto alle procedure sanzionatorie delle autorità di regolazione dei mercati (rispetto del contraddittorio, rispetto della separazione tra attività istruttoria e attività decisoria, piena conoscenza degli atti). Tali vincoli sono caratterizzati da uno *standard* di garanzie assai più elevato rispetto alle garanzie di partecipazione nel procedimento amministrativo. Queste garanzie, che non mutano la natura giuridica del procedimento, vincolano però la amministrazione al rispetto di regole sostanzialmente processuali (contraddittorio di tipo orizzontale, parità delle armi, possibilità di difesa su tutti i capi di accusa, udienza pubblica di discussione);

il regolamento Consob non rispettava tali regole. Inoltre, *de iure condendo*, e come monito al legislatore, il Consiglio di Stato auspicava una riforma legislativa delle autorità per garantire una sostanziale separazione tra attività istruttoria e attività decisoria come accade nel mondo finanziario più evoluto. Il modello anglosassone, come noto, si basa su due autorità formalmente e

³⁹ Cons. Stato, sez. VI, 26 marzo 2015, n. 1596, cit. Su tale sentenza v. B. RAGANELLI, *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale*, in *Giornale dir. amm.*, 2015, p. 511 ss.

Vale la pena di riportare per esteso alcuni passaggi del percorso ragionativo del Consiglio di Stato. Nel regolamento Consob del 2005, ritenne il Consiglio di Stato, non viene garantita la separazione tra fase istruttoria e fase decisoria, poiché tale separazione assume "*carattere meramente funzionale, e non è tale, pertanto, da assicurare la c.d. imparzialità oggettiva, ovvero che il soggetto che decide sulla sanzione sia diverso, da un punto di vista strutturale e organizzativo, da quello che svolge l'istruttoria*". Infatti, "*l'Ufficio competente, l'Ufficio sanzioni e la Commissione non sono che suddivisioni dello stesso organo amministrativo, che agiscono sotto l'autorità e la supervisione di uno stesso Presidente; [...] ed in materia penale tale cumulo non è compatibile con le esigenze di imparzialità richieste dall'articolo 6 § 1 della Convenzione*". Ne discende quindi che "*il contraddittorio che si svolge nell'ambito del procedimento sanzionatorio rimane, quindi, un contraddittorio di tipo verticale, in cui il privato si confronta con un soggetto che non si colloca in posizione di parità, ma ha un ruolo di superiorità, essendo lo stesso soggetto titolare del potere di irrogare la sanzione*". Questo modello procedimentale viola, dunque, "*il principio del contraddittorio che è legislativamente previsto: non vi è alcun dubbio difatti che "la fase del procedimento sanzionatorio che si svolge davanti alla Consob presenti numerose criticità (che neanche il successivo regolamento del 2013 riesce a superare), sul piano del rispetto del c.d. fair trial"*³⁹. E questo perché alla limitata partecipazione iniziale, segue il procedimento sanzionatorio in totale assenza di contraddittorio. Nella fase istruttoria, infatti, dopo la contestazione dell'addebito, agli interessati non viene garantito "*un vero e proprio diritto di difesa, con contraddittorio pieno*" instaurandosi il contraddittorio "*unicamente tra costoro e la Divisione competente che ha compiuto gli accertamenti sfociati nella contestazione*". Indubbiamente "*anche questo Ufficio, nel formulare la proposta per la Commissione, terrà conto delle medesime deduzioni difensive e di quelle ulteriori che gli siano nel frattempo pervenute. Non è previsto, però, che la proposta dell'Ufficio sanzioni amministrative sia comunicata alle controparti e che su di essa si instauri quindi alcuna forma di contraddittorio sia con l'Ufficio sanzioni prima dell'invio della relazione conclusiva, sia davanti alla Commissione*". "*Manca, quindi, qualunque interlocuzione tra l'ufficio titolare del potere di decisione finale e il soggetto che quella decisione subirà*".

sostanzialmente separate, mentre la Francia, che aveva un modello simile a quello italiano, ha dovuto riformare il sistema e separarlo sulla base di alcune decisioni della Corte EDU⁴⁰.

Questa decisione aveva alcuni pregi evidenti.

Da una parte si ricollegava alle decisioni della Corte EDU per quanto concerne la natura penale della sanzione, ma rivendicava parimenti la scelta del legislatore italiano di collocare già le garanzie del contraddittorio, della separazione tra attività istruttoria e decisoria, della pubblicità e della pubblica udienza, nella fase del procedimento. L'effetto, anche da un punto di vista dogmatico, era quello di non trasformare il procedimento in un processo, elevando però allo stesso tempo le garanzie del procedimento (quando si tratti di procedimenti sanzionatori sostanzialmente penali).

Come si accennava, tuttavia, la decisione sembrava rimasta un caso isolato. Il trasferimento della giurisdizione alla Corte di appello di Roma per le sanzioni della Banca d'Italia e alle Corti di appello, competenti per territorio per le sanzioni Consob, aveva fatto cadere nel vuoto quella decisione, sino a queste due sentenze che ne hanno rivitalizzato – e rafforzato – argomentazione ed effetti.

7. Le successive decisioni del Consiglio di Stato del 2019: la illegittimità dei regolamenti sanzionatori IVASS

Questa decisione è stata poi ripresa con e due sentenze del Consiglio di Stato che annullano una il regolamento sanzionatorio dell'IVASS e l'altra un atto di rettifica della contestazione della sanzione.

Come noto le sanzioni IVASS sono rimaste di competenza della giurisdizione amministrativa ma hanno caratteristiche sostanziali e procedurali del tutto speculari rispetto alle sanzioni della Consob (e della Banca d'Italia).

Nella prima (cronologicamente la seconda) si trattava di una sanzione di 27.000 euro irrogata a Unipol Sai S.p.a. per alcune violazioni del D.lgs. 209\2005 e del regolamento ISVAP 4 marzo 2008 n. 16⁴¹.

Secondo il Consiglio di Stato tale sanzione *“non è una sanzione penale in senso stretto, perché l'ordinamento non la qualifica come tale, ma ne ha il carattere sostanziale in base alla Convenzione europea dei diritti dell'Uomo, e in particolare ai c.d. criteri Engel, elaborati dalla Corte europea dei diritti dell'Uomo nella sentenza 8 giugno 1976 Engel e altri c. Paesi Bassi, Ciò si afferma argomentando dalla natura della norma che prevede l'infrazione, volta ad assicurare il buon andamento di un mercato rilevante come quello assicurativo, e quindi la tutela di interessi generali della società normalmente presidiati dal diritto penale, nonché sia dalla natura e particolare severità delle sanzioni applicabili, che possono ledere il credito dei soggetti interessati e produrre conseguenze patrimoniali importanti, come è evidente dai dati di cui si ragiona”*.

Richiamata la sentenza del 2015, e dunque i vincoli per l'autorità derivante dal d.lgs. 209 del 2015 che impone all'istituto di disciplinare il procedimento di applicazione delle sanzioni nel rispetto del principio del contraddittorio, il Consiglio di Stato esamina il regolamento n. 1\2013 dell'IVASS che si basa sui seguenti principi: l'organo interno competente contesta la violazione; il relativo atto viene notificato all'interessato e questi entro un termine può presentare le proprie difese nelle forme delle controdeduzioni, della produzione documentale e della richiesta di essere sentito. L'esito dell'istruttoria, comprensivo delle difese dell'interessato, è riportato in una relazione motivata, che

⁴⁰ Ampi riferimenti alla giurisprudenza relativa al caso francese in E. BINDI, A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia*, cit., 93 ss.

⁴¹ Si tratta della sentenza della VI Sezione del Consiglio di Stato n. 2042 del 28.3. 2019 e della sentenza della medesima Sezione del Consiglio di Stato n. 2043 del 28.3 2019.

è trasmessa al Servizio sanzioni, competente a predisporre la proposta motivata di sanzione o di archiviazione, proposta sulla quale decide il Direttorio.

Orbene, afferma il Consiglio di Stato *“nei termini appena illustrati, e analogamente al caso deciso dalla sentenza 1595\2015, si nota che il contraddittorio non è garantito appieno, dato che l’interessato non ha la possibilità di interloquire sulla relazione conclusiva sottoposta al servizio sanzioni, nella quale pure possono essere contenute valutazioni, in particolare la definitiva qualificazione giuridica dei fatti contestati, non necessariamente oggetto di confronto durante la fase istruttoria. La previsione regolamentare è quindi illegittima, la norma relativa va annullata e con essa l’ordinanza emessa sulla sua base”*.

Nella seconda l’IVASS, sempre in relazione ad UNIPOL SAI, dopo aver emesso una articolata contestazione di addebito, riteneva di dover tornare sulla contestazione ed emetteva un “atto di rettifica”. Mentre nell’atto originario le violazioni erano nove, costituenti in tutto tre illeciti amministrativi, con sanzione astrattamente applicabile in una somma pari a 12.000 euro nel minimo e 120.000 euro nel massimo, nell’atto di rettifica vi sono quarantadue violazioni corrispondenti ad altrettanti illeciti con conseguenza di una sanzione astrattamente applicabile assai superiore rispetto alla prima, sia nel minimo che nel massimo.

Qualificata ancora una volta la sanzione come sostanzialmente penale sulla base dei criteri *Engel*, il Consiglio di Stato ha richiamato la decisione della Corte Europea, II Sezione, 11 dicembre 2007, [*Drassich c. Italia*](#) secondo la quale la Convenzione richiede che l’incolpato sia informato tempestivamente non solo della causa dell’accusa, cioè dei fatti materiali posti a suo carico, ma anche, in modo dettagliato, della qualificazione giuridica data ad essi. Si tratterebbe dunque, secondo tale criterio interpretativo, non di una rettifica ma di una nuova contestazione illegittima perché *“a prescindere da ogni altro rilievo, è stata adottata evidentemente oltre il termine massimo di 120 giorni disponibili”*.

L’atto, inoltre, non sarebbe endoprocedimentale, e dunque non autonomamente lesivo, ma di natura provvedimentale *“perché volto, oltre che ad iniziare il procedimento sanzionatorio, anche ad orientarne l’esito in un certo modo in via preventiva, ovvero a dichiarare che l’istituto avrebbe applicato in un dato modo una norma di regolamento pertinente alla fattispecie”*⁴². Difatti, la nuova contestazione era volta *“per implicito ma inequivocabilmente, ad escludere l’applicabilità del più lieve trattamento sanzionatorio indicato dalla contestazione originaria”*.

Queste due decisioni sono accomunate da una unica matrice di pensiero: le sanzioni amministrative delle autorità di regolazione dei mercati finanziari sono, secondo i criteri consolidati della Corte EDU, sanzioni sostanzialmente penali. La letteratura su questo punto, sui criteri *Engel*, sulla applicazione dei criteri *Engel* a sanzioni che possono arrivare a milioni di euro, che sono pubblicate, che non possono essere assicurate proprio per garantirne l’effetto “punitivo,” è ormai così ampia che non occorre effettuare su questo aspetto particolari valutazioni.

Tuttavia, dice il Consiglio di Stato, non occorre cercare nei principi sovranazionali ciò che esiste già nella legislazione interna. La legge 28 dicembre 2005 n. 262, così come il d.lgs. 209 del 2015, traducono nell’ordinamento interno, sostanzialmente, i principi di cui all’art. 6 della Convenzione EDU, garantendo un livello di contraddittorio procedimentale con *standard* assai superiori rispetto al procedimento amministrativo disciplinato nella legge n. 241 del 1990 (e successive modificazioni).

Rispetto a tali sanzioni, inoltre, il sistema delle garanzie è maggiore, tanto che illecito e qualificazione giuridica dell’illecito debbono essere tra loro legati, con la conseguenza che la modifica della seconda costituisce non una rettifica ma una nuova contestazione.

⁴² Tar Lazio Roma sez. I, 16 febbraio 2012 n. 1620.

Queste linee interpretative sono invero del tutto coerenti con la giurisprudenza sovranazionale della Corte EDU non solo relativa all'Italia ma anche ad altri paesi, ed anche con le letture che la dottrina dette della legge 28 dicembre 2005 n. 262.

Rispetto a questa lettura e interpretazione, tuttavia, non può non evidenziarsi come la giurisprudenza dei giudici ordinari e della Cassazione, rimasti competenti per le sanzioni Consob e Banca d'Italia, (che presentano caratteristiche sostanziali e procedurali identiche alle sanzioni IVASS) sia non solo differente ma quasi oppositiva.

I regolamenti Consob e Banca d'Italia – anteriori alle modifiche quasi imposte dalla sentenza Grande Stevens e dalla sentenza del Consiglio di Stato – sono praticamente speculari, nella loro impostazione, al regolamento IVASS che è stato ora annullato dal Consiglio di Stato. Tuttavia, la Corte di cassazione ne ha sempre ribadito la legittimità, considerando più che sufficiente il livello di contraddittorio⁴³.

Abbiamo pertanto, in un settore sensibile quale quello finanziario, una spaccatura evidente nel livello delle garanzie, tutela dei diritti, e certezza del diritto. La qual cosa, tra l'altro, aumenta il rischio paese per investitori e operatori del settore.

8. Un problema aperto: l'applicazione alle sanzioni Consob del principio di retroattività favorevole

La mancata applicazione, da parte delle Corti interne, dei principi convenzionali in materia di sanzioni amministrative sostanzialmente penali ha escluso sino ad oggi la applicazione alle sanzioni della Consob (e a fortiori della Banca di Italia) il principio di retroattività favorevole.

Il principio di retroattività favorevole in materia penale ha oggi un duplice fondamento, interno e sovranazionale.

Da un punto di vista dell'ordinamento interno divieto di retroattività della legge penale e il principio della retroattività favorevole della medesima sono principi, come si dice, assiologicamente diversi. Il primo è collegato al principio di legalità (*nullum crimen sine lege*) a sua volta riconnesso con la funzione deterrente della pena e di orientamento e richiamo della norma penale; il secondo riconnesso invece al principio di eguaglianza e ragionevolezza, non ritenendosi costituzionalmente legittimo trattare in maniera differente due medesime situazioni quando il giudizio sul disvalore di un determinato illecito si sia modificato nel tempo. Il trattamento differenziato *ratione temporis* di offese di identico disvalore non sarebbe compatibile con il principio di eguaglianza che informa il testo costituzionale.

Da qui, peraltro, il differente *status* costituzionale dei due principi: il principio di irretroattività codificato nell'art. 25 della costituzione costituisce corollario del principio di legalità della pena,

⁴³ La Cassazione ritiene che i procedimenti sanzionatori, sia di Consob che di Banca di Italia sono legittimi (nella versione anteriore alle modifiche del 2013). La Corte richiama sempre il proprio precedente delle Sezioni Unite n. 2093 del maggio 2009 per sostenere che la mancata comunicazione della relazione USA (nel caso delle sanzioni Consob) e della mancata comunicazione della proposta conclusiva formulata al Direttorio della Banca di Italia (nel caso delle sanzioni Banca d'Italia) non inficia la legittimità del contraddittorio. Secondo la Corte, infatti, ai fini del rispetto del contraddittorio è sufficiente che venga effettuata la contestazione dell'addebito e siano valutate le eventuali controdeduzioni dell'interessato, dato che i precetti costituzionali riguardanti il diritto di difesa (art. 24 Cost.) e il giusto processo (art. 111 Cost) "*riguardano espressamente e solo il giudizio, ossia il procedimento giurisdizionale che si svolge davanti al giudice e non il procedimento amministrativo, ancorché finalizzato all'emanazione di provvedimenti incidenti su diritti soggettivi*". Il procedimento, infatti, è considerabile come amministrativo "*non partecipando tale procedimento della natura giurisdizionale del processo, che secondo la normativa citata è soltanto quella che si svolge davanti ad un giudice*". Cass., Sez.II, n. 1205 del 2017; conforme Cass., Sez.II, n. 770 del 2017, Cass., Sez.II, n. 8216 del 2016; Cass. SezII, n. 4725 del 2016

mentre silente è la costituzione riguardo al tema della retroattività favorevole, ricollegato giurisprudenzialmente ed a posteriori all'art. 3 della Costituzione.

La Corte costituzionale, infatti, ha più volte ribadito che il principio di eguaglianza previsto nell'art. 3 impone *“in linea di massima, di equiparare il trattamento sanzionatorio dei medesimi fatti, a prescindere dalla circostanza che essi siano stati commessi prima o dopo l'entrata in vigore della norma che ha disposto l'abolitio criminis o la modifica mitigatrice”*. Infatti, non *“sarebbe ragionevole punire (o continuare a punire più gravemente) una persona per un fatto che, secondo la legge posteriore, chiunque altro può impunemente commettere (o per il quale è previsto una pena più lieve)”*.

Anche se non mancano ulteriori fondamenti, che la dottrina ha rintracciato nel principio di proporzionalità in collegamento con il minor sacrificio necessario, eguaglianza e ragionevolezza costituiscono nella giurisprudenza costituzionale le pietre angolari della retroattività favorevole.⁴⁴

A questi riferimenti costituzionali interni, tuttavia, si sono aggiunti i vincoli sovranazionali, derivanti dall'art. 7 della CEDU come interpretato dalla Corte EDU, dall'art. 15 del Patto internazionale relativo ai diritti civili e politici, e dall'art. 49 paragrafo 1 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea come interpretato dalla Corte di Giustizia, quest'ultimo vincolante ex art. 11 della Costituzione.

Questo sistema sovranazionale, almeno sino alle “famose” sentenze gemelle del 2007, era stato utilizzato dalla Corte come criterio interpretativo delle norme costituzionali, piuttosto che come fondamento costituzionale autonomo –e per certi versi a questo punto espresso- del principio di retroattività favorevole.⁴⁵

Il che aveva una sua ragione, basata da un lato sul fatto che sia la Corte EDU, che la Corte di Giustizia non avevano ancora adottato una interpretazione costante sulla retroattività favorevole, e dall'altro lato che ancora non erano state adottate quelle decisioni del 2007 che, attraverso l'art. 117 della costituzione, ponevano le norme della CEDU così come interpretate dalla Corte EDU, ad un livello sopralegislativo nell'ordinamento interno.

Nel frattempo, tuttavia, l'ordinamento sovranazionale cominciava ad evolversi.

In una notissima sentenza del 2005 la Corte di Giustizia affermava che il principio di retroattività in *mitius* faceva parte delle tradizioni costituzionali comuni agli Stati membri e, pertanto, doveva essere considerato come parte integrante dei principi generali del diritto europeo che il giudice

⁴⁴ Così [Corte cost., sent. n. 236 del 2011](#), “considerato in diritto” n. 10, con osservazione di E. CACACE, *Fra deroghe allaretroattività della lex mitior e collocazione delle norme Cedu: ribadendo principi consolidati, aperture non irrilevanti della Corte Costituzionale. Nota a margine della sentenza 236/2011*, in [Forum di Quaderni costituzionali](#); al riguardo, cfr. F. VIGANÒ, *Sullo statuto costituzionale della retroattività della legge penale più favorevole: un nuovo tassello nella complicata trama dei rapporti tra Corte costituzionale e Corte EDU*, in M D'amico-B. Randazzo (a cura di), *Alle frontiere del diritto costituzionale. Scritti in onore di Valerio Onida*, Milano, 2011, 2005 ss. (pubblicato anche in [Diritto penale contemporaneo](#), 6 settembre 2011).

⁴⁵ Così Corte cost. n. 348 e n. 349/2007. Cfr., *ex multis*, sulle sentt. nn. 348 e 349, c.d. sentenze gemelle, cfr. in dottrina, C. ZANGHÌ, *La Corte costituzionale risolve un primo contrasto con la Corte europea dei diritti dell'uomo ed interpreta l'art. 117 della Costituzione: le sentenze n. 347 e 348 del 2007*, in [Consulta Online](#), Studi, 2007; A. RUGGERI, *La CEDU alla ricerca di una nuova identità, tra prospettiva formale-astratta e prospettiva assiologico-sostanziale*, in [Forum dei Quaderni costituzionali](#); A. GUAZZAROTTI, A. COSSIRI, *La CEDU nell'ordinamento italiano: la Corte Costituzionale fissa le regole*, *ivi*; D. TEGA, *Le sentenze della Corte costituzionale nn. 348 e 349 del 2007: la CEDU da fonte ordinaria a fonte “sub-costituzionale” del diritto*, in *Quaderni cost.*, n. 1, 2008, 133 ss.; R. DICKMANN, *Corte Costituzionale e diritto internazionale nel sindacato delle leggi per contrasto con l'art. 117 primo comma della Costituzione*, in [Federalismi.it](#); B. RANDAZZO, *Costituzione e Cedu: il giudice delle leggi apre una “finestra” su Strasburgo*, in *Giornale dir. Amm.*, n.1, 2008; C. PINELLI, *Sul trattamento giurisdizionale della CEDU e delle leggi con essa confliggenti*, in *Giur. Cost.*, 2007, p. 3523.

nazionale deve osservare quando applica il diritto nazionale adottato per attuare il diritto europeo, e, nella fattispecie il diritto societario.⁴⁶

La clausola generale delle “tradizioni costituzionali comuni” serviva tuttavia, ad attrarre nel diritto europeo un principio non ancora codificato con la forza dei trattati europei. L’art. 49 paragrafo 1 della Carta dei diritti fondamentali, infatti, che tale principio espressamente prevede, ha avuto espresso riconoscimento della forza dei trattati europei solo con la riforma di Lisbona. Quest’ultima, come noto, ha previsto all’art. 6 che *“L’Unione riconosce i diritti, le libertà e i principi sanciti nella Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea del 7 dicembre 2000 che ha la stessa forza dei trattati”*.

Dunque, oggi il principio di retroattività favorevole trova, a livello europeo, un duplice fondamento: l’art. 49 della Carta ma anche “le tradizioni costituzionali comuni”. E di questo doppio fondamento si ha traccia in una più recente sentenza della Corte di Giustizia, nella quale si afferma che il principio della retroattività favorevole, in quanto sancito dall’art. 49 della Carta, fa parte del diritto primario dell’Unione. Ma che *“ancor prima dell’entrata in vigore del Trattato di Lisbona, che ha conferito alla Carta lo stesso valore giuridico dei trattati, la Corte ha dichiarato che tale principio deriva dalle tradizioni costituzionali comuni agli Stati membri e pertanto doveva essere considerato parte integrante dei principi generali del diritto dell’Unione che il giudice nazionale deve rispettare quando applica il diritto nazionale”*⁴⁷.

La posizione della Corte di Giustizia, ed in particolare il riconoscimento del principio di retroattività favorevole come tradizione costituzionale comune, ha avuto la funzione di spingere anche la Corte EDU ad una lettura dell’art. 7 della Convenzione che ricomprendesse questo principio.

Nella sentenza [Scoppola](#) del 2010, il principio della retroattività favorevole, infatti, è ricondotto all’art. 7 della Convenzione EDU in quanto principio generale del diritto europeo e internazionale. E una tale interpretazione nasce dall’esigenza di assoggettare l’interpretazione delle norme della Convenzione ad una interpretazione dinamico-evolutiva che le possa rendere coerenti con i principi riconosciuti da altre carte, dato che la CEDU costituisce un articolato sistema di norme che deve necessariamente essere interpretato alla luce delle garanzie che nel tempo vengono riconosciute negli Stati democratici. Per queste ragioni il riconoscimento del diritto all’applicazione retroattiva della norma più favorevole è stato qualificato dalla Corte EDU come *“principio fondamentale del diritto penale”*.⁴⁸ Da quel momento, è opportuno osservare, tale principio è sempre stato ribadito dalla Corte EDU.

In conseguenza di questa evoluzione sovranazionale, e proprio della sentenza c.d. Scoppola della Corte EDU, la Corte costituzionale nel 2011, e per completare la circolarità di questo principio anche a livello nazionale, affermò che il principio di retroattività in *mitius* ha *“attraverso l’art. 117 primo comma della Costituzione acquistato un nuovo fondamento con l’interposizione dell’art. 7 della CEDU, come interpretato dalla Corte di Strasburgo”*.

Dunque, potrebbe dirsi che oggi i fondamenti costituzionali del principio di retroattività favorevole si rintracciano in quattro fonti diverse:

⁴⁶ Cfr. Corte di giustizia CE, 3 maggio 2005, cause riunite C-387\02, C-391\02 e C-403\02, *Berlusconi e a.* in *Raccolta*, I, 3565. Sul punto cfr. S. BASTIANON, *La Corte di giustizia e le leggi retroattive*, in *Le leggi retroattive nei diversi rami dell’ordinamento*, in C. Padula (a cura di), *Le leggi retroattive nei diversi rami dell’ordinamento*, cit., 46.

⁴⁷ Corte di giustizia UE, 6 ottobre 2016, causa C-218\15, *Paoletti e a.*

⁴⁸ Corte EDU, Sez. II, sent. 17 settembre 2009, [Scoppola c. Italia](#), § 106. In particolare, la Corte fa riferimento all’art. 9 della Convenzione americana sui diritti dell’uomo; al già citato art. 49, paragrafo 1 CDFUE; alla già citata sentenza 3 maggio 2005 della Corte di giustizia delle Comunità europee; all’art. 24, paragrafo 2,2 dello Statuto della Corte penale internazionale; alla giurisprudenza del Tribunale penale internazionale per i fatti nella ex-Jugoslavia (TPIY). Così espressamente P. PROVENZANO, *La retroattività in mitius delle norme sulle sanzioni amministrative*, in *Riv.dir.publ.com.* 2012, 891.



L'art. 3 della costituzione in relazione al suo significato di eguaglianza formale e ragionevolezza;
L'art. 117 della Costituzione attraverso l'art 7 della CEDU (norma interposta)

L'art. 11 della costituzione come clausola di immissione dell'art. 49 della Carta europea, giusto il rinvio ad esso dell'art. 6 del trattato di Lisbona.

Le tradizioni costituzionali comuni, previste come fonte nel trattato UE

Ora, l'esistenza di fondamenti costituzionali differenti non costituisce un elemento indifferente rispetto all'efficacia della previsione.

Se infatti, ed apparentemente, può sembrare che nei primi due casi non vi siano differenze, posto che la competenza a giudicare di un eventuale contrasto tra norma interna e norma costituzionale sta in capo alla Corte costituzionale, se invece il medesimo principio ha anche rango o di una tradizione costituzionale comune o di una norma primaria europea, si pone il problema della disapplicazione da parte del giudice della norma interna contrastante, giusto il primato del diritto europeo sul diritto interno. Inoltre, in entrambi i casi si pone l'ulteriore problema delle possibili limitazioni a tale previsione. Ancora una volta: mentre se il fondamento costituzionale fosse solo nell'art. 3 della Costituzione la Corte è libera di individuare all'interno della Costituzione i possibili bilanciamenti a tale diritto, se si tratta di una norma di diritto primario europeo, a prima vista almeno, l'unico controlimite sarebbe identificabile nel c.d. nucleo duro della costituzione e non invece in qualunque norma costituzionale

9. Segue. *Primato del diritto europeo e retroattività favorevole*

Si è detto che il fatto che per lungo tempo la Corte costituzionale abbia collegato il principio di retroattività in *mitius* all' art. 3, anziché ad una norma costituzionale espressa che oggettivamente non v'è, ha prodotto come conseguenza uno statuto costituzionale della retroattività favorevole assai differente rispetto al principio del divieto di retroattività della legge penale. Mentre il primo costituisce, secondo una costante interpretazione della Corte costituzionale, un principio inderogabile, non limitabile, e pertanto sostanzialmente non bilanciabile con altri diritti, e tale giurisprudenza è stata definita come "rocciosa",⁴⁹ lo statuto del principio di retroattività favorevole "è suscettibile di limitazioni e deroghe legittime sul piano costituzionale, ove sorrette da giustificazioni oggettivamente ragionevoli". Il primo principio è dunque inderogabile, mentre il secondo è "ragionevolmente derogabile".

Il criterio di valutazione di tali limitazioni, e dunque del canone di ragionevolezza, fu poi espresso dalla Corte costituzionale nella sentenza n. 396 del 2006 (è il caso di ricordare che tale decisione è anteriore alle sentenze gemelle del 2007 sull'art. 117 della Costituzione ed anteriore alla firma del Trattato di Lisbona che attribuiva natura di diritto europeo alla Carta Europa dei diritti fondamentali).⁵⁰ In tale occasione la Corte utilizzò ancora le norme di diritto internazionale come strumento rafforzativo della esistenza del principio, affermando pertanto che lo scrutinio di costituzionalità ex art. 3 sulla "scelta di derogare alla retroattività di una norma più favorevole al reo deve superare un vaglio positivo di ragionevolezza, non essendo a tal fine sufficiente che la norma derogatoria non sia manifestamente irragionevole". Tale vaglio positivo di ragionevolezza consiste nella necessità di

⁴⁹ 23 Cfr. V. MANES, *Retroattività, diritto e processo penale*, cit. 129 che, tra le altre, ricorda Corte cost. n. 393 e n. 394/2006 e n. 236/2011.

⁵⁰ In quell'occasione, infatti, la Corte osservò che la retroattività in *mitius* della legge penale è affermata non solo a livello di legislazione ordinaria, dall'art. 2 cod. pen. ma anche nel diritto internazionale e nel diritto dell'Unione europea. La retroattività della *lex mitior* in materia penale è in particolare enunciata tanto dall'art. 15, comma 1 del Patto internazionale relativo ai diritti civili e politici concluso a New York il 16 dicembre 1966, ratificato e reso esecutivo con legge 25 ottobre 1977 n. 881 e dall'art. 49 paragrafo 1, terzo periodo.

tutelare interessi di rango costituzionale prevalenti rispetto all'interesse individuale in gioco e dunque non si sostanzia in una mera non manifesta irragionevolezza. Al contrario, occorre una motivazione specifica che individui tali interessi di rango costituzionale prevalenti, ed una dimostrazione che tali interessi non sono tutelati attraverso l'applicazione del principio di retroattività favorevole.

Ora, questo modello di giudizio, che potremmo definire "a ragionevolezza rafforzata dalle norme internazionali", che aveva una sua ragione e una sua coerenza anteriormente al 2007 (data delle sentenze gemelle che individuano la natura sub-costituzionale, attraverso l'art. 117 della Convenzione EDU così come interpretata dalla Corte EDU) e soprattutto anteriormente al 2009 (data di entrata in vigore del trattato di Lisbona che attraverso l'art. 6 attribuisce alla Carta Europea dei diritti fondamentali la forza dei trattati) può presentare qualche problematica proprio a seguito di questi mutamenti giurisprudenziali e normativi.⁵¹ Pare cioè inevitabile chiedersi se l'art. 117 della costituzione, che ha immesso nell'ordinamento con il rango di cui alle sentenze gemelle del 2007, la interpretazione dell'art. 7 della Convenzione e se l'art. 49 del TFUE, immesso con rango di diritto europeo ex art. 6 del Trattato di Lisbona (tramite poi l'art. 11 della Costituzione) consentono ancora questo tipo di giudizio di ragionevolezza che si basava su di una interpretazione dell'art. 3 della Costituzione, solo "rafforzata" dalle norme internazionali.

Per quanto concerne le decisioni della Corte EDU che interpretano le norme della Convenzione, da sempre la Corte costituzionale ha ritenuto di poter ribilanciare le decisioni interpretative della Corte EDU rispetto alle norme costituzionali. Tale indirizzo appare del resto coerente sul piano della teoria delle fonti: se le norme della Convenzione EDU, nel significato loro attribuito dalla Corte EDU, sono fonti sub-costituzionali ex art. 117 della Costituzione, ne consegue la legittimazione della Corte a farvi prevalere, se del caso, i principi della costituzione attraverso i consueti strumenti di bilanciamento. A tale proposito poco sposta il fatto che la retroattività favorevole sia – eventualmente – qualificata come inderogabile dalla Corte EDU. Tale inderogabilità vale certamente per le fonti primarie, ma non invece per le fonti di livello costituzionale data la natura sub-costituzionale della convenzione.

La questione invece dell'art. 49 del TFUE che prevede espressamente il principio di retroattività favorevole per la legge penale, nonché la qualificazione effettuata dalla Corte di Giustizia del principio di retroattività favorevole come tradizione costituzionale comune, presenta una serie di problemi più complessi. Si tratta infatti di definire preliminarmente:

se alle norme della carta si debbano applicare i principi degli effetti diretti e del primato del diritto europeo, enunciati con riferimento ai trattati a suo tempo dalle note sentenze Van Gend & Loos e Costa Enel o se le norme della Carta presentino specificità differenti.

Se il fondamento di tale principio anche come "tradizione costituzionale comune" produce ulteriori effetti rispetto a quelli eventualmente determinati al punto precedente.

Rispetto al primo profilo, l'art. 51 della Carta precisa che la medesima si applica agli Stati "esclusivamente nell'attuazione del diritto dell'Unione". Tale previsione è stata interpretata in vari modi dalla Corte di Giustizia. Prima infatti la Corte ha ritenuto che ricadono nel campo di applicazione della Carta solo le norme che attuano il diritto dell'Unione e le fattispecie da queste ultime considerate, poi, in una famosa sentenza sul *ne bis in idem* in materia fiscale, ha sostenuto che "*l'ambito di applicazione della Carta si estende ad ogni norma che ricade nell'ambito di applicazione del diritto dell'Unione*",⁵² quindi ha riconsiderato tale giurisprudenza adottando una interpretazione più restrittiva, ed infine più recentemente sembra averla nuovamente ampliata.

⁵¹ Cfr. al riguardo F. VIGANÒ, *La retroattività della norma più favorevole*, in R. Garofoli, T. Treu (dir. da), *Il libro dell'anno del diritto*, Istituto della Enciclopedia Italiana, Roma, 2014.

⁵² Corte di giustizia UE, 26 febbraio 2013, C-617/10, *Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson*, EU, C-2013-105 con la quale la Corte ha affermato che "*l'ambito di applicazione della Carta si estende ad ogni norma che ricade nell'ambito di applicazione del diritto dell'Unione*". Cfr. anche Corte di giustizia UE, 10 luglio 2014, C-198/13 *Hernandez*, EU-C.014-

Ora, ancorché questo aspetto possa presentare sfumature interpretative rilevanti in ordine alla determinazione di casi concreti, può però, in astratto ed in via generale, concludersi che per invocare la violazione delle norme della Carta, debba esistere un collegamento, più o meno stretto, tra la violazione rilevata ed il diritto europeo.

Detto questo però, in relazione all'ambito materiale di applicazione della Carta, altro e successivo problema è costituito dalla applicazione a tali norme del principio del primato.

Anche questa questione non è semplice per una certa qual diversità di interpretazioni tra la Corte costituzionale italiana e la Corte di Giustizia.

La Corte di Giustizia ha più volte affermato il dovere da parte dei giudici nazionali di disapplicare norme contrarie alla Carta, senza alcuna necessità di sollevare la questione alla Corte costituzionale. A tale proposito è anzi da ricordare che la Corte di Giustizia non ammette eccezioni al primato, neppure a fronte di norme costituzionali o a diritti fondamentali garantiti dalla costituzione nazionale, proprio ed espressamente per *“evitare che una tutela dei diritti fondamentali variabile a seconda del diritto nazionale considerato, pregiudichi l'unità, il primato e l'effettività del diritto dell'Unione”*⁵³.

Molto recentemente il principio del primato delle norme contenute nella Carta è stato ribadito – in relazione alle sanzioni amministrative- rispetto al principio del *ne bis in idem* (art. 50 della Carta). A tale proposito la Corte è quasi lapidaria: secondo costante giurisprudenza, dice la Corte *“le disposizioni del diritto primario che impongono obblighi precisi e categorici, che non richiedano, per la loro applicazione, alcun intervento ulteriore delle autorità dell'Unione o nazionali, attribuiscono direttamente diritti ai soggetti dell'ordinamento”*. E altrettanto chiara era stata la Corte alcuni anni prima, sempre in relazione alla applicabilità diretta dell'art. 50 quando aveva affermato che *“il giudice nazionale, incaricato di applicare, nell'ambito di propria competenza, le norme del diritto dell'Unione, ha l'obbligo di garantire la piena efficacia di tali norme, disapplicando all'occorrenza, di propria iniziativa, qualsiasi disposizione contrastante della legislazione nazionale, anche posteriore, senza doverne chiedere o attendere la previa rimozione in via legislativa o mediante qualsiasi altro procedimento costituzionale”*⁵⁴.

Come ben noto su questo punto sembra esservi una differenza di vedute tra la Corte di Giustizia e la Corte costituzionale italiana, quest'ultima in contrario avendo sostenuto – sia pure a livello di obiter dictum – che la difformità tra legge italiana e una norma della Carta produrrebbe la necessità della sollevazione della questione alla Corte costituzionale, per il livello “materialmente” costituzionale dei principi espressi nella Carta stessa. Nondimeno questo contrasto sarebbe ricomposto se la

2055, con la quale la Corte ha affermato che il solo fatto che una norma nazionale ricada in una materia nella quale l'U.E. è competente non può collocare tale norma nella sfera del diritto dell'Unione perché è necessario che la legge nazionale abbia lo scopo di attuare gli stessi obiettivi di una norma dell'UE.

⁵³ Si veda il caso *Melloni* relativo ad un rinvio pregiudiziale del Tribunale costituzionale spagnolo. In tale caso la Corte aveva dichiarato che il primato del diritto dell'U.E. si applica anche ai diritti fondamentali sanciti dalle costituzioni nazionali quando l'atto dell'Unione ha operato un'armonizzazione di tale normativa. Cfr. Corte di giustizia UE, 26 febbraio 2013, C-399/11, *Melloni*, E.U. C. 2013-107.

⁵⁴ Corte di giustizia UE, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-537/16, *Garlsson Real Estate S.A. e a.* Sul punto, v. F. VIGANÒ, *Le conclusioni dell'Avvocato Generale nei procedimenti pendenti in materia di ne bis in idem tra sanzioni penali e amministrative in materia di illeciti tributari e di abusi di mercato*, in *Diritto penale contemporaneo*, 9/2017, 208 ss.; E. BINDI, A. PISANESCHI, *Una svolta “europea” nell'interpretazione del ne bis in idem rispetto alle sanzioni amministrative sostanzialmente penali. Le conclusioni dell'Avvocato generale alla Corte di Giustizia*, in *Giustamm.it*, 10/2017, 1 ss.; E. BINDI, A. PISANESCHI, *La Corte di Giustizia: il doppio binario nei reati di market abuse è illegittimo e l'art. 50 della Carta europea dei diritti fondamentali è norma direttamente applicabile*, in *Osservatorio AIC*, fasc.2/2018, 14 luglio 2018, 1 ss.; M. MERSINI, *Applicazione ed evoluzione del principio del ne bis in idem: il revirement della Corte EDU e il decisum della Corte di Giustizia nelle cause Menci (C-524/15), Garlsson Real Estate e a. (C-537/16) e Di Puma e Zecca (C-596/16 e C-597/16)*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 1/2018; E. DESANA, *Ne bis in idem: l'infinito dialogo fra Corti e legislatore*, in *Giur. it.*, febbraio 2019, 348 ss.

considerazione della Corte fosse interpretata nel senso della necessaria sollevazione solo in presenza di norme che non impongono obblighi precisi e categorici, fermo restando il principio del primato in tutti gli altri casi. E dato che la previsione espressa della retroattività favorevole non si presta ad interpretazioni, essendo a tutti gli effetti, una volta prescritto, un obbligo preciso e categorico non diverso (in quanto alla sua natura prescrittiva) dal divieto di retroattività della legge penale, o dal divieto di *ne bis in idem* (art 50), dovrebbe discenderne la diretta applicabilità in conseguenza del principio del primato.

Se però si accede a questa tesi, ne consegue immediatamente che i bilanciamenti e i limiti che la Corte costituzionale ha ritenuto ammissibili rispetto alle leggi penali favorevoli –pur nei limiti della ragionevolezza positiva di cui abbiamo parlato– in conseguenza del fondamento ex art. 3 della Costituzione, dovrebbero venire meno. I controlimiti al primato del diritto europeo, per consolidata giurisprudenza della Corte costituzionale, si rintracciano infatti non in ogni diritto costituzionalmente previsto, ma solo nel c.d. “nucleo duro” della Costituzione.⁵⁵ Per conseguenza, il principio di retroattività della legge favorevole verrebbe ad assumere, nel nostro ordinamento ed in conseguenza dell’art. 49 della Carta, uno *status* costituzionale assai simile al principio della irretroattività della legge penale che non è un principio bilanciabile con altri diritti.

Il fatto poi che il fondamento del principio della retroattività favorevole sia rintracciabile anche nelle tradizioni costituzionali comuni, non sposta questi profili. Anche le tradizioni costituzionali comuni costituiscono, giusto il rinvio del trattato, diritto europeo rispetto al quale vale il principio del primato. La differenza principale sta invece nel fatto che mentre le norme della Carta, come si è detto, si applicano solo in collegamento con il diritto europeo giusta la previsione dell’art. 51 della medesima Carta, le tradizioni costituzionali comuni non sono assoggettate a questa limitazione. Per conseguenza, il principio della retroattività favorevole dovrebbe applicarsi, in quanto tradizione costituzionale comune, con gli effetti del primato, non solo a quelle materie c.d. armonizzate, cioè oggetto di normazione europea, ma a qualunque campo materiale del diritto.

10. Segue. *Sanzioni amministrative sostanzialmente penali e retroattività favorevole*

Così delimitato il quadro delle fonti – e i problemi attuali – della retroattività in *mitius* rispetto alle leggi penali, possiamo analizzare la questione rispetto alle sanzioni amministrative.⁵⁶

In passato un consolidato orientamento dottrinale e giurisprudenziale riteneva inapplicabile il principio della retroattività favorevole alle sanzioni amministrative. Il sistema sanzionatorio

⁵⁵ La dottrina in materia di controlimiti è, come noto, sterminata; cfr. *ex multis*, M. CARTABIA, *Principi inviolabili e integrazione europea*, Milano, Giuffrè, 1995; F. DONATI, *Diritto comunitario e sindacato di costituzionalità*, Milano, 1995; G. STROZZI, *Limiti e controlimiti nell'applicazione del diritto comunitario*, in *Studi sull'integrazione europea*, n. 1/2009, 24 ss.; A. RUGGERI, *Le pronunzie della Corte costituzionale come “controlimiti” alle cessioni di sovranità a favore dell'ordinamento comunitario (A margine di Cons. stato, sez. V, n. 4207 del 2005)*, in *“Itinerari” di una ricerca sul sistema delle fonti*, vol. IX, Torino, 2006, 398; ID., *La Corte aziona l'arma dei “controlimiti” e, facendo un uso alquanto singolare delle categorie processuali, sbarra le porte all'ingresso in ambito interno di norma internazionale consuetudinaria (a margine di Corte cost. n. 238 del 2014)*, in [Consulta Online](#), 2014; T. GROPPI, *La Corte costituzionale e la storia profetica. Considerazioni a margine della sentenza n.238/2014 della Corte costituzionale italiana*, in [Consulta Online](#), *Studi*, 1/2015, 1 ss.; R. CALVANO, *La Corte costituzionale e i “Controlimiti” 2.0*, in [Federalismi.it](#), 26 febbraio 2016.

⁵⁶ La questione è stata analizzata *funditus* da P. PROVENZANO, *La retroattività in mitius delle norme sulle sanzioni amministrative*, cit., 877 ss., anche alla luce della normativa e della giurisprudenza sovranazionale. Già in quell'articolo, anteriore alla sentenza Grande Stevens della Corte EDU, e assai anteriore a molti interventi della Corte costituzionale su cui infra, si individuano i problemi della costruzione tradizionale della retroattività favorevole rispetto alle sanzioni afflittive in conseguenza della giurisprudenza CEDU.

amministrativo era considerato autonomo rispetto a quello penale e per tale ragione si escludeva ogni possibilità di interpretazione analogica.⁵⁷

La retroattività favorevole era possibile solo nei casi espressamente previsti dal legislatore che venivano intesi come una eccezione alla regola generale. Gli ancoraggi normativi erano individuati nella legge 689 del 1981 che non prevede alcuna norma in relazione a questo profilo, nell'art. 11 delle preleggi che prevede il divieto di retroattività della legge (cosa assai illogica dato che tale principio viene costantemente derogato dal legislatore), e soprattutto, nel divieto di applicazione analogica di norme aventi carattere eccezionale (art. 14 preleggi). Inoltre, si argomentava che il c.d. *favor libertatis* che caratterizza le norme penali, sarebbe estraneo al sistema sanzionatorio amministrativo, rispetto al quale prevarrebbero le esigenze di celerità, prevedibilità e certezza della contestazione e del recupero delle somme. Ne conseguiva una rigorosa applicazione, da parte della giurisprudenza, del principio "*tempus regit actum*".

Solo pochi orientamenti dottrinali, qualificabili come minoritari, sostenevano che avendo la sanzione amministrativa una rilevante componente afflittiva, essa deve essere rapportata alla valutazione che l'ordinamento storicamente operi della condotta che si intende reprimere.⁵⁸ Inoltre, pur essendosi sostenuto che in conseguenza di queste varie – e spesso poco razionali – eccezioni alla regola, si era venuto a creare nell'ordinamento una evidente disparità di trattamento, in violazione del principio di eguaglianza, la Corte costituzionale aveva sempre ritenuto manifestamente infondata la questione, limitando la operatività della norma alla sola fattispecie –eccezionalmente- prevista.⁵⁹ E questo orientamento è stato anche di recente confermato dalla giurisprudenza di legittimità quando, in presenza ad esempio di una nuova normativa favorevole in tema di sanzioni antiriciclaggio, per espressa previsione legislativa applicabile in questo caso retroattivamente, la giurisprudenza ne ha ribadito la natura eccezionale.⁶⁰

Questa teoria della netta separazione ordinamentale tra il mondo della sanzione penale e il mondo della sanzione amministrativa, ha iniziato a mostrare crepe rilevanti in conseguenza della giurisprudenza della Corte EDU, che costretta a valutazioni di natura sostanziale e non formale (dovendo decidere su questioni che riguardano le legislazioni degli Stati aderenti alla Convenzione, molto diversi tra loro per tradizione giuridica) ha ben presto smontato nei fatti il modello dogmatico duale (sfera penale-sfera amministrativa), anche per evitare la c.d. "truffa delle etichette".

⁵⁷ Per questa impostazione in dottrina cfr. C.E. PALIERO, A. TRAVI, *La sanzione amministrativa. Profili sistematici*, Milano 1988, 185; G. PAGLIARI, *Profili teorici della sanzione amministrativa*, Padova 1988, 220; A. VIGNERI, *Profili generali della sanzione amministrativa*, in N.L.C., 1982, 876. Anche in giurisprudenza l'orientamento è consolidato. Cfr. per un quadro complessivo I. NACCI, *Rassegna di giurisprudenza sulle sanzioni amministrative (anni 1995-1999)* in *Resp. civ. e prev.* 2000, 262.

⁵⁸ M.A. SANDULLI, *Le sanzioni amministrative pecuniarie, Principi sostanziali e procedurali*, Napoli 1983; C. AMATUCCI, *La disciplina sostanziale dell'illecito amministrativo*, in R. Bertolini, G. Lattanzi, E. Lupo, L. Violante (a cura di), *Modifiche al sistema penale*, Milano 1982, vol. I, 164 ss.

⁵⁹ Cfr. [Corte cost., ord. n. 501/2002](#), poi confermata da [Corte cost., ord. n. 245/2003](#). Queste decisioni hanno condotto il Consiglio di Stato a ritenere che "in materia di sanzioni amministrative non è dato rinvenire, in caso di successioni di leggi nel tempo, un vincolo imposto al legislatore nel senso dell'applicazione della legge posteriore più favorevole, rientrando nella discrezionalità del legislatore –nel rispetto del limite della ragionevolezza- modulare le proprie determinazioni secondo criteri di maggiore o minore rigore a seconda della materia oggetto di disciplina; ciò comporta che non può ritenersi irragionevole che, in riferimento a particolari tipologie di illeciti amministrativi (ad esempio tributari e valutari) sia stato espressamente introdotto, anche in materia di sanzioni amministrative, il principio di applicabilità retroattiva della legge più favorevole, valevole in generale nella materia penale" (Cons. Stato, Sez. VI, 30 giugno 2010, n. 3497). La sentenza è citata da P. PROVENZANO, *La retroattività in mitius delle norme sulle sanzioni amministrative*, cit., 882.

⁶⁰ Il d.lgs. n. 90 del 2017 all'art. 69 prevede infatti l'applicazione retroattiva del nuovo regime sanzionatorio più favorevole in materia di antiriciclaggio. La Corte di Cassazione, Sez. II, 20 maggio 2019 n. 13509, ha affermato che si tratta di una norma speciale in deroga al collaudato principio del *tempus regit actum* valido per tutte le sanzioni amministrative.

Si è già trattato del percorso seguito dalla Corte EDU per definire la natura sostanzialmente penale delle sanzioni.

Occorre adesso verificare gli orientamenti delle Corti, costituzionale ed Europea sull'applicabilità della retroattività favorevole alle sanzioni amministrative sostanzialmente penali.

11. Segue. *Le linee interpretative della giurisprudenza costituzionale*

Non è tuttavia facile ricostruire in maniera coerente e possibilmente sistematica le linee di pensiero su questo tema della Corte costituzionale, almeno sino alla sentenza n. 63 del 2019. Le decisioni della Corte, infatti, appaiono rifuggire da una ricostruzione complessiva –con la notevole eccezione della sentenza del 2019- legandosi assai alla logica del caso per caso.

Si possono tuttavia individuare tre fasi nello sviluppo della giurisprudenza costituzionale su questo argomento: una prima fase anteriore alle sentenze gemelle del 2007 nel quale il problema è affrontato esclusivamente in un'ottica di diritto interno; una seconda fase che va dalle sentenze gemelle alla sentenza n. 63 del 2019, nella quale la Corte pur valutando il problema sovranazionale si lega però al caso per caso rifiutando una impostazione dogmatica complessiva del problema; una terza fase iniziata con la sentenza n. 63 del 2019 nella quale invece la Corte costruisce un sistema integrato di diritto interno e sovranazionale.

La prima fase è eminentemente caratterizzata dal problema della possibile estensione ad altre situazioni delle norme sanzionatorie che prevedono la retroattività favorevole. Come abbiamo già accennato, tuttavia, la Corte costituzionale in questo periodo non ritiene che tale estensione violi il principio di eguaglianza. Rientrerebbe infatti nella discrezionalità del legislatore scegliere le differenti situazioni meritevoli di un trattamento retroattivamente favorevole con il solo vincolo della evidente irragionevolezza.⁶¹ Le analisi della Corte in questa fase – anche in conseguenza certo del modello incidentale del giudizio- non contengono alcun riferimento alla normativa sovranazionale né di natura convenzionale né di natura europea (del resto il Trattato di Lisbona è entrato in vigore nell'anno 2009).

Nella seconda fase, dopo le sentenze gemelle e soprattutto dopo la sentenza Grande Stevens del 2014 della Corte EDU.⁶² la giurisprudenza costituzionale abbandona il problema della disparità di trattamento per concentrarsi invece sui principi sovranazionali. In questa fase la Corte ha alcune incertezze tanto che si possono distinguere almeno due diverse linee di tendenza nella sua giurisprudenza.

Una prima linea di tendenza può essere rintracciata in quell'orientamento che non riteneva ammissibili, rispetto alle sanzioni sostanzialmente afflittive secondo i criteri *Engel*, illegittimità proposte in relazione ai parametri costituzionali e non convenzionali.⁶³

⁶¹ Si veda sul punto, ad esempio, [Corte cost. n. 501/2002](#).

⁶² Sul punto cfr. A. F. Tripodi, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della Consulta un assist ai giudici comuni*, in [Diritto penale contemporaneo](#), 9 marzo 2014; F. VIGANÒ, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?* (a margine della sentenza Grande Stevens della Corte EDU), in [Diritto penale contemporaneo](#), 3-4/ 2014, 219 ss.; G. DE AMICIS, *Ne bis in idem e "doppio binario" sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza "Grande Stevens" nell'ordinamento italiano*, [ivi](#), 201 ss.; B. BARMANN, *Dopo il caso Grande Stevens: la via italiana al giusto procedimento*, in *Giornale di diritto amministrativo* 3/2017, 306 ss., nonché E. BINDI, *L'incidenza delle pronunce della Corte EDU sui procedimenti sanzionatori delle autorità amministrative indipendenti*, in *Giur. cost.*, 2014, 3007 ss.

⁶³ Cfr. [Corte cost. n. 109/2017](#), di inammissibilità perché il giudice aveva sollevato questione di costituzionalità di una sanzione, definita afflittiva secondo i criteri *Engel*, rispetto all'art. 25 Cost. Sulla questione cfr. F. VIGANÒ, *Una*

La ragione starebbe nel fatto che la definizione di una sanzione come penale secondo i criteri *Engel*, porterebbe quella sanzione a beneficiare delle garanzie della Convenzione e non invece di quelle costituzionali, pensate per le norme penali in senso proprio.

Non sarebbe stato pertanto possibile, secondo questa visione, applicare l'art. 3 della Costituzione e quindi il principio di retroattività favorevole ad una sanzione amministrativa sostanzialmente afflittiva, mentre sarebbe stato possibile sollecitare una pronuncia di incostituzionalità in relazione all'art. 7 della Convenzione attraverso l'art. 117 della Costituzione.

Questo orientamento, oggettivamente formalistico, nascondeva però un modello teorico fortemente dualistico tra ordinamento internazionale e ordinamento interno, che era stato particolarmente sviluppato in questa materia dalla Corte di cassazione.

In alcune decisioni della Corte di cassazione si avvalorava infatti l'idea che l'ordinamento CEDU fosse del tutto separato dall'ordinamento interno, tanto che le sanzioni, qualificate come afflittive dalla Corte EDU, non potessero che beneficiare dell'art. 6 della Convenzione o al massimo delle altre norme convenzionali, ma mai di quelle costituzionali⁶⁴.

Come si dirà nel paragrafo successivo, questa linea interpretativa sembra ora definitivamente abbandonata a seguito della sentenza n.63 del 2019. Una seconda linea di tendenza, più aperta, sembrava invece quantomeno non escludere la possibilità che alle sanzioni amministrative sostanzialmente afflittive secondo i criteri *Engel* potessero applicarsi *anche* le garanzie costituzionali ed il principio della retroattività in *mitius*.

Con una sentenza del 2010 la Corte aveva infatti affermato che alle sanzioni amministrative di carattere afflittivo dovessero applicarsi le garanzie tipiche della pena (e quindi, implicitamente l'art. 25).⁶⁵

E con una successiva sentenza del 2014 (richiamando espressamente la prima) aveva dichiarato illegittima una legge che prevedeva la retroattività della sanzione amministrativa (*in peius*) ancora per violazione dell'art. 25.⁶⁶ In una decisione del 2016 aveva quindi sostenuto che la questione della retroattività della norma favorevole in materia di sanzioni amministrative deve essere valutata caso

nuova pronuncia della Consulta sull'irretroattività delle sanzioni amministrative, in [Diritto Penale Contemporaneo](#), 5/2017, 330.

⁶⁴ Cfr. Cass. civ., Sez. II, sent. n. 4725 del 2016, secondo la quale “sembra abbastanza evidente che ciò che costituisce ambito specifico di intervento della Corte europea è il riferimento alle regole del giusto processo da applicare anche al procedimento sanzionatorio che prevede conseguenze patrimoniali rilevanti; in tale limitato senso, dunque, quel procedimento sanzionatorio è considerato suscettibile di rientrare in un concetto lato di materia penale. Il che tuttavia non può legittimare di per sé l'estensione in ogni campo dei principi propri della materia penale ai diversi principi invece propri della materia amministrativa.”. In un'altra decisione, la Corte di Cassazione aveva sostenuto che “la nozione di pena, elaborata dalla Corte EDU è certamente più ampia rispetto a quella conosciuta nell'ordinamento nazionale, posto che quest'ultimo utilizza essenzialmente il criterio giuridico formale, mentre in ambito europeo rilevano anche criteri di carattere sostanziale e funzionale” e quindi “la ricorrenza di alcuni caratteri comuni non comporta di necessità, l'equiparazione della sanzione amministrativa a quella penale a tutti gli effetti, in virtù di assonanze formali, talvolta ridondanti nella magia delle parole “afflittività”. Cass. civ., Sez. II, sent. 10 marzo 2016, n. 4725.

⁶⁵ Corte cost., sent. n. 196 del 2010 cfr. A. TRAVI, *Corte europea dei diritti dell'uomo e Corte Costituzionale: alla ricerca di una nozione comune di “sanzione*, in *Giur. cost.*, 2010, 2323 ss.

⁶⁶ Corte cost., sent. n. 104/2016. In questa sentenza la Corte ha espressamente affermato che “l'esame di tale censura deve prendere le mosse dalla sentenza n. 196 del 2010, nella quale questa Corte ha affermato che dalla giurisprudenza della Corte di Strasburgo formatasi sull'interpretazione degli artt. 6 e 7 della CEDU, si ricava il principio secondo il quale tutte le misure di carattere punitivo-afflittivo devono essere soggette alla medesima disciplina della sanzione penale in senso stretto”. Detto principio sarebbe peraltro desumibile anche dall'art. 25, secondo comma, Cost. “il quale –data l'ampiezza della sua formulazione- può essere interpretato nel senso che ogni intervento sanzionatorio, il quale non abbia prevalentemente la funzione di prevenzione criminale (e quindi non sia riconducibile – in senso stretto- a vere e proprie misure di sicurezza) è applicabile soltanto se la legge che lo prevede risulti già vigente al momento della commissione del fatto sanzionato”.

per caso alla luce della tipologia della sanzione (se afflittiva o meno sulla base dei criteri *Engel*)⁶⁷. E in una decisione successiva, sia pure di inammissibilità, sembrava aver rafforzato questo principio⁶⁸. In definitiva in questa seconda fase la Corte ha manifestato una apertura al problema della retroattività favorevole per le sanzioni amministrative sostanzialmente afflittive sulla base dei principi sovranazionali, sia pure oscillando un poco tra l'avvalorare un modello fortemente dualista di netta separazione tra ordinamento costituzionale interno e ordinamento sovranazionale ed un sistema più integrato.

Ma la vera svolta è avvenuta nella terza fase, inaugurata con la [sentenza n. 63 del 2019](#).

12. Segue. *La sentenza n. 63 del 2019 della Corte costituzionale e l'applicazione del principio di retroattività favorevole alle sanzioni Consob in tema di abusi di mercato*

Con la [sentenza n. 63 del 2019](#) la Corte costituzionale, dopo una ricostruzione dei principi di diritto interno e di diritto sovranazionale sul tema, ha dichiarato incostituzionale una norma transitoria (art. 6, comma 2) del decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 72, attuativo della direttiva 2013\36 UE di modifica del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385 (c.d. TUB) e del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 (c.d. TUF), che escludeva la applicazione retroattiva di una notevole riduzione sanzionatoria in tema di abusi di mercato.

In questa decisione emerge un notevole cambio di rotta rispetto alla ricostruzione tradizionale del sistema delle garanzie di cui godono le sanzioni amministrative sostanzialmente penali. Mentre, come si è ricordato, in passato la Corte aveva distinto nettamente le garanzie penali costituzionali dalle garanzie convenzionali, sostenendo quasi che si trattasse di due sistemi di garanzie differenti, ognuno operante nella propria sfera, nella sentenza in questione questa differenza non solo non è rilevata, ma appare implicitamente negata. Il sistema delle garanzie penali è infatti ricostruito come un tutt'uno, conseguenza dell'intersecazione di norme e interpretazioni sovranazionali con norme e interpretazioni costituzionali.

Il ragionamento della Corte è lineare e segue i seguenti passaggi:

⁶⁷ Cfr. [Corte cost., sent. n. 193/2016](#), con osservazioni di P. PROVENZANO, *Sanzioni amministrative e retroattività in mitius, un timido passo avanti*, in [Diritto penale contemporaneo](#), 3/ 2016, 270 ss. e A. CHIRULLI, *La problematica applicabilità del principio di retroattività favorevole alle sanzioni amministrative*, in [Diritto penale contemporaneo](#), 3/2016, 247; M. GALDI, *La Corte esclude ancora l'estensione generalizzata alle sanzioni amministrative dell'applicazione retroattiva del trattamento più favorevole, ma apre la porta a valutazioni caso per caso*, in [Osservatorio AIC](#), 3/2016, 12 settembre 2016; M. BRANCA, *Nuove prospettive in tema di retroattività della "lex mitior" in tema di sanzioni amministrative*, in [Giur. cost.](#), 2016, 1397 ss.; M. SCOLETTA, *Materia penale e retroattività favorevole: il "caso" delle sanzioni amministrative*, in [Giur. cost.](#), 2016, 1401 ss.; D. BIANCHI, *Resta la frattura categoriale: il principio di retroattività "in mitius" non penetra nel diritto amministrativo punitivo*, in *Dir. pen. proc.*, 2017, 316 ss.. La Corte era stata adita dal giudice che riteneva come la tradizionale soluzione del principio *tempus regit actum* dovesse essere "rimeditata alla luce delle esigenze di conformità dell'ordinamento agli obblighi derivanti dall'adesione alla CEDU.

⁶⁸ [Corte cost., sent. n. 68/2017](#) con nota di F. VIGANÒ, *Un'altra deludente pronuncia della Corte costituzionale in materia di legalità e sanzioni amministrative punitive*, in [Diritto Penale Contemporaneo](#), 4/2017 Secondo la Corte, "l'art. 7 della CEDU, nella interpretazione della Corte Europea, "conosce difatti il fenomeno della successione di leggi penali nel tempo e lo risolve nel senso della necessaria applicazione della *lex mitior* (salvo le deroghe che questa Corte ha reputato conforme alla CEDU, ma che certamente non concernono il regime sanzionatorio, sent. n. 236 del 2011) sicché, ai fini del rispetto delle garanzie accordate dalla CEDU, il passaggio dal reato all'illecito amministrativo, quando quest'ultimo conserva natura penale ai sensi dell'art. 7 della Convenzione, permette l'applicazione retroattiva del nuovo regime punitivo soltanto se è più mite di quello precedente. In tal caso, infatti, e solo in tal caso, nell'applicazione di una pena sopravvenuta, ma in concreto più favorevole, non si annida alcuna violazione del divieto di retroattività, ma all'opposto una scelta in favore del reo." ("considerato in diritto" n. 7).

la retroattività in materia penale costituisce sia un principio di diritto costituzionale interno sia di diritto sovranazionale riconducibile all'art. 7 della CEDU e alla sua interpretazione da parte della Corte EDU⁶⁹ nel diritto internazionale e nel diritto dell'Unione Europea;

in tema di diritto interno la garanzia della retroattività *in mitius* è riconducibile all'art. 3 Cost., nel suo significato di divieto di trattare in maniera differente situazioni eguali;

il collegamento della garanzia con l'art. 3 Cost. produce, tuttavia, l'effetto che la garanzia non è assoluta. Essa può essere limitata quando tale limitazione sia funzionale alla tutela di un altro interesse costituzionalmente rilevante⁷⁰;

tale limitazione è, tuttavia, sottoposta a scrutinio di ragionevolezza. Nel senso precisato dalla stessa Corte che *“lo scrutinio di costituzionalità ex art. 3 Cost. sulla scelta di derogare alla retroattività di una norma più favorevole al reo deve superare un vaglio positivo di ragionevolezza, non essendo a tal fine sufficiente che la norma derogatoria non sia manifestamente irragionevole (sentenza n. 393 del 2006)”*⁷¹;

se alla Corte viene sottoposta una questione di legittimità costituzionale, la Corte deve decidere anche se la questione presenta profili di diritto europeo. È la Corte che può decidere di sollevare la questione pregiudiziale se essa non sia stata sollevata prima dal giudice. Quest'ultimo, peraltro, conserva il potere di sollevarla anche dopo la decisione della Corte costituzionale; parimenti il giudice, qualora vi siano i presupposti, può anche procedere alla disapplicazione per contrasto con le norme europee⁷².

Detto questo, e ricordate alcune decisioni nella quale la presenza di altri interessi costituzionalmente rilevanti aveva portato la Corte a ritenere costituzionalmente legittima la limitazione della

⁶⁹ Corte EDU, *Scoppola cit.*, con nota di C. PECORELLA, *Il caso Scoppola davanti alla Corte di Strasburgo (parte II)*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2010, 356 ss.; successivamente la Corte europea ha più volte confermato l'inclusione della retroattività favorevole nel contenuto di garanzia dell'art. 7: Corte EDU, Sez. I, sent. 27 aprile, 2010, *Morabito c. Italia*, ric. n. 4953/22; Corte EDU, Sez. III, sent. 24 gennaio 2012, *Mihai Toma c. Romania*, ric. n. 1051/06; Corte EDU, Sez. III, sent. 12 gennaio 2016, *Gouarré Patte c. Andorra*, ric. n. 33427/10; Corte EDU, Sez. V., sent. 12 luglio 2016, *Ruban c. Ucraina*, ric. n. 34503/04. Sul punto cfr. M. BIGNAMI, *La Corte EDU e le leggi retroattive*, in C. PADULA (a cura di), *Le leggi retroattive nei diversi rami dell'ordinamento*, cit., 51 ss., spec. 59 ss.; V. MANES, *Retroattività, diritto e processo penale (da Scoppola a Contrada)*, ivi, 125 ss.

⁷⁰ Per una ricostruzione degli orientamenti giurisprudenziali della Corte costituzionale in tema di principio di ragionevolezza-uguaglianza con riferimento al trattamento sanzionatorio cfr. V. MANES, *Principi costituzionali in materia penale (diritto penale sostanziale). Giurisprudenza sistematica (aggiornato al settembre 2014)*, 67 ss.

⁷¹ Così *Corte cost., sent. n. 63 del 2019*, punto 6.1 del *Considerato in diritto*.

⁷² Cfr., sul punto M. SCOLETTA, *Retroattività favorevole e sanzioni amministrative punitive: la svolta, finalmente, della Corte Costituzionale*, cit., il quale dapprima mette in luce come nel dispositivo della sent. n. 63 del 2019, non si richiami tra i parametri l'art. 49 CDFUE (che – come noto – riconosce espressamente la retroattività favorevole come diritto fondamentale dell'ordinamento eurounitario), sebbene nell'ordinanza di remissione questo parametro risultasse richiamato. Dopodiché sottolinea che nella sent. n. 63 del 2019, la Corte costituzionale non manca di precisare che rientra nelle sue competenze sindacare nel merito le questioni di c.d. “doppia pregiudizialità”, sollevate quindi sia in relazione a parametri interni, eventualmente “anche mediati dalla normativa convenzionale interposta”, sia in relazione, attraverso gli artt. 11 e 117 Cost., alle norme della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (CDFUE); ciò non toglie che il giudice comune può “procedere egli stesso al rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia UE, anche dopo il giudizio incidentale di legittimità costituzionale, e – ricorrendone i presupposti – [...] non applicare, nella fattispecie concreta sottoposta al suo esame, la disposizione nazionale in contrasto con i diritti sanciti dalla Carta” (cfr. il punto n.4.2 del *Considerato in diritto*). Pertanto, come evidenzia tale autore, “con questi brevi ma incisivi passaggi argomentativi, la Corte sembra smentire completamente quanto aveva invece espresso nella sentenza n. 269 del 2017” sebbene richiamato quale precedente: “infatti, non solo viene confermato – in senso correttivo rispetto alla 269 – quello che aveva già precisato la sentenza n. 20 del 2019, cioè la possibilità di adire la Corte di Giustizia sugli stessi profili e in relazione alla stessa fattispecie concreta su cui si sia già pronunciata la Corte Costituzionale; ma sembra venir meno anche il vincolo per il giudice comune di ‘accentrare’, in prima battuta, il giudizio di legittimità della disposizione interna, chiamando in causa la Corte Costituzionale in caso di “doppia pregiudizialità”.

retroattività favorevole⁷³, la Corte passa a considerare la questione della natura delle sanzioni amministrative in questione. Sul punto la Corte non ha alcuna difficoltà a considerare sostanzialmente penali le sanzioni in tema di abusi di mercato, sia facendo riferimento alla Corte di Strasburgo, ma anche all'ordinamento interno e alle decisioni della Corte di Giustizia. Del resto, già nella precedente decisione che abbiamo ricordato, n. 193 del 2016 la Corte aveva sostenuto che il principio di retroattività favorevole doveva applicarsi alle sanzioni amministrative, purché aventi natura sostanzialmente penale (e dunque non a tutte le sanzioni). Ora un massimo edittale così elevato è evidentemente afflittivo, e produce quella funzione di prevenzione e deterrenza che è tipica della sanzione penale.

Parimenti non è dato ravvisare, nella norma che esclude la retroattività, la tutela di alcun interesse costituzionalmente protetto. Anzi, secondo la Corte non appare ragionevole la previsione legislativa di rinviare la applicazione della norma alla approvazione di nuovi regolamenti Consob e Banca d'Italia. Tali regolamenti infatti *“concernono pressoché esclusivamente la procedura di accertamento della sanzione, e non influiscono sulla configurazione degli illeciti né - se non in misura marginalissima - sulla modalità di determinazione delle sanzioni amministrative pecuniarie, che qui viene direttamente in considerazione”*⁷⁴.

Il primo motivo di interesse, come si diceva, è costituito dalla ricostruzione, come parametro di riferimento, di un sistema di principi penalistici “integrato” da norme costituzionali, norme convenzionali, norme europee e norme internazionali. In questa ricostruzione, il principio di retroattività favorevole costituisce un principio generale dell'ordinamento sovranazionale e costituzionale, dove l'ancoraggio costituzionale all'art. 3 Cost. consente, all'ordinamento interno, la previsione di limitazioni solo allorquando ragionevolmente funzionali alla tutela di altri valori costituzionali.

Questa ricostruzione, anche senza voler evocare nuovi orientamenti monistici della Corte costituzionale, consente però di superare la visione di una sanzione amministrativa con regimi giuridici differenti (si applicano le garanzie penalistiche della convenzione ma non le garanzie penalistiche della Costituzione). La [sentenza n. 68 del 2017 della Corte costituzionale](#) ribadiva infatti quanto già affermato nella sent. n. 43 del 2017, che *“fermo restando l'obbligo, discendente dall'art. 117 primo comma Cost. di estendere alla ‘pena’ ai sensi dell'art. 7 della CEDU tutte le tutele previste dalla Convenzione, e quelle soltanto (sentenza n. 43 del 2017), l'illecito continua a rivestire per ogni altro aspetto carattere amministrativo”*⁷⁵. Risultava invero non facilmente comprensibile perché per il principio del *ne bis in idem* si dovesse fare riferimento ai principi della Carta e non ai principi costituzionali, o perché ancora ai principi convenzionali dovesse farsi riferimento per la tutela del principio di legalità penale, invece che anche alla Costituzione. Questa interpretazione, tra l'altro, avrebbe potuto a lungo andare ingenerare nei soggetti sanzionati una progressiva disaffezione verso la Costituzione e la Corte costituzionale, e di conseguenza finire per cercare tutela in ordinamenti esterni rispetto a quello costituzionale.

Il secondo punto di interesse consiste nel contrasto, a questo punto chiaramente esistente, tra la posizione della Corte costituzionale e la posizione della Corte di cassazione. Quest'ultima, infatti, aveva elaborato una giurisprudenza basata su due capisaldi:

⁷³ Cfr., ad esempio, [Corte cost., sent. n. 72 del 2008](#); analogamente [Corte cost., sent. n. 236 del 2011](#), con osservazioni di E. CACACE, *Fra deroghe alla retroattività della lex mitior e collocazione delle norme Cedu: ribadendo principi consolidati, aperture non irrilevanti della Corte Costituzionale. Nota a margine della sentenza 236/2011*, in *Forum di Quaderni costituzionali*.

⁷⁴ Così [Corte cost., sent. n. 63 del 2019](#), punto 6.4 del *Considerato in diritto*.

⁷⁵ [Corte cost., sent. n. 68/2017](#) cit. con commento di F. VIGANÒ, *Un'altra deludente pronuncia della Corte costituzionale in materia di legalità e sanzioni amministrative punitive* cit.

alle sanzioni amministrative sostanzialmente penali si applicherebbero solo le garanzie del giusto processo (art. 6 CEDU) e non le altre garanzie della Convenzione⁷⁶. E ciò sulla base della sentenza *Grande Stevens* che era riferita al giusto processo e che pertanto dovrebbe essere interpretata in senso stretto;

le norme costituzionali in materia penale si riferirebbero solo alle norme “formalmente” penali e non a quelle amministrative per le quali vige il principio *tempus regit actum*.

Questa tesi è smentita integralmente e decisamente, dalla Corte costituzionale, che rispetto al primo punto osserva che “è da respingere l’idea che l’interprete non possa applicare la CEDU, se non con riferimento ai casi che siano già stati oggetto di puntuali pronunce da parte della Corte di Strasburgo”, mentre rispetto al secondo punto, come abbiamo già detto, la Corte collega la retroattività della sanzione amministrativa all’art. 3 della Costituzione, integrando perfettamente i principi sovranazionali con i principi costituzionali e applicando pertanto i principi costituzionali penalistici anche alle sanzioni amministrative sostanzialmente penali.

Dunque, il principio *tempus regit actum* per le sanzioni formalmente amministrative, ma sostanzialmente penali sulla base dei criteri *Engel*, è definitivamente venuto meno. Per queste ragioni non v’è dubbio alcuno che la sentenza costituisca un coraggioso passo in avanti rispetto alle decisioni precedenti, ed è anche legittimo che un organo di giustizia costituzionale, quando viene compiuto un passo avanti importante, non ritenga opportuno di doverne compiere due o tre contemporaneamente.

Nondimeno v’è da chiedersi in astratto se, dato il “ritrovato” fondamento del principio di retroattività favorevole nell’art. 49 della Carta Europea, sia ancora valido, anche per le sanzioni amministrative sostanzialmente penali, il tradizionale principio che la retroattività favorevole può essere limitata per la tutela di altri diritti costituzionali che non siano i principi fondamentali costituenti i c.d. controlimiti o nucleo duro della costituzione. E in verità, sulla base delle considerazioni che abbiamo svolto precedentemente, la risposta dovrebbe essere negativa, sia nel caso che si faccia riferimento all’art. 49 della Carta (in quel caso in riferimento al solo diritto europeo) o invece alle tradizioni costituzionali comuni (in quel caso non essendovi il limite del solo diritto europeo). Il principio del primato del diritto europeo imporrebbe infatti la disapplicazione della norma interna contrastante con la retroattività favorevole da parte del giudice, come confermato da un chiaro passaggio della Corte: “a questa Corte non può ritenersi precluso l’esame nel merito delle questioni di legittimità costituzionale sollevate con riferimento sia a parametri interni, anche mediati dalla normativa interposta convenzionale, sia – per il tramite degli artt. 11 e 117 primo comma Cost – alle norme corrispondenti alla Carta che tutelano nella sostanza, i medesimi diritti; e ciò fermo restando il potere del giudice comune di procedere egli stesso al rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia UE, anche dopo il giudizio incidentale di legittimità costituzionale, e – ricorrendone i presupposti – di non

⁷⁶ Si veda ad es. Cass. civ., sez. I, 2 marzo 2016, n. 4114, che testualmente afferma “sembra abbastanza evidente che ciò che costituisce ambito specifico di intervento della Corte europea è il riferimento alle regole del giusto processo da applicare anche al procedimento sanzionatorio che prevede conseguenze patrimoniali rilevanti; in tal limitato senso, dunque, quel procedimento sanzionatorio è considerato suscettibile di rientrare in un concetto lato di materia penale. Il che tuttavia non può legittimare, di per sé, l’estensione in ogni campo dei principi propri della materia penale ai diversi principi invece propri della materia degli illeciti amministrativi”. Inoltre, la nozione di pena nell’ordinamento interno sarebbe differente rispetto alla nozione di pena accolta dalla Corte EDU, tanto che la “ricorrenza di alcuni caratteri comuni non comporta, di necessità, l’equiparazione della sanzione amministrativa a quella penale a tutti gli effetti, in virtù di assonanze formale, talvolta ridondanti nella magia della parola ‘afflittività’”: cfr. sul punto Cass. civ. Sez. II, 30 giugno 2016 n. 13433. Su questa sentenza cfr. il commento di F. VIGANÒ, *Il dialogo difficile: ancora fraintendimenti della Cassazione civile sulla giurisprudenza della Corte EDU in materia di sanzioni Consob e retroattività in mitius*, in *Diritto penale contemporaneo*, 7 marzo 2017. Per una sintesi della giurisprudenza della Corte di Cassazione, cfr. E. BINDI, A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d’Italia. Procedimenti e doppio binario al vaglio della Corte Europea dei Diritti dell’Uomo*, Torino, 2018, 172 ss.

applicare nella fattispecie concreta sottoposta al suo esame, la disposizione nazionale in contrasto con i diritti sanciti dalla carta. Laddove però sia stato lo stesso giudice comune a sollevare una questione di legittimità costituzionale che coinvolga anche le norme della Carta, questa Corte non potrà esimersi, eventualmente previo rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia U.E., dal fornire una risposta a tale questione con gli strumenti che le sono propri.” Del resto, se si ammette la possibilità della disapplicazione, per definizione si esclude la possibile esistenza di interessi interni superiori che possono impedire l’operatività del primato europeo.

Certo, se le norme non sono auto applicative, e se si tratta di bilanciare principi complessi, rimane ancora valido “l’invito” della Corte a sollevare la questione di legittimità costituzionale, anche per giungere ad una decisione con effetti erga omnes, come peraltro ribadito nella sentenza n. 20 del 2019.⁷⁷ Tuttavia, non pare che si possa considerare il principio di retroattività *in mitius* come una norma non autoapplicativa. La regola contenuta in tale principio è di per sé chiarissima e non necessita di specificazione alcuna: così come le norme penali non si possono applicare retroattivamente, le norme favorevoli si applicano retroattivamente.

Evidentemente, come dice la Corte, se il giudice ritiene però di sollevare la questione la Corte non si spoglia della questione attraverso una decisione di inammissibilità. Prevale in questo caso l’interesse ordinamentale ad una pronuncia con effetti *erga omnes*.

13. Segue. *La fine della storia: la l’applicazione del principio di retroattività favorevole a tutte le sanzioni sostanzialmente penali secondo la Corte di Giustizia*

La questione della applicazione retroattiva delle norme più favorevoli alle sanzioni amministrative aventi carattere sostanzialmente penale sulla base dei criteri *Engel* sembra ora arrivata ad una sua definizione con la sentenza della Corte di Giustizia (Grande Sezione) del 1° agosto 2025. Per quanto tale soluzione fosse logica e necessitata, si tratta comunque della prima decisione della Corte di Giustizia (in assenza sino ad ora di un pronunciamento della Corte EDU) che estende l’art 49 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea che prevede che “nessuno può essere condannato per un’azione o un’omissione che al momento in cui è stata commessa non costituiva reato secondo il diritto interno o il diritto internazionale. Parimenti non può essere inflitta una pena più grave di quella applicabile al momento in cui il reato è stato commesso. Se successivamente alla Commissione del reato la legge prevede l’applicazione di una pena più lieve, occorre applicare quest’ultima”.

La questione era semplice e anche molto modesta nella sua entità. Si trattava di una sanzione di 200 euro inflitta ad un camionista ceco che non aveva fatto verificare presso un’officina specializzata il proprio tachigrafo, contrariamente all’obbligo previsto dalla legge della Repubblica Ceca in attuazione di un regolamento europeo. Nel corso del procedimento, in attuazione di altro regolamento europeo, la norma era stata modificata cancellando l’obbligo e la sanzione. Il giudice chiedeva se l’art. 49, nella sua ultima parte si dovesse applicare anche alle sanzioni amministrative.

La Corte risponde rilevando che quando le sanzioni amministrative presentano le caratteristiche tipiche dei criteri *Engel* (già fatti propri dalla Corte di Giustizia con la sentenza c.d. Bonda del 5 giugno 2012) deve applicarsi l’art. 49 della Carta. Infatti “l’applicazione dell’art. 49 della Carta si estende anche per gli illeciti che non sono qualificati come penali dal diritto nazionale a procedimenti e sanzioni che debbono essere considerati di natura penale” (punto 66). La Corte poi, pur non essendo

⁷⁷Corte cost., sent. n. 20 del 2019 nella quale la Corte afferma che la Carta ha prodotto un “concorso di rimedi giurisdizionali, arricchisce gli strumenti di tutela dei diritti fondamentali e, per definizione, esclude ogni preclusione”. Cfr. a commento A. RUGGERI, *La consulta rimette a punto i rapporti tra diritto eurounitario e diritto interno*, in [Consulta online](#), Studi, 2019, I, 113 e S. CATALANO, *Doppia pregiudizialità, una svolta opportuna della Corte costituzionale*, in [Federalismi.it](#), 22 maggio 2019.

competente in sede di rinvio pregiudiziale a qualificare le sanzioni come sostanzialmente penali o meno, precisa di poter *“fornire precisazioni che guidino detto giudice nella sua valutazione”* (punto 64).

Nell’ambito di queste precisazioni, dalle quali si comprende come la Corte sia incline a considerare tali sanzioni come sostanzialmente penali e che riguardano la afflittività e il fine non risarcitorio, ve ne sono però due meritevoli di approfondimento perché chiariscono da una parte alcuni profili non chiarissimi dei criteri *Engel* e dall’altra parte anche quando una norma debba essere considerata retroattiva ai fini dell’applicazione dell’art. 49 della Carta e quando non lo debba essere.

Il primo profilo riguarda la interpretazione di cosa debba intendersi per *“misura che riguardi il pubblico in generale”*. Si tratta di uno degli aspetti relativi alla natura della sanzione come penale secondo i criteri *Engel* che tuttavia presenta aspetti interpretativi che possono essere controversi.

Nel caso in questione, infatti, la sanzione aveva ad oggetto l’obbligo di tachigrafo verificato, obbligo che ovviamente riguarda solamente alcune categorie di persone (coloro i quali guidano veicoli sottoposti agli obblighi di tachigrafo). La Corte al proposito afferma di aver già considerato la questione e averla risolta nel senso che deve considerarsi come non rivolta al pubblico in generale solo quella sanzione che mira ad eliminare alcune prerogative che l’ordinamento riconosce al responsabile dell’illecito. Secondo la Corte infatti: *“La Corte ha già considerato che il fatto che la misura di cui trattasi non riguardi il pubblico in generale, bensì una categoria particolare di destinatari che, poiché esercitano un’attività specificamente disciplinata dal diritto dell’Unione sono tenuti a soddisfare le condizioni richieste da tale diritto, depone nel senso che tale misura non ha una finalità repressiva e contribuisce così a dimostrare che detta misura non ha natura penale, purché la stessa misura si limiti a privare il suo destinatario di talune prerogative specifiche che gli sono state riconosciute da detto diritto, in quanto l’autorità amministrativa competente ha ritenuto che le condizioni per la concessione di dette prerogative non fossero più soddisfatte. (v. in tal senso CGUE, Quarta Sez., [sent. 14 settembre 2023, Vinal, C-820\21](#)). Orbene la sanzione pecuniaria di cui trattasi nel procedimento principale non ha manifestamente un siffatto oggetto.”*

Il secondo punto riguarda quale tipologia di previsione debba considerarsi *“favorevole”* da un punto di vista dell’obbligo di applicazione retroattiva e quale tipologia debba considerarsi, invece, irrilevante e quindi non applicabile retroattivamente. Secondo la Corte, richiamando sia giurisprudenza propria che giurisprudenza della Corte EDU costituiscono modifiche favorevoli quelle suscettibili di incidere sulla pena o sugli elementi costitutivi del reato. Non vengono invece applicate retroattivamente quelle modifiche normative favorevoli *“all’autore dell’illecito qualora quest’ultimo si spieghi unicamente con un mutamento di circostanze di fatto, intervenuto dopo la Commissione dell’illecito e sia pertanto irrilevante ai fini dell’esame dell’illecito in quanto tale”*⁷⁸.

La previsione può apparire criptica ma si spiega più chiaramente con l’analisi del caso deciso. Si trattava per un cittadino danese, che lamentava la violazione dell’art. 7 CEDU in relazione alla condanna per il reato di ingresso e permanenza non autorizzati in una zona di conflitto, ai sensi della sezione 114j del Codice penale danese, per aver preso parte, tra il 2016 e il 2017, alle operazioni militari dell’Unità di difesa del popolo curdo (YPG) contro l’organizzazione terroristica Stato Islamico (IS), nel distretto siriano di al-Raqqa. Tale area geografica, in particolare, rientrava tra le zone individuate nell’Ordine Esecutivo n. 1200 del 28 settembre 2016, per cui era previsto un regime di ingresso subordinato a previa autorizzazione. Successivamente un nuovo ordine, il n. 708 del 6 luglio 2019, aveva infatti escluso l’area di al-Raqqa dall’elenco delle zone in cui l’ingresso era soggetto a specifica autorizzazione. L’Ordine Esecutivo del 2019 non avrebbe inciso in alcun modo sulla legge penale o processuale, trattandosi di una modifica correlata al mero mutamento delle circostanze di fatto in Siria, senza riflessi sulla rilevanza penale dei fatti commessi tra il 2016 ed il 2017.

⁷⁸ Corte EDU, Sez. II, sent. 18 ottobre 2022, [Mork Jensen c. Danimarca](#), ric. n. 60785/19, punto 82.

La Corte di giustizia sembra dunque aver messo un punto fermo sull'applicabilità dell'art. 49 della Carta, nella parte relativa al principio di retroattività favorevole, alle sanzioni amministrative sostanzialmente penali.

14. Quale è il giudice naturale per le sanzioni della Consob?

Vi è infine un'altra questione in relazione alle sanzioni Consob che merita particolare attenzione. L'attribuzione al giudice ordinario delle sanzioni della Consob fu conseguenza di una decisione della Corte costituzionale, poi replicata da una analoga rispetto alle sanzioni della Banca d'Italia, (sentenze della Corte costituzionale del [2012](#)⁷⁹ e del [2014](#)⁸⁰) con le quali la Corte ritenne che il trasferimento della giurisdizione sulle sanzioni al giudice amministrativo con competenza esclusiva effettuato dal codice del processo amministrativo, fosse illegittimo per eccesso di delega.

Il codice sul processo amministrativo, in effetti, aveva effettuato una meritoria razionalizzazione, attribuendo le sanzioni delle autorità di regolazione dei mercati alla giurisdizione esclusiva del TAR del Lazio. Nel recente passato, infatti, la gran parte delle leggi che avevano istituito le autorità indipendenti, avevano optato per la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, principalmente in ragione della difficoltà di operare distinzioni rigide tra diritti soggettivi e interessi legittimi. Erano così state attribuite al giudice amministrativo le decisioni dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, così come gli atti dell'autorità di regolazione dei servizi di pubblica utilità. Del pari, nel settore delle autorità finanziarie, la medesima scelta era stata operata anche per i giudizi di opposizione alle sanzioni amministrative in materia assicurativa.

Le due principali eccezioni erano le sanzioni amministrative irrogate dalla Banca d'Italia (art. 145 del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) e dalla Consob (art. 195 del Testo unico della finanza). In relazione ad esse il giudizio di opposizione era attribuito alla giurisdizione del giudice ordinario, con procedimento camerale che si svolgeva in unico grado innanzi alla Corte d'appello (Corte di appello di Roma nel caso delle sanzioni di Banca d'Italia).

La scelta per la giurisdizione del giudice ordinario, con giudizio camerale in unico grado davanti alla Corte di appello (con giurisdizione esclusiva della Corte di appello di Roma per le sanzioni della Banca d'Italia), tuttavia, era quasi un "residuo bellico" della legge bancaria del 1936, e pertanto, con l'occasione dell'approvazione del Codice del processo amministrativo nel 2010⁸¹, la giurisdizione fu trasferita al giudice amministrativo (Tar del Lazio con competenza esclusiva). La scelta era razionale, sia in termini di coerenza di sistema ma anche in relazione alle caratteristiche sostanziali dei procedimenti sanzionatori, funzionalmente correlati alla attività di vigilanza, quest'ultima espressione di un potere discrezionale dell'Autorità Amministrativa.

A seguito dell'approvazione del codice del processo amministrativo, dunque, la storica questione della atipicità del rito per la impugnazione delle sanzioni Consob e Banca d'Italia, sembrava aver

⁷⁹ [Corte cost., sent. n. 162 del 2012](#); la sentenza si può leggere in *Giur. cost.*, 2012, p. 2204 ss., con osservazione di G. SERGES, *La difficile determinazione dei confini della giurisdizione esclusiva mediante rinvio ai principi desumibili dalla giurisprudenza*; p. 2218 ss.; su tale sentenza v. anche i commenti di M. CLARICH, A. PISANESCHI, *Le sanzioni amministrative della Consob nel "balletto" delle giurisdizioni*, in *Giur. comm.*, cit., 1166 ss.; A. POLICE - A. DAIDONE, *Il conflitto in tema di giurisdizione sulle sanzioni della Consob ed i limiti della Corte costituzionale come giudice del riparto*, in *Giur. it.*, 2013, p. 684 ss.; A. CERRATO, *La "reviviscenza" della competenza giurisdizionale del giudice ordinario nell'opposizione alle sanzioni amministrative irrogate dalla Consob*, *ivi*, p. 1348 ss.; A. PAJNO, *Le nuove disposizioni correttive ed integrative al codice del processo amministrativo*, in *Giornale dir. amm.*, 2013, n. 1, p. 5 ss..

⁸⁰ [Corte cost. sent. n. 94 del 2014](#), che si può leggere in *Giur. cost.* 2014, p. 1681 ss., con osservazione di G. SERGES, *La giurisdizione in materia di sanzioni inflitte dalla Banca d'Italia tra principi elastici di delega e reviviscenza di disposizioni abrogate*, p. 1692 ss.

⁸¹ Decreto legislativo 2 luglio 2010, n. 104, art. 133 "Materie di giurisdizione esclusiva".

trovato una sua definitiva e razionale soluzione legislativa nell'ambito della giurisdizione amministrativa. Questa soluzione attribuiva tutte le sanzioni delle autorità indipendenti al giudice amministrativo, con il vantaggio di creare anche un modello di giurisdizione sostanzialmente uniforme nei confronti delle sanzioni di queste autorità, che indubbiamente, presentano caratteristiche comuni.

Fu invece sollevata una questione di costituzionalità relativa alla norma del decreto legislativo di approvazione del codice del processo amministrativo, proprio nella parte in cui questo statuiva la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo per le sanzioni pecuniarie emanate dalla Consob, sostenendo sia la esistenza di un eccesso di delega del decreto, sia che la giurisprudenza della Cassazione era ormai orientata nel considerare che l'esercizio del potere sanzionatorio non fosse caratterizzato da discrezionalità amministrativa.

La questione fu accolta dalla Corte, che da un lato ritenne che i principi e i criteri direttivi non fossero sufficientemente determinati nella legge di delegazione,⁸² e dall'altro lato che effettivamente la giurisprudenza della Cassazione si era ormai orientata nel considerare l'attività sanzionatoria come una attività vincolata e pertanto priva di discrezionalità amministrativa. Nel dispositivo, inoltre, la Corte dichiarò la reviviscenza della normativa precedentemente abrogata, e cioè l'art. 147 del TUF, facendo espressamente riespandere la "vecchia" giurisdizione camerale della Corte di appello. L'anno seguente, e per le stesse ragioni, fu dichiarato incostituzionale l'art. 195 del TUB che disciplinava nello stesso modo l'opposizione alle sanzioni della Banca d'Italia.

A conclusione di questi eventi, quindi, il lungo percorso era tornato, un po' casualmente, al punto di partenza. L'attuale giurisdizione della Corte di appello, con rito camerale (oggi camerale atipico in conseguenza delle correzioni effettuate dal d.lgs. 2015 n. 72)⁸³ non deriva da un processo di rinnovazione legislativa consapevole, ma solo dalla riespansione di una precedente normativa abrogata da un atto ritenuto costituzionalmente viziato non nel merito ma per eccesso di delega.

Le decisioni del Consiglio di Stato sui regolamenti IVASS che abbiamo citato e che sono diametralmente opposte rispetto alle decisioni sugli stessi temi assunte dalla Corte di cassazione, ripropongono il problema di quale debba essere, in questa materia, il "giudice naturale", questione evidentemente legata alla natura dell'attività sanzionatoria.

È noto che l'orientamento prevalente, specialmente nella giurisprudenza della Cassazione, è quella di escludere il carattere discrezionale dell'attività sanzionatoria, sia in relazione all'*an* che in relazione al *quantum* della sanzione. Secondo la Cassazione le Autorità, in sede di irrogazione della sanzione, esercitano una attività vincolata al mero accertamento del profilo oggettivo e soggettivo della violazione, esercitando una attività interpretativa di norme e non discrezionale nel senso del bilanciamento di interessi primari e secondari, tanto che la sanzione verrebbe assunta solo sulla

⁸² A dire della Corte, la delega in oggetto "deve essere qualificata come una delega per il riordino e il riassetto normativo" (altrimenti definibile come testo unico). Questa prima qualificazione è decisiva per gli esiti della sentenza, poiché la giurisprudenza costituzionale in materia di eccesso di delega in ipotesi di riordino o riassetto di settori normativi è assai stringente, permettendo, come sottolinea la sentenza n. 162/2012, "introduzioni sostanzialmente innovative rispetto al sistema legislativo previgente soltanto nel caso in cui siano stabiliti principi e criteri direttivi idonei a circoscrivere la discrezionalità del legislatore delegato". Questa interpretazione restrittiva è logica, perché se il fine della delega è il *mero riassetto* della normativa vigente, eventuali norme innovative debbono trovare principi rigorosi che li giustificano, essendo la *ratio* della delegazione non finalizzata ad introdurre un assetto normativo nuovo ma semplicemente a ricomporre ad unità il sistema normativo vigente.

⁸³ Il d.lgs. 12 maggio 2015 n. 72 ha introdotto due riti diversi a seconda del momento temporale di opposizione alla sanzione. Nel caso di giudizi pendenti alla data di entrata in vigore del decreto si applicherebbe il "vecchio" giudizio camerale con udienze pubbliche (nell'intento di sanare i processi in corso dal c.d. effetto Grande Stevens). Nel caso di giudizi proposti dopo l'entrata in vigore del decreto legislativo in questione si applicherebbe invece un nuovo rito, ancora in Corte di Appello, ma con un grado maggiore di formalizzazione.

base della gravità della violazione e pertanto non in forza di una operazione connotata da discrezionalità amministrativa.⁸⁴

Nondimeno tale tesi non è da tutti condivisa, e proprio l'attività sanzionatoria delle Autorità di regolazione dei mercati costituisce un valido banco di prova della teoria alternativa.⁸⁵

In primo luogo, l'attività sanzionatoria delle Autorità (ci riferiamo a Consob Banca d'Italia e Ivass avendo l'Autorità Garante della Concorrenza e del mercato caratteristiche differenti) è sostanzialmente applicativa di concetti giuridici indeterminati, di natura largamente valoriale, quali la sana e prudente gestione, il buon andamento del mercato, la gravità, la pericolosità, l'offensività dell'infrazione. Tali concetti permeano e indirizzano la normativa regolatoria e per conseguenza sanzionatoria, ma assumono determinatezza solo a seguito di una valutazione e ponderazione dell'interesse pubblico sussidiato (la stabilità, il buon funzionamento del mercato) con gli altri interessi determinati nella norma.

Dunque, non si tratta di una mera interpretazione normativa, quanto piuttosto di discrezionalità amministrativa, dato che per applicare la disposizione occorre effettuare bilanciamenti tra l'interesse specifico protetto dalla norma e l'interesse generale che ad essa è esterno.

Pensiamo, solo per esemplificare, all'art. 144 ter lett. a) del TUB che prevede che la condotta debba aver inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendale. Una tale valutazione è necessariamente basata su di una serie di passaggi, non meramente interpretativi delle norme, quanto piuttosto fondati su bilanciamenti di interessi e finanche su aspettative del regolatore (formalizzate o meno). I profili di rischio, ad esempio. Come si apprezza e si valuta se che la condotta ha reso pericoloso il profilo di rischio tanto da legittimare l'irrogazione della sanzione? È evidente che l'Autorità deve svolgere valutazioni, basate su interessi esterni alla norma, ma tuttavia necessari per raggiungere il fine pubblico che la normativa nel suo complesso attribuisce alla sua cura (nel caso la stabilità).

In secondo luogo, le autorità non sono tenute, giusta giurisprudenza costante della medesima Cassazione, a provare la colpa, applicandosi in tema di sanzioni amministrative il principio di presunzione di colpevolezza. Questo fa sì che l'intensità dell'elemento soggettivo non costituisca oggetto di valutazione nella emanazione della sanzione, venendo a mancare un ulteriore parametro di riferimento.

In terzo luogo, ed in relazione al, *quantum* della sanzione, le forbici tra i minimi e i massimi sono ammissibili. Ancora per esemplificare: l'art. 144 primo comma del TUB prevede una sanzione che va da un minimo di 30.000 euro ad un massimo del 10% del fatturato. Dato che si tratta di imprese che svolgono attività di intermediazione creditizia (tra l'altro) e quindi con fatturati in alcuni casi di molti miliardi di euro, è agevole comprendere quale sia la forbice tra minimo e massimo all'interno della quale si muove la discrezionalità dell'autorità. È difficile pensare che una tale discrezionalità sia solo interpretativa, e non conseguente a bilanciamenti relativi ad interessi diversi.

Costituisce infine un dato oggettivo che il procedimento sanzionatorio si inserisce all'interno della più generale attività di vigilanza di cui normalmente costituisce una delle possibili conclusioni. È dalle ispezioni che normalmente scaturiscono i procedimenti sanzionatori, come sub-procedimenti autonomi all'interno della funzione ispettiva. A tale proposito il Consiglio di Stato aveva a suo tempo opportunamente stigmatizzato come l'attività sanzionatoria dovesse considerarsi *"intimamente connessa all'attività di vigilanza, posto che costituisce null'altro che il momento di effettività"*

⁸⁴ Cfr. ad es. Cass. Civ. Sez. Un. 11 luglio 2001 n. 9383, dove si afferma che "il criterio legale che la detta scelta deve seguire è soltanto la commisurazione della sanzione all'entità della violazione, conformemente al contenuto tipico di ogni potere punitivo, sia di tipo penale che di carattere amministrativo".

⁸⁵ Cfr. S. CIMINI, *Il potere sanzionatorio delle amministrazioni pubbliche: uno studio critico*, Napoli, 2017, 91 ss. F. GOISIS, *Discrezionalità ed autoritatività nelle sanzioni amministrative pecuniarie, tra tradizionali preoccupazioni di sistema e nuove prospettive di diritto europeo*, in *Riv.it.dir.pubbl.com.*, 2013, 79 ss.

*di tale attività, volta ad assicurare, nel superiore interesse pubblico, il corretto esercizio delle funzioni bancarie e creditizie da parte dei soggetti preposti”.*⁸⁶

Questo comporta che nell’analisi della sanzione è molto difficile, alla fine, separare la situazione giuridica soggettiva di diritto rispetto al sindacato sulla discrezionalità⁸⁷. In molti casi il fatto presupposto (cioè la violazione di una norma speciale o di un parametro generale come la “sana e prudente gestione”) richiede valutazioni complesse rispetto alle quali anche il giudice ordinario mantiene generalmente un atteggiamento di “deferenza”.

La distinzione tra attività di vigilanza, attratta nella giurisdizione del giudice amministrativo, e attività sanzionatoria, rimessa al giudice ordinario, può apparire dunque artificiosa e finanche formalistica.⁸⁸

La casistica, del resto, sembra dimostrare che assai di rado i giudizi di opposizione a queste sanzioni davanti alla Corte di appello con rito camerale si concludono con sentenze di accoglimento che sostituiscono la valutazione dell’autorità con quella del giudice. Gli stessi casi nei quali viene disposta una consulenza tecnica d’ufficio o comunque una qualche forma di istruzione probatoria sono praticamente inesistenti. In definitiva, l’intensità e l’effettività del controllo giurisdizionale del giudice ordinario sembra assai minore dell’effettività e dell’intensità del controllo del giudice amministrativo. Ciò tenuto anche conto che anche quest’ultimo ormai dispone di strumenti (consulenza tecnica d’ufficio, verificazioni) per “l’accertamento di fatti o l’acquisizione di valutazioni che richiedono particolari competenze tecniche” (art. 63, comma 4, del Codice del processo amministrativo).

In definitiva, il sindacato del giudice amministrativo sull’eccesso di potere, attraverso le sue figure sintomatiche, costituisce ancora oggi lo strumento per assicurare da un lato quella sfera insindacabile della scelta amministrativa che è connaturata all’esercizio della funzione amministrativa, e dall’altro lato la miglior garanzia per i cittadini circa il corretto esercizio del potere.

La legge di delegazione 11 febbraio 2025, tuttavia, nell’effettuare una modifica del TUF ed in particolare di quella parte del TUF dedicata alle sanzioni amministrative, ha previsto il trasferimento della giurisdizione relativa alle sanzioni della Consob al TAR Lombardia. Vedremo se e come la delega verrà attuata.

⁸⁶ Per una descrizione di tutta la vicenda cfr. M. CLARICH, A. PISANESCHI, *Le sanzioni amministrative della Consob nel “balletto” delle giurisdizioni*, in *Giur. comm.*, 2012, fasc. 6, p. 1166 ss

⁸⁷ La Corte costituzionale, a proposito delle sanzioni irrogate dalla Banca d’Italia e a giustificazione della specialità della giurisdizione della Corte d’appello di Roma, aveva sottolineato la particolarità della procedura sanzionatoria in quanto “direttamente inerente alla vigilanza sul corretto esercizio dell’attività da parte degli enti autorizzati allo svolgimento dell’attività bancaria”: così testualmente il *Considerato in diritto*, punto 4.3, della sent. n. 49 del 1999.

⁸⁸ La Corte costituzionale, a proposito delle sanzioni irrogate dalla Banca d’Italia e a giustificazione della specialità della giurisdizione della Corte d’appello di Roma, aveva sottolineato la particolarità della procedura sanzionatoria in quanto “direttamente inerente alla vigilanza sul corretto esercizio dell’attività da parte degli enti autorizzati allo svolgimento dell’attività bancaria”: così testualmente il *Considerato in diritto*, punto 4.3, della sent. n. 49 del 1999 della Corte costituzionale.

PAOLO LUCCARELLI

Dalla vigilanza sanzionatoria alla vigilanza collaborativa nel nuovo Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria

SOMMARIO: Introduzione. 1. Inquadramento dell'istituto: l'individuazione dell'autorità competente a ricevere e valutare gli impegni. – 2. Segue. La tipologia di lesioni compatibile con gli impegni. – 3. Segue: il contenuto degli impegni. – 4. Valutazioni in caso di illeciti plurisoggettivi e compatibilità degli impegni ex art. 196-bis TUF. – 5. Profili procedurali. Considerazioni di carattere generale. – 6. La fase di presentazione della proposta di impegni. – 7. La fase istruttoria. – 8. La eventuale fase di consultazione. – 9. La fase decisoria. – 10. La eventuale fase di consultazione. – 11. La riapertura del procedimento sanzionatorio. – 12. Le nuove ipotesi di sospensione e interruzione dei termini del procedimento sanzionatorio per effetto degli impegni. La durata del subprocedimento sugli impegni. – 13. Le prime applicazioni pratiche. – 14. Considerazioni conclusive.

ABSTRACT: *The essay examines the institution of commitments within Consob's sanctioning proceedings, introduced by art. 196-bis of the Consolidated Finance Act. The analysis begins with the systematic framework of the institution, with particular reference to the identification of the competent authority to receive and evaluate commitment proposals, the types of violations that can be remedied through this deflationary instrument, and the content that commitments must present. The contribution addresses the problems arising from multi-party offenses and the compatibility of commitments with the regulatory framework of art. 196-bis TUF. From a procedural perspective, the study analytically reconstructs the different phases of the proceedings: from the submission of the commitment proposal to the investigative phase, from possible public consultation to the decision-making phase, up to the possible reopening of the sanctioning proceedings in case of non-compliance with the commitments undertaken. Particular attention is devoted to the new hypotheses of suspension and interruption of the terms of the sanctioning proceedings determined by the submission of commitments, as well as to the overall duration of the sub-proceeding. The investigation is completed with the examination of the first practical applications of the institution, offering a critical evaluation of the effectiveness of the instrument in the perspective of deflation of litigation and protection of the interests involved*

Introduzione

L' intervento riformatore della c.d. legge capitali (art. 23 della legge 5 marzo 2024, n. 21) ha profondamente innovato l'esercizio dei poteri sanzionatori della Consob, introducendo, dopo un risulante tentativo non andato a buon fine¹, un meccanismo di "public enforcement" basato su una definizione condivisa degli addebiti e delle connesse misure rimediale. Tale circostanza, se associata ad un utilizzo più generoso degli strumenti alternativi già previsti nel sistema (la c.d. dichiarazione pubblica ex art. 194 septies TUF e l'ordine di porre termine alle violazioni ex art. 194-quater TUF) e in attesa dell'auspicata introduzione del *settlement*², dovrebbe portare ad un impiego sempre più

¹ Per un'analisi dei tentativi di introdurre la disciplina degli impegni, si rinvia a F.P. MODUGNO e M. FANTON, *Profili civili e penali della nuova disciplina degli "Impegni" ex art. 196-ter T.U.F.*, in *Società*, 2024, p. 884; T.S. MUSUMECI, E. M. MUSUMECI, *Gli impegni vincolanti tra logiche deflative e dubbi applicativi (art. 23)*, in *Giur.it*, 2024, p. 2767.

² Si tratta di una figura analoga a quella disciplinata dall'art. 14-quater della legge n. 287/1990, in base alla quale le imprese destinatarie di un procedimento per intesa restrittiva della concorrenza o abuso di posizione dominante che riconoscano la propria partecipazione all'illecito contestato, possono beneficiare di una riduzione della sanzione prevista, a condizione che rinuncino a contestare gli addebiti e ammettano la propria responsabilità. Tale istituto, già

selettivo del procedimento sanzionatorio tradizionale che, al netto di flessioni quantitative registrate negli ultimi anni, è stato fin qui il principale strumento di risposta della Consob alle violazioni dei soggetti vigilati. Con l'istituto degli impegni si apre, pertanto, un percorso alternativo nella definizione degli esiti dell'azione di vigilanza che mira a rimuovere e correggere gli effetti della violazione, senza necessariamente ricorrere alla sanzione.

Gli impegni non costituiscono una novità nel nostro ordinamento. Nati nell'ambito della disciplina europea della concorrenza, sono stati successivamente recepiti anche nell'ordinamento nazionale *antitrust*, per poi estendersi ad altri ambiti regolatori: dalle pratiche commerciali scorrette, alla pubblicità ingannevole, fino ai settori delle comunicazioni, dell'energia e dei trasporti, le diverse autorità indipendenti (AGCM, AGCOM, ARERA, ART) sono state progressivamente dotate del potere di accogliere proposte di impegni da parte dei soggetti vigilati, da esercitarsi come alternativa all'irrogazione di una sanzione³. È ancora il caso di ricordare come la stessa Consob abbia ricevuto dal legislatore un'investitura *ante litteram* in materia di impegni per le condotte di soggetti vigilati che integrino pratiche commerciali scorrette lesive degli interessi dei consumatori (es. collocamento a distanza non trasparente di strumenti o servizi finanziari ex art. 32 TUF, comunicazioni ingannevoli nella promozione di prodotti finanziari, diffusione di documenti informativi non veritieri che presentino informazioni distorte o incomplete che possono trarre in inganno i piccoli investitori, ecc.)⁴.

previsto nel diritto dei mercati finanziari di numerosi ordinamenti europei — tra cui Spagna, Francia, Regno Unito, Paesi Bassi e Germania — sembrerebbe destinato a trovare applicazione anche nell'ordinamento italiano, nell'ambito della riforma del Testo Unico della Finanza. La sua adozione permetterebbe di introdurre una modalità di composizione anticipata del procedimento sanzionatorio, fondata su un accordo tra l'autorità e il soggetto destinatario della contestazione volto a definire in via consensuale il trattamento sanzionatorio da applicare. Da non confondere con l'istituto già oggi previsto dall'art. 194-*quinquies* del TUF, che riprende l'art. 16 della legge n. 689/1981 e disciplina la cosiddetta oblazione. Si tratta di un meccanismo - applicabile solo a determinate violazioni (tutte non gravi e tassativamente elencate) e a cui si può ricorrere solo qualora non ne sia stato fatto uso nei dodici mesi precedenti - che consente al destinatario della contestazione di chiudere in maniera insindacabile il procedimento sanzionatorio pagando, entro trenta giorni dalla notifica, una somma pari al doppio del minimo edittale. È proprio su questo punto che l'oblazione si distingue nettamente dal *settlement*, che invece prevede una negoziazione dell'importo della sanzione e richiede una valutazione discrezionale da parte dell'autorità.

³ In ambito *antitrust*, l'istituto degli impegni nasce come strumento per chiudere anticipatamente i procedimenti avviati nei casi di violazione delle norme sulla concorrenza. A livello europeo, è stato introdotto con l'art. 9 del Regolamento (CE) n. 1/2003, permettendo alle imprese coinvolte in un'istruttoria *antitrust* di proporre soluzioni idonee a risolvere le criticità rilevate, evitando una sanzione formale. In Italia questo meccanismo è stato recepito con il decreto-legge n. 223/2006 (convertito nella legge n. 248/2006), che ha inserito l'art. 14-*ter* nella legge n. 287/1990. Da quel momento, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha potuto chiudere procedimenti relativi ad accordi anticoncorrenziali o abusi di posizione dominante approvando impegni proposti dalle imprese indagate; per una ricognizione delle diverse posizioni e un'analisi dei provvedimenti dell'AGCM cfr. F. GHEZZI, *La disciplina italiana degli impegni antitrust, ossia l'uso e l'abuso di uno strumento di decisione (troppo) flessibile*, in *Riv. soc.*, 2012, fasc. 2-3, p. 447 ss. Il ricorso agli impegni è stato esteso anche ad altri ambiti: nel settore della tutela del consumatore (pratiche commerciali scorrette e pubblicità ingannevole), il Codice del Consumo (d.lgs. n. 206/2005, art. 27) e il d.lgs. n. 145/2007 (art. 8) prevedono tale possibilità. Lo stesso vale per i procedimenti dell'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni (cfr. art. 14-*bis* del decreto-legge 4 luglio 2006, n. 223 convertito con modificazioni dalla legge 4 agosto 2006, n. 248). Infine, a partire dal 2011, anche ARERA (art. 45, comma 3, d.lgs. n. 93/2011) e ART (art. 37, comma 3, lett. f, d.l. n. 201/2011, conv. nella legge n. 214/2011) hanno acquisito la facoltà di chiudere procedimenti mediante l'accettazione di impegni, estendendo l'uso di questo strumento a settori regolati come energia, ambiente e trasporti.

⁴ Premesso che – a quanto consta – non risulta che, ad oggi, la Consob abbia mai esercitato i propri poteri di accettare impegni nel campo della protezione dei consumatori, preferendo ricorrere agli strumenti sanzionatori o di *enforcement* previsti dal Testo Unico della Finanza, è utile ricordare come la possibilità di accettare impegni volti alla protezione degli interessi dei consumatori sia stata attribuita alla Consob dalla legge n. 238/2021 (cosiddetta Legge europea 2019–2020) che ha modificato il Codice del Consumo (d.lgs. n. 206/2005), per adeguarlo al Regolamento (UE) 2017/2394 in materia di tutela dei consumatori. Tale adeguamento ha attribuito a tutte le autorità nazionali designate come responsabili dell'esecuzione delle norme dell'Unione sulla tutela degli interessi dei consumatori (fra cui la Consob), la facoltà di

Come evidenziato nella relazione illustrativa al disegno di legge “Capitali”, l’art. 196-ter TUF si ispira espressamente al modello *antitrust*, adattandolo alle specificità della vigilanza esercitata dalla Consob⁵.

A ben vedere, il nuovo meccanismo si radica su due dei parametri indicati dall’art. 194-bis TUF per la determinazione dell’entità della sanzione, non sempre adeguatamente valorizzati dalle autorità e segnatamente: la cooperazione con la autorità del responsabile della violazione, e le misure successivamente adottate da quest’ultimo al fine di evitare in futuro il suo ripetersi (cfr. art. 194-bis, comma 1, lett. f) e h-bis) TUF).

Qualora tale cooperazione si traduca in un “impegno” accettato dalla Consob, tali parametri, da fattori di mitigazione della sanzione, diventano “cause di esclusione della punibilità”. Si tratta di un’evoluzione concettualmente rilevante, ancorché, come si vedrà, non priva di complessità applicative nell’ambito del TUF.

A livello sistematico, potrebbe ancora intravedersi un “legame di parentela” tra l’istituto degli impegni e l’ordine sanzionatorio previsto dall’art. 194-quater TUF. Pur nella diversità di struttura e fondamento giuridico, entrambi gli strumenti si collocano nel solco di una funzione regolatoria a carattere preventivo-ripristinatorio, in cui l’obiettivo non è tanto (o non solo) la repressione dell’illecito, quanto il ripristino dell’equilibrio del mercato e la rimozione degli effetti distorsivi della condotta contestata. L’ordine di cui all’art. 194-quater TUF costituisce, tuttavia, una sanzione vera e propria con cui la Consob impone l’adozione, entro un termine prefissato, di misure correttive per porre fine a violazioni di limitata gravità (tassativamente individuate dalla normativa). Gli impegni, invece, si inseriscono in un contesto sanzionatorio soltanto latente, nel quale il soggetto raggiunto da una contestazione prova a evitare l’irrogazione della sanzione in cambio dell’assunzione di obbligazioni verso la Consob a beneficio del mercato e/o degli investitori. In entrambi i casi, emerge una logica collaborativa tra autorità e soggetto vigilato, che si sostituisce — o quantomeno si affianca — alla logica punitiva tradizionale⁶. È proprio questa logica che consente di cogliere l’affinità funzionale tra i due istituti, al di là delle già riferite differenze in termini di *iniziativa* (che nell’ordine promana dall’autorità, mentre negli impegni dal soggetto vigilato⁷), *ambito applicativo* e *struttura* (essendo l’ordine, come detto, una vera e propria sanzione applicabile in via alternativa alla sanzione pecuniaria, sebbene nei soli casi tassativamente previsti dalla normativa e laddove ricorrano i presupposti della scarsa offensività o della limitata pericolosità della violazione; come invece si dirà gli impegni hanno, in principio, una valenza trasversale a tutti gli illeciti di competenza della Consob), *autorità competente* (l’ordine rientra nell’ “armamentario” sanzionatorio non solo della Consob, ma anche delle altre autorità di vigilanza competenti, quali la Banca d’Italia, l’IVASS e la COVIP, nei limiti

accettare impegni disciplinati dall’art. 9, comma 4, lett. b) e c) dal citato Regolamento UE; sul punto, v. altresì G. TROVATORE, *L’art. 196-ter T.U.F. e la disciplina degli “impegni”*, in *Società*, 2024, p. 878.

⁵ Lo chiarisce espressamente la Relazione illustrativa del Governo laddove evidenzia che le norme in esame intendono replicare, con gli opportuni adattamenti, la corrispondente disciplina in materia di impegni già prevista per l’Antitrust dall’articolo 14-ter della legge n. 287 del 1990.

⁶ Cfr. G. TROVATORE, *L’art. 196-ter T.U.F.*, cit., p. 876.

⁷ Tale aspetto non deve essere sopravvalutato giacché il meccanismo degli impegni non trae origine da un’iniziativa totalmente spontanea (si direbbe “etico-virtuosa” del soggetto vigilato), collocandosi all’interno di un contesto in cui l’autorità ha già formulato una contestazione che prelude, verosimilmente, all’irrogazione di una sanzione. L’assunzione dell’impegno rappresenta, in tal senso, un comportamento in qualche misura indotto dalla “spada di Damocle” della possibile irrogazione di una sanzione. Si tratta, dunque, di una forma di cooperazione che è certamente influenzata dalla prospettiva di un’alternativa sanzionatoria: l’impegno viene assunto non solo per porre rimedio a un’irregolarità accertata, ma anche per evitare le conseguenze sanzionatorie che ad essa si riconnettono. In questa prospettiva, può forse sostenersi che, mentre l’ordine della Consob si traduce frequentemente in un *non facere* imposto autoritativamente (es. cessazione di una condotta), l’impegno assunto dal soggetto può includere obbligazioni positive di fare, finalizzate a rimuovere gli effetti dell’illecito o a prevenire la sua reiterazione. Tuttavia, la distinzione non è sempre netta e residuano margini di incertezza interpretativa.

delle rispettive attribuzioni: cfr. artt. 190-*bis*.1, comma 8, 190-*bis*.2, comma 7, 193 *quater*, comma 3 e 194-*quater* TUF) e *norme procedurali*⁸.

Inquadramento dell'istituto: l'individuazione dell'autorità competente a ricevere e valutare gli impegni.

Come accennato, gli impegni risultano astrattamente proponibili in relazione a qualsiasi illecito amministrativo rientrante nella competenza sanzionatoria della Consob ai sensi del TUF. Tale portata trasversale del nuovo strumento è espressamente confermata anche dalla relazione illustrativa che accompagna il decreto governativo, dove si precisa espressamente che la nuova previsione riguarda tutti gli illeciti di competenza della Consob⁹: vi rientrano, dunque, gli abusi di mercato, le violazioni della disciplina MiFID, della gestione collettiva di matrice UCITS o AIFMD, della regolamentazione dei mercati e della normativa sugli emittenti. Non solo. Lo spettro si allarga anche alle violazioni previste da fonti normative esterne al TUF, purché il relativo potere sanzionatorio sia da quest'ultimo attribuito alla Consob: è questo, ad es., il caso delle violazioni previste dall'art. 26 del d.lgs. n. 39/2010 in materia di revisione legale.

Quanto sopra, fa emergere una prima anomalia meritevole di attenzione sotto il profilo sistematico che non sembra, tuttavia, vellicare l'attenzione dei primi (per vero sparuti) commentatori del nuovo istituto. Nel nostro ordinamento, come è noto, la coabitazione tra Consob e Banca d'Italia nell'esercizio dei poteri di vigilanza su determinati soggetti e attività (si pensi, ad esempio, agli intermediari bancari e non, ai gestori collettivi o alla gestione accentrata degli strumenti finanziari) è strutturata secondo un criterio funzionale e non in base alla natura giuridica del soggetto vigilato. In particolare, ai sensi dell'art. 5, commi 2 e 3 del TUF, la Consob esercita la vigilanza sui profili di trasparenza e correttezza dei comportamenti, mentre alla Banca d'Italia spettano compiti di vigilanza finalizzati al contenimento del rischio, a garantire la stabilità patrimoniale e ad assicurare la sana e prudente gestione. In coerenza con tale riparto di competenze, l'art. 195 TUF stabilisce che le sanzioni amministrative sono irrogate dalla Consob o dalla Banca d'Italia in base alle rispettive competenze. L'introduzione dell'art. 196-*ter* TUF sembra, tuttavia, rompere questo dualismo basato sulla complementarità funzionale delle due autorità, poiché il meccanismo degli impegni non trova

⁸ Il dibattito sui “legami di parentela” potrebbe essere esteso – ma non è certo questa la sede per un'analisi esaustiva – all'ampio spettro di provvedimenti inibitori previsti dal Testo Unico della Finanza. Il tema riguarda un insieme eterogeneo di misure finalizzate a prevenire o interrompere condotte illecite, attraverso interventi rapidi delle autorità di vigilanza. Un ambito rilevante è quello dei provvedimenti ingiuntivi ex artt. 7-*ter* e ss. TUF. A ciò si affiancano i poteri di *product intervention* (art. 7-*bis* TUF), che consentono a Consob e Banca d'Italia, nei rispettivi ambiti, di vietare o limitare la distribuzione di strumenti finanziari dannosi, ai sensi del Regolamento MiFIR. In materia di abusi di mercato, l'art. 187-*octies*, comma 6 TUF attribuisce alla Consob il potere di inibire condotte vietate e imporre rettifiche informative, con misure a carattere cautelare e sommario. Tali provvedimenti si distinguono da quelli sanzionatori (art. 195 TUF), poiché hanno finalità preventive e non punitive: di qui la non previsione di una fase di contestazione degli addebiti. L'adozione dei provvedimenti ingiuntivi può dunque essere autonoma rispetto al procedimento sanzionatorio e il loro contenuto varia in funzione del caso concreto, assumendo forma ordinatoria o interdittiva; sul punto si veda M. DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Padova, 2024, p. 298 e s.; sulle motivazioni sottese all'introduzione degli impegni, cfr. S. ALVARO, *Commento sub art. 23*, in P. Marchetti e M. Ventoruzzo (a cura di) *Commentario alla Legge Capitali*, Pisa, 2024, p. 191.

⁹ Nella stessa direzione si muove la relazione illustrativa della Consob del 10 giugno 2025 sugli esiti delle consultazioni concernenti le modifiche regolamentari funzionali, *inter alia*, alla introduzione della procedura per la presentazione e la valutazione degli “impegni” (di seguito la “Relazione Illustrativa”), ove - a p. 24 - è espressamente chiarito che “l'art. 196-*ter* del Tuf, nell'ottica di ampliare massimamente l'accesso all'istituto degli impegni, non delimita il proprio perimetro di applicazione, riferendosi a tutti gli illeciti amministrativi soggetti al potere sanzionatorio della Consob. Gli impegni risultano, quindi, astrattamente ammissibili in relazione a qualsiasi illecito sanzionabile dall'Istituto, a prescindere dalla materia cui lo stesso si riferisce (abusi di mercato, intermediari, corporate governance, short-selling, etc.), dalla sua natura (illecito istantaneo o permanente, illecito tentato o consumato, illecito di pericolo o di danno, illecito di tipo comportamentale o di tipo procedurale/organizzativo, etc.) e dalla natura di persona fisica o giuridica del presunto autore della violazione”.

applicazione riguardo alle violazioni rientranti, ai sensi del TUF, nella competenza sanzionatoria della Banca d'Italia. Difficile capire le motivazioni che hanno indotto il legislatore a ritenere non necessari gli impegni riguardo alle sanzioni irrogabili dalla Banca d'Italia ai sensi del TUF; ciò anche perché molte delle violazioni del testo unico di competenza di tale autorità (ad es. in materia di adeguatezza patrimoniale, rischi operativi, *governance* o sana e prudente gestione dei soggetti abilitati) si presterebbero, probabilmente, a essere trattate con il nuovo istituto in maniera più "naturale" ed efficace di alcune violazioni sanzionabili dalla Consob. Si assiste ancora una volta ad una scelta che sembra risentire di quell'approccio frammentato, ondivago e privo di una visione sistematica che affligge da tempo l'intervento del legislatore in una materia – quella delle sanzioni irrogate dalle autorità di vigilanza – che richiederebbe un livello ben superiore di coerenza e omogeneità¹⁰.

2. Segue. La tipologia di lesioni compatibile con gli impegni

Si è detto più volte che gli impegni risultano astrattamente proponibili in relazione a qualsiasi illecito amministrativo rientrante, a norma del TUF, nella competenza sanzionatoria della Consob, a prescindere dalla specifica area disciplinare coinvolta.

Vale qui ricordare come, secondo la lettera dell'art. 196-ter, comma 1, TUF, gli impegni proposti debbano essere *"tali da far venir meno i profili di lesione degli interessi degli investitori e del mercato oggetto della contestazione"*.

Tuttavia, accade spesso che, ai fini dell'integrazione dell'illecito di competenza Consob, è sufficiente la semplice minaccia all'interesse protetto, senza che sia richiesta una lesione effettiva. Un esempio emblematico è quello dell'*insider trading*, che viene sanzionato a prescindere dal profitto realizzato dall'autore, dall'effettivo danno causato a terzi o dalle conseguenze concrete delle operazioni vietate sui prezzi di mercato: tutti questi elementi, infatti, non rappresentano una parte essenziale dell'illecito, ma costituiscono soltanto circostanze aggravanti. In questo contesto, la previsione normativa secondo cui l'impegno deve essere idoneo a rimuovere i profili di lesione potrebbe – almeno in astratto – apparire come un fattore restrittivo dell'ambito applicativo dell'istituto, in particolare in quelle ipotesi in cui nessuna lesione effettiva si fosse verificata. Ma negare in radice l'applicazione degli impegni agli illeciti di pericolo, equivarrebbe a precludere l'utilizzo dell'istituto per una area molto vasta del diritto sanzionatorio gestito da Consob, contraddicendo la vocazione trasversale del nuovo istituto. Volendo imprimere alla materia un approccio meno teorico, si può ritenere che, quando i beni giuridici tutelati sono di natura immateriale – come gli interessi collettivi degli investitori o l'integrità del mercato –, la distinzione tra "esposizione al pericolo" e "lesione" dell'interesse protetto diventa sempre meno netta, fino quasi a scomparire. In simili circostanze, ciò che rileva sembra essere esclusivamente la violazione della norma, così da rendere l'istituto degli impegni applicabile anche agli illeciti di mero pericolo¹¹.

Un altro limite posto dal legislatore all'applicazione degli impegni da parte della Consob è costituito dalla particolare gravità dell'illecito: non si possono accettare impegni per illeciti particolarmente gravi. Ciò lo si evince dal secondo periodo del comma 1 dell'art. 196-ter TUF, secondo il quale

¹⁰ Si pensi, emblematicamente, alle inspiegabili difformità in materia di riparto della giurisdizione fra i settori *antitrust* e assicurativo, da un lato, e bancario finanziario, dall'altro; cfr., sul punto, M. CLARICH, A. PISANESCHI, *Le sanzioni amministrative della Consob nel "balletto" delle giurisdizioni*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 1166 ss.; E. BINDI, A. PISANESCHI, *Il Consiglio di Stato annulla il regolamento sulle procedure sanzionatorie dell'IVASS. Quale è il razionale della giurisdizione ordinaria sulle sanzioni Consob e Banca d'Italia?* in *Giustamm.it – Riv. dir. pubbl.*, giugno 2019; E. DESANA, *Sanzioni Consob, Banca d'Italia e garanzie dell'incolpato: never ending story?*, in *Banca impresa soc.*, 2019, p. 375; A. TRICARICO, *La vexata quaestio del riparto di giurisdizione in ordine al potere sanzionatorio della Consob (nota a Corte Costituzionale n. 162/2012)*, in *Dir. banca mercato fin.*, 2013, p. 91 e s.

¹¹ Sul punto, cfr. altresì, S. ALVARO, *Commento sub art. 23*, in *Commentario alla Legge Capitali*, cit., p. 192.

il giudizio di ammissibilità sugli impegni è influenzato anche da una “*valutazione della gravità della violazione*”¹². Se, dunque, l’illecito accertato presenta caratteri di evidente gravità, la Consob non può accettare la proposta di impegni. Resta, allora, il nodo interpretativo relativo a come distinguere le violazioni significativamente gravi da quelle “ordinarie” o di minore impatto, queste ultime soltanto, come detto, compatibili con il nuovo istituto. Una possibile soluzione risiede, ad avviso di chi scrive, nell’adottare una valutazione graduata della gravità della condotta che tenga conto sia di elementi qualitativi (come la natura del comportamento illecito, l’intenzionalità, la recidiva, la qualifica del soggetto agente, la mancata ottemperanza a richiami o indicazioni impartiti dalla Consob nel corso dell’attività di vigilanza) sia quantitativi (come l’ampiezza del danno arrecato, gli importi dell’operazione contestata, il numero di soggetti coinvolti). In questa direzione, un utile punto di riferimento è dato, ancora una volta, dall’art. 194-*bis* TUF secondo il quale, nella determinazione dell’ammontare della sanzione, l’autorità deve tenere conto, ove pertinenti, di una serie di parametri, tra cui: (i) la durata della violazione¹³; (ii) il grado di responsabilità del soggetto coinvolto¹⁴; (iii) l’entità del vantaggio economico ottenuto o delle perdite evitate grazie alla violazione, laddove tale entità sia determinabile; (iv) la gravità del pregiudizio arrecato a terzi; (v) l’esistenza di precedenti violazioni in materia *lato sensu* finanziaria da parte del medesimo soggetto.

Un’ultima precisazione. Il riferimento alla “non particolare gravità” dell’illecito non deve portare a ritenere che gli impegni siano applicabili unicamente laddove fosse in concreto rintracciabile il parametro della “*scarsa offensività/pericolosità*” (da intendersi come la non significativa incidenza della condotta illecita su profili che attengono alla tutela degli investitori, alla complessiva organizzazione e ai profili di rischio aziendale ovvero all’esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob), richiamato dal Testo Unico della Finanza con riferimento alle già menzionate sanzioni – quasi sempre alternative a quella pecuniaria¹⁵ – della dichiarazione pubblica ex art. 194 *septies* TUF e dell’ordine di porre termine alle violazioni ex art. 194 *quater* TUF. Viene allora da chiedersi se vi sia uno spazio applicativo per l’istituto degli impegni allorché si verificano le condizioni di punibilità della persona fisica previste dall’art. 190-*bis* TUF. A prima vista – restringendo il campo di indagine all’ipotesi certamente più significativa di cui al primo comma lett. a) – sembrerebbe doversi propendere, almeno in termini astratti, per una risposta negativa, in quanto i fatti integranti la punibilità della persona fisica presuppongono una “*condotta [che] ha inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali, ovvero ha provocato un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l’integrità e il corretto funzionamento del mercato*” in “*violazione di doveri propri o dell’organo di appartenenza*”. La significativa responsabilità organizzativa riconducibile alla persona fisica, così come la presenza di un grave pregiudizio agli investitori e/o al mercato, sembrano indicare una condotta, di per sé, particolarmente grave, probabilmente non compatibile con la possibilità per la Consob di accettare impegni in casi del genere¹⁶.

¹² In senso analogo, si veda l’art. 14, comma 2, n. 1), NRS.

¹³ Si pensi, ad es., agli illeciti c.d. permanenti, nei quali la condotta antigiuridica si protrae nel tempo in virtù del comportamento continuativo del soggetto agente.

¹⁴ Ad es., in presenza di gravi carenze o criticità organizzative, ovvero di condotte dolose o gravemente colpose da parte degli amministratori o dei soggetti preposti sembra difficile attribuire agli impegni una reale portata sanante rispetto alla risposta sanzionatoria.

¹⁵ A maggior ragione non può costituire un punto di riferimento neppure il parametro della “*non offensività*” intesa come “*manca di pregiudizio per la tutela degli investitori e per la trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, ovvero per il tempestivo esercizio delle funzioni di vigilanza*” secondo il tautologico tenore dell’art. 194-*sexies* del TUF.

¹⁶ Tali considerazioni, che individuano nella gravità dell’illecito un ostacolo all’applicazione del nuovo istituto, risultano coerenti con la disciplina *antitrust* (a cui, come detto, si ispirano le previsioni di cui all’art. 196-*ter* TUF), sia a livello europeo, sia a livello nazionale. In tale ambito, infatti, si esclude generalmente il ricorso a decisioni con impegni nei casi di infrazioni particolarmente gravi, per le quali si ritiene più appropriata l’irrogazione di una sanzione; cfr. la comunicazione sulle procedure di applicazione dell’articolo 14-*ter* della legge 10 ottobre 1990, n. 287 adottata con

Un altro aspetto importante, quando si definisce l'ambito di applicazione dell'istituto degli impegni, riguarda la tipologia di soggetto destinatario del procedimento sanzionatorio. Nel diritto *anti-trust*, l'autorità si rivolge quasi sempre a un'impresa soggetta a obblighi regolamentari e dotata di capacità organizzative e decisionali per proporre e adottare misure correttive, all'interno di una relazione di vigilanza su base continuativa. Nel contesto sanzionatorio disciplinato dal TUF, la situazione si presenta, invece, in modo più articolato. Accanto alle ipotesi di responsabilità riconducibili a soggetti vigilati (es. intermediari, gestori, emittenti), vi è, infatti, un numero rilevante di fattispecie in cui il destinatario della sanzione è una persona fisica¹⁷ o giuridica che non intrattiene un rapporto di vigilanza continuativo con la Consob: si pensi, ad es., a tutti fenomeni di abusivismo o alle violazioni in materia di trasparenza degli assetti proprietari o di *governance*, o ancora alle situazioni di conflitto di interesse nelle votazioni espresse negli organi sociali di intermediari finanziari, ecc. Questa caratteristica potrebbe, a prima vista, indurre a ritenere il nuovo istituto meno utilizzabile nei casi in cui manchi un rapporto stabile tra autorità e soggetto vigilato all'interno del quale concordare e controllare il rispetto degli obblighi. In realtà, questo fattore non ha inciso sull'applicazione dell'istituto; anzi, le prime decisioni della Consob hanno ampiamente dimostrato che l'art. 196-ter TUF può essere impiegato anche in situazioni diverse i cui l'autore degli impegni non sia vigilato da Consob (cfr. § 13).

3. Segue. Il contenuto degli impegni

La nuova norma si focalizza sulla finalità degli impegni (la rimozione dei profili di lesione degli interessi degli investitori e del mercato) senza definirne il contenuto. Il margine di discrezionalità riconosciuto alla Consob nel "giudizio omologatorio" degli impegni rimane pertanto ampio, potendo il proponente individuare liberamente le misure ritenute più efficaci. Per altro verso, diversamente dall'AGCM che si confronta prevalentemente con impegni volti a rimuovere profili anticoncorrenziali più facilmente misurabili (ad es. mediante la cessione di determinati *asset*, la modifica di accordi contrattuali, l'immissione di beni o servizi sul mercato a condizioni predefinite, ecc.), la Consob è chiamata a valutare l'efficacia riparatoria degli impegni rispetto a interessi pubblici (la tutela degli investitori e del buon funzionamento del mercato) i cui contorni concreti non sempre sono immediatamente individuabili.

In base all'oggetto della prestazione gli impegni possono articolarsi in: (i) obblighi di fare, se il proponente si impegna a compiere una determinata attività o prestazione (es. fornitura di servizi a condizioni determinate, partecipazione a corsi di formazione, seminari e convegni su tematiche

delibera AGCM 6 settembre 2012, n. 23863 ove si richiama il considerando n. 13 del regolamento CE n. 1/2003 e il memorandum (Memo/04/217) della Commissione, sottolineando che *"sulla base della prassi e della giurisprudenza nazionale e comunitaria in materia, deve ritenersi non opportuna l'adozione di decisioni concernenti gli impegni nei casi in cui il comportamento restrittivo o lesivo della concorrenza appare sufficientemente grave da far ritenere appropriata l'imposizione di una sanzione"*. Nella stessa prospettiva, si muove il regolamento sanzionatorio ARERA adottato con delibera 19 dicembre 2023 n. 598/2023/E/com dove, all'art. 21, viene chiarito che la proposta di impegni viene dichiarata inammissibile, fra l'altro, *"qualora in funzione della particolare gravità della violazione contestata (...) si ritenga di dover procedere all'accertamento della violazione"*. In modo non dissimile, si veda l'articolo 27 del Codice del Consumo e l'art. 8 del d.lgs. n. 145/2007 in materia di pubblicità ingannevole che subordinano l'accettazione della proposta di impegni promanante dal professionista responsabile (rispettivamente, di una pratica commerciale scorretta ovvero della pubblicità ingannevole e comparativa illecita) alla circostanza che non ricorrano casi di *"manifesta scorrettezza e gravità"*. Analogamente, l'art. 16, comma 4, lett. g), del regolamento per lo svolgimento dei procedimenti sanzionatori di competenza dell'ART (approvato con delibera n. 15/2014 del 27 febbraio 2014) prevede che tale autorità possa dichiarare inammissibile la proposta di impegni se *"in funzione della particolare gravità della violazione contestata (...) ritiene di dover procedere all'accertamento della violazione"*.

¹⁷ Cfr. F.P. MODUGNO e M. FANTON, *Profili civili e penali*, cit., p. 885.

finanziarie, vendita dell'intero portafoglio titoli, trasmissione periodica alla Consob di un *report* aggiornato dei titoli di Stato detenuti e di quelli per suo conto gestiti da intermediari autorizzati, presentazione delle dimissioni dalla carica che ha originato le irregolarità contestate o addirittura da tutte le cariche ricoperte in soggetti quotati e/o vigilati, rafforzamento dei presidi procedurali e/o di controllo); (ii) obblighi di non fare, quando il proponente si obbliga a non tenere/ripetere un determinato comportamento o una determinata attività (ad. es. a non reiterare determinate prassi o modalità operative, o a non esercitare diritti derivanti da una situazione giuridica illecitamente acquisita, o a non utilizzare dati o informazioni ottenuti mediante condotte scorrette, o a non intrattenere rapporti con determinati soggetti terzi, ovvero ancora a non acquistare titoli azionari/obbligazionari per un certo periodo, o a non rivestire cariche sociali analoghe a quelle da cui sono originate le irregolarità contestate¹⁸); (iii) obblighi riparatori o restitutori consistenti in proposte di ristoro economico a favore dei soggetti lesi; (iv) combinazioni di tutte o di alcune delle misure sopra menzionate¹⁹.

Ci si deve domandare se la componente pecuniaria debba rappresentare un complemento necessario di una proposta di impegni ovvero se quest'ultima possa anche prescindere da un'offerta di ristoro economico; all'opposto, ci si potrebbe interrogare se una proposta di impegni possa fondarsi soltanto su forme di ristoro economico senza accompagnarsi ad ulteriori obblighi di fare e di non fare.

La premessa indispensabile di tali ragionamenti è che l'entità dell'eventuale compensazione economica andrebbe determinata secondo criteri di equità, ragionevolezza, proporzionalità e solidarietà, in coerenza con la natura e le finalità proprie dell'istituto degli impegni. In questo contesto, il ristoro economico non deve essere inteso come un risarcimento del danno in senso tecnico-giuridico, quanto piuttosto come una misura riparatoria a carattere compensativo e perequativo²⁰. Ciò anche perché potrebbe accadere che non sia possibile individuare in modo puntuale i soggetti direttamente danneggiati o lesi, pur in presenza di un indebito arricchimento in capo all'autore della violazione: è questo, tipicamente, il caso degli abusi di mercato. In simili circostanze, analogamente a quanto avviene con la confisca (ulteriore "pertinenza" afflittiva della sanzione vera e propria), appare del tutto legittimo esigere dal trasgressore, nell'ambito degli impegni, la mera restituzione del profitto conseguito quale strumento essenziale di tutela dell'interesse pubblico leso²¹.

Quanto al primo quesito, è da ritenersi preferibile la tesi negativa. Iniziamo con il dire che in molti dei casi in cui la violazione abbia avuto ad oggetto regole procedurali ovvero organizzative, il piano rimediale volto a modificare la struttura aziendale e/o il quadro regolamentare interno incisi dalla contestazione, non sembra richiedere anche un accessorio ristoro economico, salvi i rari casi in cui sia possibile individuare, secondo criteri di ragionevolezza e di efficienza causale, un vantaggio indebitamente conseguito (o una perdita evitata) ovvero un pregiudizio arrecato al regolare funzionamento del mercato o agli investitori. Diversamente argomentando, la sanzione pecuniaria uscita dalla porta (grazie al nuovo istituto), rientrerebbe immediatamente dalla finestra, aprendo scenari di difficilissima soluzione in merito al *quantum* del ristoro e al *cluster* di soggetti da indennizzare (potenzialmente vastissimo, specie se il soggetto inciso dalla contestazione sia di grandi dimensioni)

¹⁸ In senso contrario sembrerebbe esprimersi ASSONIME, Circolare n. 21/20125, cit., p. 14 secondo cui gli impegni non potrebbero "consistere in una mera astensione dai comportamenti sospettati".

¹⁹ Per una rassegna dei contenuti degli impegni alla luce delle prime applicazioni pratiche, si fa rinvio al § 13.

²⁰ Di obblighi di tipo "risarcitorio" parla espressamente ASSONIME, Circolare n. 21/20125, cit., p. 14.

²¹ Tale circostanza – come si avrà modo di vedere (cfr. § 13) – impone di individuare un'istituzione legittimata a ricevere le somme oggetto di restituzione (si tratti del profitto illecitamente conseguito, come in caso di *insider trading* o di una riparazione dei danni cagionati dall'illecito all'integrità del mercato come nei casi di manipolazione, *tipping* e *tuyautage*). Condivisibilmente, nelle proposte di impegni fin qui accettate dalla Consob in materia di abusi di mercato di minore entità, si è ritenuto di individuare tale entità istituzionale nel fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori, istituito presso il bilancio della Consob ai sensi dell'art. 32-ter.1 del TUF.

e il ristoro degraderebbe a una sorta di “*punitive damage*” di natura sanzionatoria, finalizzato non tanto a compensare un danno subito, bensì a punire la condotta del responsabile. Non solo. La pretesa di considerare il ristoro economico quale elemento co-essenziale di ogni proposta di impegni, rischierebbe di compromettere l’attrattività del nuovo istituto, poiché, verosimilmente, l’esborso economico richiesto risulterebbe spesso superiore all’ammontare della sanzione potenzialmente irrogabile²². Inoltre, va considerato che, in una prospettiva che fosse fortemente incentrata sul ristoro economico, si verrebbe a configurare una prassi “transattiva” con gli uffici della Consob molto simile al futuro *settlement*²³, ma priva di una disciplina normativa di riferimento e di un ancoraggio a parametri quali-quantitativi predefiniti²⁴.

In termini conclusivi, il ristoro pecuniario non deve costituire un elemento indefettibile della proposta di impegni, salvo che sia possibile individuare — sulla base di criteri oggettivi, coerenti e verificabili *ex post* — un numero *sostenibile* di soggetti meritevoli di tale tutela ovvero ancora nei casi in cui l’autore dell’illecito abbia conseguito un vantaggio o evitato una perdita economicamente quantificabili, con conseguente obbligo restitutorio del profitto indebitamente realizzato. Tale linea interpretativa, trova del resto conferma anche nel regolamento sanzionatorio Consob (come modificato con la delibera n. 23597/25 per definire le norme di dettaglio che disciplinano il ricorso allo strumento degli “impegni”: di seguito anche “NRS”²⁵), dove viene chiarito che il ristoro economico rappresenta un elemento solo eventuale della proposta (si veda l’allegato formulario per presentazione della proposta di impegni).

Resta ancora da verificare se il ristoro economico possa rappresentare l’unica misura proposta alla Consob in sede di impegni. Sembra preferibile la risposta affermativa non potendosi escludere che, in determinate circostanze, una misura esclusivamente pecuniaria possa risultare idonea al conseguimento degli obiettivi perseguiti dall’art. 196-*bis* del TUF, anche in assenza di ulteriori obblighi di fare o di non fare. Potrebbe essere questa l’ipotesi in cui la violazione abbia ad oggetto esclusivamente regole comportamentali (con ricadute sulla sfera patrimoniale dei clienti), senza che siano emerse carenze strutturali o profili di inadeguatezza nel sistema procedurale o organizzativo dell’intermediario. Si pensi, ad es., al caso in cui un intermediario, in violazione delle regole di comportamento e degli obblighi di *best execution* e di gestione degli ordini dei clienti, abbia colpevolmente accumulato ritardi nell’esecuzione di ordini di vendita impartiti da clienti ovvero provocato casi di c.d. “scavalcamiento” (in cui ordini impartiti in precedenza siano, di fatto, eseguiti dopo ordini trasmessi successivamente), determinando le c.d. *slippage losses*, ossia differenze sfavorevoli tra il prezzo atteso di esecuzione di un ordine e il prezzo effettivamente ottenuto. In tale ipotesi, l’intermediario potrebbe proporre un ristoro forfetario individuale, determinato sulla base della differenza tra prezzo teorico e prezzo di esecuzione verificabile attraverso i dati di sistema, senza che siano necessari ulteriori interventi a livello organizzativo, sempreché il quadro procedurale (i.e. la strategia di esecuzione e di trasmissione degli ordini) sia ben strutturato e conforme a consolidati *standard* di efficienza. In tale contesto, un ristoro correttamente calibrato e basato su ragioni

²² Il problema dell’identificazione concreta dei soggetti meritevoli di un ristoro economico presuppone una valutazione puntuale e “granulare” delle specifiche posizioni individuali. La selezione dei destinatari del ristoro dovrà sempre avvenire sulla base di criteri oggettivi, predeterminati e verificabili *ex post*, ad es. valorizzando l’arco temporale all’interno del quale è avvenuto l’investimento e il disinvestimento, la tipologia di investitore (cliente *retail* versus cliente professionale), le modalità di sottoscrizione/acquisto dello strumento finanziario (ad es. con o senza il supporto consulenziale di un intermediario); per un’applicazione concreta ad un’ipotesi di violazione di norme comportamentali che regolano il rapporto diretto fra intermediario e cliente, si rinvia al § 13.

²³ V. nota n. 1.

²⁴ Le considerazioni sopra riportate riprendono alcuni degli spunti già sviluppati dallo scrivente nel *Contributo AMF Italia al documento di consultazione recante “Proposte di modifica al regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob”*.

²⁵ Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 134 del 12 giugno 2025.

criteri selettivi, può svolgere una duplice funzione: da un lato, compensare in modo equo i pregiudizi subiti dagli investitori, dall'altro, rafforzare la fiducia nel sistema.

Proseguendo nella rassegna del contenuto degli impegni, va ricordato che, sulla scorta del regolamento sanzionatorio ARERA, anche il NRS prevede espressamente che la prestazione oggetto di impegni non possa consistere nel mero “*compimento (..) tardivo*” di atti dovuti in base a preesistenti obblighi violati (art. 14, comma 2, n. 3) i). In sintesi, gli impegni paiono implicare, se non una sostituzione, quantomeno un'integrazione della prestazione originariamente dovuta ai sensi della disciplina primaria e secondaria. Tale impostazione, secondo cui il soggetto “impegnato” dovrebbe quasi adempiere una prestazione diversa da quella originariamente dovuta (quasi un *aliud pro alio*), non appare tuttavia del tutto convincente, innanzitutto sotto un profilo logico. È infatti insito nella stessa *ratio* dell'istituto degli impegni che questi abbiano ad oggetto condotte finalizzate a rimediare - necessariamente in via successiva - agli effetti della violazione contestata. Diversamente, non si comprenderebbe la possibilità di applicare l'istituto nell'ambito di un procedimento sanzionatorio che, per sua natura, presuppone la contestazione di un illecito. In tale prospettiva, risulta pienamente coerente che l'impegno si sostanzi “in sé” in un adempimento tardivo, purché concreto e idoneo a neutralizzare gli effetti della violazione prospettata. Ciò vale ancora di più nei casi in cui la contestazione si limiti a carenze procedurali o organizzative, prive di immediati profili di criticità comportamentale. In simili circostanze, qualora il soggetto vigilato presenti un piano di intervento volto a porre rimedio alle irregolarità evidenziate dalla Consob - intervenendo efficacemente sugli assetti organizzativi e sui presidi interni - appare difficile individuare ulteriori condotte esigibili in sede di impegni, in assenza di violazioni ulteriori o concomitanti.

Escludere aprioristicamente un simile impegno solo perché qualificato come mero *adempimento tardivo dell'obbligo violato*, rischierebbe di svuotare di significato il nuovo istituto, precludendone l'applicazione proprio nei contesti in cui esso potrebbe risultare maggiormente utile e proporzionato rispetto al tradizionale sistema sanzionatorio.

Se poi la richiesta di un *quid pluris* o un *quid novi* rispetto agli atti dovuti in base agli obblighi violati, fosse strumentale a includere nella proposta di impegni sempre e comunque un ristoro economico, andrebbero ribadite le critiche precedentemente espresse riguardo a siffatta interpretazione²⁶.

²⁶ Va inoltre ricordato che non mancano, all'interno del Testo Unico della Finanza, esempi in cui un impegno assunto *ex post* assume efficacia sanante rispetto a una condotta inizialmente illecita. Un caso emblematico è rappresentato dal mancato lancio di un'OPA obbligatoria che determina, a carico del soggetto inadempiente, l'applicazione di un ampio ventaglio di misure sanzionatorie (la sospensione del diritto di voto, l'obbligo di dismettere le partecipazioni acquisite, e le sanzioni amministrative *ex art.* 192 TUF). Tuttavia, l'art. 110, comma 1-*bis*, TUF prevede esplicitamente, in via alternativa rispetto alle “sanzioni civili” (non a quelle amministrative), la possibilità per la Consob di ordinare la promozione dell'offerta a un prezzo congruo, tenuto conto delle circostanze sopravvenute. Tale previsione potrebbe aprire una riflessione sulla idoneità un impegno *ex art.* 196-*ter* TUF finalizzato a promuovere l'offerta secondo le condizioni concordate con la Consob ad evitare anche la sanzione pecuniaria. Analoghe considerazioni possono estendersi a quei casi in cui l'inadempimento degli obblighi in materia di OPA presenti un grado attenuato di offensività - a causa ad es. di errori tecnici nel calcolo delle soglie rilevanti o della complessità insita in operazioni su derivati o connesse all'attribuzione di voto maggiorato - che legittima, in determinati contesti, una risposta amministrativa flessibile e mirata, in cui anche un adempimento tardivo, purché idoneo a rimuovere o attenuare gli effetti pregiudizievoli dell'inadempimento, può soddisfare le finalità di tutela sottese alla disciplina violata. A conferma di tale impostazione, si può richiamare l'art. 49, comma 1, lett. e), del Regolamento Emittenti Consob, il quale, nell'ambito della disciplina dell'OPA totalitaria, prevede l'esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta nel caso in cui il superamento delle soglie rilevanti sia accompagnato da un impegno a cedere le partecipazioni eccedenti a parti non correlate ovvero a ridurre i diritti di voto in eccedenza entro dodici mesi. È vero che la norma richiede, in via letterale, una concomitanza temporale tra il superamento della soglia e l'assunzione dell'impegno, ma se si guarda alla finalità concreta della disposizione, piuttosto che al suo dato meramente formale, il principio generale sottostante potrebbe prestarsi ad applicazioni estensive. Ciò che conta, infatti, sembra essere l'idoneità dell'impegno - che, forse, rimane ferma anche ove esso



4. Valutazioni in caso di illeciti plurisoggettivi e compatibilità degli impegni ex art. 196-bis TUF

Nel caso di illecito plurisoggettivo, si pone il problema di stabilire se sia ammissibile una chiusura del procedimento mediante impegni nei confronti di uno o più soggetti soltanto, lasciando invece proseguire l'istruttoria nei confronti di coloro che non abbiano richiesto gli impegni o la cui richiesta sia stata ritenuta non idonea dalla Consob.

Il caso della richiesta inoltrata da taluni soltanto fra coloro che hanno ricevuto le contestazioni, è disciplinato dall'art. 10, comma 3 NRS secondo il quale *“nel caso di procedimento sanzionatorio avviato nei confronti di più soggetti, l'interruzione del termine di conclusione del procedimento sanzionatorio si applica esclusivamente nei confronti dei soggetti che hanno presentato la proposta di impegni”*. Ne consegue che, anche quando il fatto materiale ritenuto costitutivo della violazione sia lo stesso (nonostante la pluralità degli autori) e unica ed inscindibile risulti la violazione dell'interesse protetto, per la Consob il procedimento sanzionatorio deve necessariamente proseguire per chi non abbia presentato gli impegni: ciò, si legge nella Relazione Illustrativa, *“in ossequio al generale principio della responsabilità personale per le violazioni amministrative previsto dall'art. 3 della legge n. 689/1981”*. L'argomento non sembra convincente. Da un lato, perché il richiamato principio di cui all'art. 3 della legge n. 689/81 è stato messo in discussione con il con l'introduzione – nell'ambito normativo definito dal TUF e dal TUB – di un sistema che prevede, in via prioritaria, la sanzione dell'ente e, solo in presenza dei presupposti espressamente stabiliti dalla legge, anche quella dell'esponente aziendale o della persona fisica responsabile della violazione; dall'altro, per la ragione che l'istituto degli impegni – come più volte osservato – segna un passaggio da un modello di vigilanza punitivo-afflittivo a un modello di vigilanza orientato alla rimozione degli effetti antiggiuridici della condotta; ebbene, ove tale risultato venga perseguito anche da uno dei soggetti concorrenti e il fatto materiale costitutivo della violazione sia lo stesso, la rimozione degli effetti antiggiuridici derivanti dalla condotta, perseguita anche da uno solo dei soggetti coinvolti, dovrebbe produrre riflessi favorevoli anche a beneficio degli altri, in considerazione dell'unicità ontologica della lesione arrecata all'interesse protetto, a dispetto della pluralità degli autori della violazione. Presupposto di questo ragionamento è, naturalmente, che il fatto materiale costitutivo della violazione sia realmente il medesimo e che la lesione arrecata all'interesse tutelato non risulti amplificata dalla presenza di una pluralità di soggetti coinvolti. Ove ciò non accada, il coinvolgimento di diversi responsabili della violazione darebbe luogo a fatti distinti e a lesioni autonome, insuscettibili di riparazioni unilaterali dotate di efficacia *erga omnes*.

Ciò sembra dimostrato dal caso opposto in cui tutti i soggetti raggiunti dalla contestazione abbiano presentato una propria (e diversa) proposta di impegni. In tale eventualità, è necessario che le proposte avanzate risultino tra loro compatibili. In presenza di un'ipotesi plurisoggettiva, infatti, non sarebbe possibile accogliere impegni incoerenti e perciò inidonei, nel loro insieme, a risolvere le criticità oggetto di contestazione. Ne discende, ad avviso di chi scrive, che, nell'ipotesi in cui le proposte risultassero tra loro incompatibili, la Consob dovrebbe o respingerle tutte o accogliere quella ritenuta più efficace ai fini del perseguimento degli obiettivi di tutela del mercato e degli investitori, con effetto *“liberatorio”* per tutti (sempreché il fatto sia unico e le posizioni interconnesse). Valga, peraltro, considerare che, anche laddove dovesse consolidarsi l'interpretazione restrittiva della Consob (legata, come detto, al dogma della natura *“personale”* della responsabilità da illecito amministrativo), il soggetto la cui proposta sia stata respinta per incompatibilità con un'altra ritenuta preferibile, potrebbe comunque beneficiare, in sede di commisurazione della sanzione, di

intervenga con lieve ritardo – a rimuovere gli effetti distorsivi della violazione e a ricomporre l'equilibrio normativo compromesso.

una riduzione della pena amministrativa, in analogia con quanto previsto dall'art. 194-*bis* TUF per le condotte collaborative successive alla commissione dell'illecito. In altri termini, l'iniziativa di presentare impegni, pur non accolta, potrebbe – se formulata seriamente – essere comunque valorizzata come indice di collaborazione e buona fede.

Un'ultima notazione: nel caso di procedimenti sanzionatori che coinvolgono più soggetti, qualora siano state presentate proposte di impegni poi dichiarate (tutte) irricevibili, il termine per la conclusione del procedimento sanzionatorio ricomincia a decorrere dalla data di ricezione dell'ultima comunicazione di irricevibilità (art. 11, comma 4, NRS). Lo stesso accade se tutte le proposte siano state rigettate nel merito (art. 15, comma 1, NRS).

5. Profili procedurali. Considerazioni di carattere generale

L'art. 196-*ter*, TUF delinea una cornice procedurale di carattere generale, stabilendo che *“per le violazioni di competenza della Consob, entro trenta giorni dalla notificazione della lettera di contestazione degli addebiti, il soggetto destinatario della stessa può presentare impegni tali da far venir meno i profili di lesione degli interessi degli investitori e del mercato oggetto della contestazione. A tal fine la Consob, valutata la gravità delle violazioni e l'idoneità di tali impegni anche in relazione alla tutela degli interessi lesi e previa eventuale consultazione degli operatori di settore, può, nei limiti previsti dall'ordinamento dell'Unione europea, rendere gli impegni assunti obbligatori per i soggetti destinatari del procedimento sanzionatorio e pubblicare gli impegni medesimi. Tale decisione può essere adottata per un periodo di tempo determinato e chiude il procedimento sanzionatorio senza accertare la violazione”* (comma 1).

Il secondo comma della disposizione citata stabilisce poi che *“in caso di mancato rispetto degli impegni resi obbligatori ai sensi del comma 1, i limiti edittali massimi della sanzione amministrativa pecuniaria prevista dalla normativa di riferimento sono aumentati del 10 per cento. Al fine di monitorare l'attuazione degli impegni, la Consob può esercitare i poteri di vigilanza a essa attribuiti al fine dell'accertamento della violazione contestata”*.

Al terzo comma è previsto che la Consob possa *“d'ufficio riaprire il procedimento sanzionatorio se: a) si modifica in modo determinante la situazione di fatto rispetto a un elemento su cui si fonda la decisione; b) i soggetti interessati contravvengono agli impegni assunti; c) la decisione si fonda su informazioni trasmesse dalle parti che sono incomplete, inesatte o fuorvianti”*.

In tale contesto, viene demandata alla Consob la definizione delle *“regole procedurali che disciplinano la presentazione e la valutazione degli impegni di cui al presente articolo”*, nell'ambito di una cornice che tenga conto dei *“limiti previsti dall'ordinamento dell'Unione europea”* e della necessità di garantire *“il diritto al contraddittorio”* (comma 4)²⁷.

La norma, come anticipato, intende ricalcare in modo (finanche troppo pedissequo) il modello recepito dalla normativa *antitrust*²⁸. Lo si nota – anzitutto – da alcuni riferimenti al diritto

²⁷ Come ricordato al § 3, la Consob ha dato attuazione alla delega conferita con la delibera n. 23597 del 4 giugno 2025, nell'ambito di un intervento di “manutenzione” del regolamento sanzionatorio preceduto da una consultazione pubblica; in tale contesto, la disciplinata della procedura per la presentazione e la valutazione degli impegni costituisce il nuovo capo III del NRS.

²⁸ L'art. 14-*ter* (Impegni) della legge n. 287/90 così recita: *“1. Entro tre mesi dalla notifica dell'apertura di un'istruttoria per l'accertamento della violazione degli articoli 2 o 3 della presente legge o degli articoli 81 o 82 del Trattato CE, le imprese possono presentare impegni tali da far venire meno i profili anticoncorrenziali oggetto dell'istruttoria. L'Autorità, valutata l'idoneità di tali impegni e previa consultazione degli operatori del mercato, può, nei limiti previsti dall'ordinamento comunitario, renderli obbligatori per le imprese. Tale decisione può essere adottata per un periodo di tempo determinato e chiude il procedimento senza accertare l'infrazione. 2. L'Autorità in caso di mancato rispetto degli impegni resi obbligatori ai sensi del comma 1 può irrogare una sanzione amministrativa pecuniaria fino al 10 per cento*

eurounitario di difficile identificazione nella materia di cui stiamo parlando, ove, dal campo del diritto della concorrenza, ci si sposti a quello del diritto dei mercati finanziari, in cui non è, allo stato, configurabile né un vero e proprio “ordinamento europeo” di riferimento, né, tanto meno, “limiti” normativi espressamente previsti a livello sovranazionale²⁹.

La conferma di una trasposizione acritica di alcuni elementi della normativa *antitrust* trova conferme anche dal richiamo ad una “eventuale consultazione degli operatori di settore” (vedi *infra* § 8).

6. La fase di presentazione della proposta di impegni

Dal punto di vista amministrativo, la presentazione della proposta di impegni al Servizio Sanzioni Amministrative³⁰ (secondo il *format* di cui all'allegato 1 al NRS), innesca un sub-procedimento che si svolge nell'ambito del procedimento sanzionatorio avviato dalla Consob a seguito della contestazione.

L'art. 196-ter TUF richiede che la presentazione degli impegni avvenga “entro trenta giorni dalla notificazione della lettera di contestazione degli addebiti”.

L'art. 10, comma 1 NRS ha precisato che si tratta di un “termine perentorio” e che, entro il termine di trenta giorni dalla data di presentazione della proposta di impegni, il proponente può *sua sponte* fornire integrazioni su specifici aspetti della medesima proposta che necessitino di maggiori approfondimenti. Non sono previste proroghe. Soltanto nel caso in cui sia stata presentata istanza di accesso agli atti, il proponente può usufruire della canonica sospensione *una tantum* per la parentesi temporale (che potrebbe durare anche pochi giorni) necessaria alla celebrazione della procedura di accesso. Valga, peraltro, considerare che ai sensi dell'art. 11, comma 1 NRS, il Servizio Sanzioni Amministrative (sentita la divisione che ha formulato le contestazioni), entro trenta giorni decorrenti dalla ricezione della proposta di impegni o, laddove presentate, dalle integrazioni volontariamente fornite dal proponente ai sensi del richiamato articolo 10, comma 1, secondo periodo, NRS, può chiedere al proponente chiarimenti e precisazioni da fornire entro il termine di trenta giorni eccezionalmente prorogabile (dietro istanza argomentata del soggetto interessato) una sola volta e per non più di quindici giorni in ipotesi di particolare complessità.

Seppure con i *mitigant* sopra riportati, la qualifica del termine come “perentorio” (non evocata in alcun modo dalla normativa primaria) non appare del tutto convincente, rappresentando una significativa deviazione dal modello *antitrust* di riferimento³¹ in favore del modello adottato da ARERA.³²

Si consideri, inoltre, che nel sistema del Testo Unico della Finanza (analogamente a quanto accade per le violazioni del testo unico bancario), la fase di “accertamento” non è formalmente

del fatturato totale realizzato a livello mondiale durante l'esercizio precedente. Al fine di monitorare l'attuazione degli impegni, l'Autorità esercita i poteri di cui all'articolo 14 della presente legge. 3. L'Autorità può d'ufficio riaprire il procedimento se: a) si modifica in modo determinante la situazione di fatto rispetto ad un elemento su cui si fonda la decisione; b) le imprese interessate contravvengono agli impegni assunti; c) la decisione si fonda su informazioni trasmesse dalle parti che sono incomplete inesatte o fuorvianti”.

²⁹ Il punto è segnalato anche da F.P. MODUGNO e M. FANTON, *Profili civili e penali*, cit., p. 886.

³⁰ Al quale spetta il compito di trasmetterla “tempestivamente” alla divisione che ha formulato le contestazioni (cfr. art. 10, comma 4, NRS).

³¹ Cfr. nota 4.

³² Cfr. art. 20, comma 1, del regolamento sanzionatorio ARERA a norma del quale la proposta di impegni deve essere presentata “a pena di decadenza, entro 30 (trenta) giorni dalla comunicazione della determinazione di avvio del procedimento sanzionatorio”; perplessità vengono espresse anche da ASSONIME, circolare n. 21/2025, *Il nuovo Regolamento Consob sul procedimento sanzionatorio con Impegni e prime prassi applicative*, p.10.

regolata ed è precedente all'avvio del procedimento sanzionatorio vero e proprio³³. Essa consente alle autorità di raccogliere gli elementi necessari per valutare l'esistenza di una possibile irregolarità. A differenza del diritto *antitrust*, questa fase si svolge in modo unilaterale e senza contraddittorio³⁴: il soggetto interessato non è coinvolto, non ha diritto di intervenire, presentare osservazioni o conoscere gli atti, né tantomeno di controinterrogare eventuali soggetti ascoltati. Nel diritto *antitrust*, invece, la procedura è scandita da due fasi: una preistruttoria, in cui si valuta preliminarmente la sussistenza di un'ipotesi di illecito, e una istruttoria formale, avviata con un atto amministrativo motivato e notificato alle imprese coinvolte. A partire da quest'ultima fase, il procedimento è improntato al pieno rispetto del principio del contraddittorio, garantendo ai soggetti interessati la possibilità di essere ascoltati, presentare documenti, memorie difensive e partecipare ad un'udienza finale³⁵. Anche soggetti terzi portatori di interessi qualificati possono intervenire nel procedimento, accedere agli atti e formulare osservazioni. La differenza più rilevante risiede, dunque, nel fatto che, nell'"accertamento" della Consob, l'intero quadro fattuale si forma senza partecipazione dell'interessato, restando poi sostanzialmente immutato anche nel successivo procedimento formale e spesso anche in sede giudiziale. Ciò è dovuto anche alla mancanza di poteri istruttori in capo al Servizio Sanzioni Amministrative; tutto questo limita fortemente la possibilità di revisione critica del quadro accusatorio confezionato dagli uffici di vigilanza che hanno effettuato (in proprio o tramite l'ispettorato) l'accertamento e la conseguente contestazione.

In questo quadro, nella normativa *antitrust*, la presentazione degli impegni può, quindi, avvenire entro tre mesi dalla notifica dell'apertura dell'istruttoria. In ambito Consob, invece, l'istituto trova applicazione soltanto in un momento successivo: ossia quando l'accertamento si è già concluso e la contestazione degli addebiti è stata formalmente notificata. La disciplina *antitrust*³⁶ sul termine di presentazione degli impegni gode quindi, rispetto a quella Consob, di maggiori garanzie a vantaggio del soggetto incolpato dovute alla possibilità di: (i) proporre impegni in una fase ancora interlocutoria, sebbene già fortemente permeata dal rispetto del principio del contraddittorio, laddove nel procedimento sanzionatorio Consob la possibilità di chiedere che vengano accettati impegni sostitutivi della sanzione interviene solo quando "i giochi sono fatti", ossia a valle di un accertamento già tradottosi in contestazione; (ii) avvalersi di un termine più lungo (tre mesi, in luogo dei trenta giorni) per la presentazione degli impegni, cui si associa la possibilità di consentire, in ipotesi eccezionali da comprovare, la presentazione di impegni oltre il termine suindicato; (iii) trasmettere, con congruo

³³ Sebbene le "Disposizioni di vigilanza in materia di sanzioni e procedura sanzionatoria amministrativa" adottate dalla Banca d'Italia il 18 dicembre 2012 (e successivamente modificate), alla sez. II, § 1, includano espressamente, tra le fasi della procedura sanzionatoria, anche l' "accertamento delle violazioni"; la tralasciata previsione lascia perplessi non soltanto per ragioni di forma ma anche di sostanza: se infatti, da un lato, non sempre l'autorità rende noto l'avvio di un accertamento istruttorio, dall'altro, è pacifico che in questa fase non possa trovare applicazione l'art. 145, comma 1 *bis* TUB secondo il quale "il procedimento sanzionatorio è retto dai principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie". Sul punto sia consentito rinviare a E. BINDI, P. LUCCARELLI, A. PISANESCHI, *Le sanzioni della Banca d'Italia e della Consob*, in *Giur. Comm.*, 2021, p. 553 e ss., spec. 566 ss.

³⁴ Cfr. R. COSTI, *La difesa del sanzionato: una missione impossibile*, in *Banca impresa soc.* 2019, p. 5, il quale sottolinea come la lettera di contestazione sia "un atto unilaterale dell'Autorità indipendente, adottato senza alcun confronto e senza alcun contraddittorio con il soggetto nei confronti del quale viene avviato il procedimento sanzionatorio. Fino a questo momento, egli si trova in una posizione del tutto passiva. Non ha alcuna possibilità di interloquire nella formazione della lettera di contestazione; lettera che imprime al procedimento una direzione unilateralmente stabilita dall'Autorità che dovrà adottare il provvedimento sanzionatorio".

³⁵ Cfr. sul punto, F. GHEZZI, G. OLIVIERI, *Diritto antitrust*³, Torino, 336 e ss. E. BINDI, A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia*, Torino, 2018, 129 e ss.; il tema delle differenze strutturali fra il procedimento sanzionatorio Consob e quello *antitrust* è richiamato anche da F.P. MODUGNO, M. FANTON, *Profili civili e penali*, cit., 884.

³⁶ Cfr. la comunicazione sulle procedure di applicazione dell'articolo 14-ter della legge 10 ottobre 1990, n. 287 adottata dall'AGCM con delibera 23863/2012.

anticipo rispetto al termine di tre mesi, una versione preliminare degli impegni, suscettibile di essere integrata con chiarimenti o precisazioni, funzionali a valutarne l'idoneità a superare i profili anticoncorrenziali emersi nel corso dell'istruttoria.

Resta allora da chiedersi se, anche negli illeciti di competenza della Consob, sia configurabile una presentazione provvisoria degli impegni nelle more fra la chiusura delle indagini e l'apertura formale (con le contestazioni) del procedimento sanzionatorio³⁷. Si ritiene che a tale interrogativo possa darsi una risposta positiva³⁸. È noto il consolidato indirizzo giurisprudenziale³⁹ secondo il quale, da un lato, *“la pura “costatazione” dei fatti nella loro materialità non coincide necessariamente con l’“accertamento”: nell’attività di regolazione e supervisione delle attività private vi sono ambiti, come appunto quello dell’intermediazione finanziaria, che richiedono valutazioni complesse, non effettuabili nell’immediatezza della percezione dei fatti suscettibili di trattamento sanzionatorio, dovendosi tener conto, oltre che della complessità della materia, delle particolarità del caso concreto, anche con riferimento al contenuto e alle date delle operazioni”*; dall'altro, *“il momento dell’accertamento degli illeciti amministrativi in materia di intermediazione finanziaria non deve essere fatto coincidere, necessariamente e automaticamente, né con il giorno in cui l’attività accertativa (normalmente, ispettiva, ma anche commissariale) è terminata, né con quello in cui sono state depositate relazioni o rapporti finali degli incaricati degli accertamenti, e neppure con la data in cui l’autorità di supervisione ha investito o riunito il suo organo volitivo per prendere in esame la situazione (..) perché la pura “costatazione” dei fatti non comporta di per sé il loro “accertamento”, ove manchi una successiva attività istruttoria e valutativa”*. Sulla scorta di tale indirizzo, negli illeciti in materia finanziaria vi è sempre un certo *spatium deliberandi* affinché la mera “costatazione” dei fatti materiali possa essere tradotta in accertamento: ebbene, in questa fase – la cui durata non può essere irragionevolmente dilatata – sarebbe estremamente utile poter avviare un dialogo sugli impegni, analogamente a quanto avviene in ambito *antitrust*. Tanto più che anche prima che venga notificata la contestazione (spesso addirittura in fase di ispezione) è frequente che la vigilanza inizi ad avanzare richieste di attivazione di un piano rimediale o correttivo afferente alle criticità riscontrate. A tale soluzione, del resto, non sembrerebbe di ostacolo neppure la lettera della norma primaria (196-ter TUF) secondo la quale *“per le violazioni di competenza della Consob, entro trenta giorni dalla notificazione della lettera di contestazione degli addebiti, il soggetto destinatario della stessa può presentare impegni (..)”*; ciò in quanto tale previsione potrebbe agevolmente essere interpretata nel senso di ritenere il termine ivi indicato (*“entro trenta giorni dalla notifica delle contestazioni”*), come *dies ad quem*, vale a dire come un termine finale entro il quale la richiesta di impegni può essere avanzata. Del resto, solo ipotizzando che la presentazione degli impegni possa intervenire anche in una fase antecedente il recapito delle contestazioni, si riesce a dare un significato alla previsione secondo cui l'accettazione degli impegni *“chiude il procedimento sanzionatorio senza accertare la violazione”*, come recita l'art. 196-ter TUF⁴⁰. Se, tuttavia, rinunciamo a leggere la disposizione come una sorta *lapsus* normativo, essa diventa difficilmente comprensibile, se non come frutto di un frettoloso e poco meditato “copia e incolla” dalla disciplina *antitrust*. Ciò che, infatti, risulta

³⁷ Non è infatti infrequente che l'interlocuzione con gli uffici di vigilanza (e prima ancora con gli ispettori) sugli interventi in senso largo “rimediali” avvenga prima della contestazione: ciò renderebbe pienamente plausibile un'anticipazione del confronto sugli impegni analogamente a quanto accade in *antitrust*; sembra auspicare la possibilità di presentare impegni in versione preliminare anche G. TROVATORE, *L'art. 196-ter T.U.F.*, cit., p. 879.

³⁸ In tal senso anche ASSONIME, circolare n. 21/2025, cit., 10.

³⁹ Da ultimo e per tutte, si veda Cass., ord., 4 luglio 2025, n. 18334.

⁴⁰ Ai sensi dell'art. 14, comma 3, terzo periodo, NRS la pubblicazione della delibera che accetta gli impegni deve essere accompagnata dall'avvertenza che *“ai sensi dell'articolo 196-ter del Tuf, la decisione finale in merito agli impegni proposti non implica l'accertamento della violazione o delle violazioni oggetto della procedura sui medesimi impegni”*. Un riferimento lo si rintraccia anche all'art. 13, comma 1 NRS nella parte in cui vengono disciplinati i profili pubblicitari della eventuale fase di consultazione.

perfettamente coerente nel contesto *antitrust* – dove l'accettazione degli impegni presentati in fase istruttoria, o persino in forma non definitiva prima della sua chiusura, determina la conclusione del procedimento senza alcun accertamento dell'infrazione – non sembrerebbe avere una logica nel sistema sanzionatorio Consob, in quanto il primo elemento della sequenza accertamento-contestazione-impegni è, per sua natura, insuscettibile di rimozione. Tale prospettiva è stata, tuttavia, respinta dalla Consob in sede di normativa di attuazione. Nella Relazione Illustrativa viene infatti sottolineato che *“la procedura sugli impegni delineata nell’articolato regolamentare risulta collocata nel procedimento sanzionatorio e, dunque, necessariamente subordinata all’avvio dello stesso in considerazione del chiaro dettato normativo primario. L’art. 196-ter del Tuf: i) consente la presentazione di una proposta di impegni esclusivamente al soggetto destinatario della lettera di contestazione degli addebiti (...); ii) prevede che i medesimi impegni siano resi obbligatori dall’Autorità sempre esclusivamente nei confronti dei “soggetti destinatari del procedimento sanzionatorio”; iii) attribuisce allo strumento la funzione di “chiudere il procedimento sanzionatorio senza accertare l’infrazione”. Stante il vigente contesto normativo, non sussistono pertanto margini per fornire una disciplina regolamentare che procedimentalizzi lo strumento degli impegni in un momento anteriore all’instaurazione del procedimento sanzionatorio. Ciò posto, va altresì rilevato che nulla osta alla circostanza per cui, anche nella fase di c.d. preistruttoria di competenza degli Uffici, possano informalmente svolgersi preliminari interlocuzioni in merito ad eventuali proposte di impegni che il soggetto intenda presentare dopo l’avvio del procedimento sanzionatorio. Si rappresenta, infine, che il sopra descritto intervento apportato alla disposizione, volto a consentire un’integrazione della proposta successivamente alla tempestiva presentazione della stessa, soddisfa, di fatto, le esigenze palesate dai rispondenti in merito alla possibilità di integrare le proposte di impegni”*.

7. La fase istruttoria

La fase istruttoria sulla ricevibilità della proposta di impegni è disciplinata dagli articoli 11 e 12 NRS. L’art. 11 disciplina la ricevibilità formale della proposta di impegni, stabilendo termini e modalità per eventuali integrazioni e prevedendo, in caso di inadempienza o tardività, la dichiarazione di irricevibilità e la prosecuzione del procedimento sanzionatorio. L’art. 12 regola, invece, l’istruttoria sul merito delle proposte che abbiano superato il filtro della ricevibilità, imperniandola sulla trasmissione alla Commissione di una relazione motivata (sempre a firma congiunta servizio sanzioni e divisione di vigilanza) e sulla possibilità, per il proponente, di presentare, riguardo ad essa, osservazioni. I due articoli operano quindi in sequenza logica: il primo come filtro di ammissibilità formale, il secondo come fase di valutazione sostanziale.

Abbiamo già accennato al § 6 (vedi *infra*) all’iter procedurale che scandisce il sindacato di ricevibilità della proposta:

a) entro trenta giorni dalla ricezione della proposta di impegni – ovvero, se del caso, della proposta integrata ai sensi dell’art. 10, comma 1, secondo periodo NRS – il Servizio Sanzioni Amministrative, sentita la divisione che ha formulato le contestazioni, può richiedere chiarimenti e precisazioni al proponente;

b) quest’ultimo è tenuto a integrare la proposta entro i successivi trenta giorni, tenendo conto delle richieste ricevute (tale termine è prorogabile, una sola volta e per un massimo di quindici giorni, in presenza di una motivata e tempestiva istanza) e ha diritto ad essere sentito;

c) nel medesimo termine di trenta giorni – decorrente alternativamente dalla proposta iniziale, dalla proposta integrata o dai chiarimenti ricevuti – il servizio sanzioni, sempre previa interlocuzione con la divisione competente, può dichiarare l’irricevibilità della proposta disponendo la prosecuzione del procedimento sanzionatorio ove la proposta sia trasmessa oltre il termine previsto (30

giorni dalla notifica della lettera di contestazione o dal diverso termine ex art. 10, comma 2) ovvero in caso di mancata risposta tempestiva e completa alle richieste istruttorie. In tali ipotesi, il termine per la conclusione del procedimento riprende a decorrere dalla data di ricezione della comunicazione di irricevibilità (o, nei procedimenti plurisoggettivi, dalla data di ricezione dell'ultima comunicazione).

Se la proposta è, invece, ritenuta ricevibile, il Servizio Sanzioni Amministrative, d'intesa con la divisione di vigilanza, trasmette alla Commissione, entro trenta giorni, una relazione motivata contenente le valutazioni istruttorie. Tale relazione è comunicata contestualmente al proponente che ha trenta giorni dalla ricezione per presentare osservazioni scritte alla Commissione.

Una sola postilla riguardo alla “diarchia” fra servizio sanzioni e la divisione vigilante⁴¹. Come noto, nel nostro ordinamento, per dare attuazione al principio della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie la Consob – dopo la stagione c.d. bifasica – l'intera istruttoria dei procedimenti sanzionatori è stata affidata Servizio Sanzioni Amministrative (sia sulla valutazione delle deduzioni, sia sulla proposta concernente l'an e il quantum della sanzione da trasmettere alla Commissione). L'attività preordinata all'accertamento dell'illecito e la contestazione degli addebiti ai soggetti interessati, sono invece appannaggio esclusivo delle divisioni di vigilanza competenti per materia. Nel sub-procedimento degli impegni, l'approccio seguito dal regolamento è quello di considerare il Servizio Sanzioni Amministrative quale naturale “interfaccia” della procedura, fermo restando che tutte le fasi cruciali (dal “filtro” di ricevibilità, alle valutazioni funzionali alla decisione della Commissione) postulano un accordo fra il servizio sanzioni e la divisione di vigilanza competente.

La scelta sembra condivisibile, atteso che la materia degli impegni è un “terreno di confine”, dove i temi della vigilanza attiva si incrociano con quelli della procedura sanzionatoria. L'auspicio è che il dualismo risponda, anche alla prova dei fatti, ai quei “*rigorosi criteri di economicità ed efficacia*” che informano, ai sensi dell'art. 26 del regolamento organizzativo della Consob, il riparto fra le strutture interne della Consob e non comporti per il richiedente gli impegni ulteriori aggravati in un percorso che è segnato da tempistiche alquanto stringenti. Forse, in coerenza con questa impostazione “dualistica”, anche la riapertura del procedimento sanzionatorio (art. 15, comma 3 NRS) avrebbe potuto essere affidata alla iniziativa congiunta delle due strutture: la scelta regolatoria designa, invece, quale entità “requirente” per la Commissione, la sola divisione di vigilanza, sull'argomento che “*l'attuale articolazione del Regolamento (...) individua nelle Divisioni di vigilanza le strutture deputate all'avvio del procedimento sanzionatorio*”⁴².

8. La eventuale fase di consultazione

Dopo aver ricevuto la proposta di impegni, la Consob, se lo ritiene opportuno in considerazione della natura e della gravità delle violazioni contestate e del loro impatto sugli investitori e sul mercato, può decidere di sottoporre la proposta a consultazione pubblica. In tal caso, la proposta di impegni e un estratto della lettera di contestazione sono pubblicati sul sito della Consob per un massimo di trenta giorni. Durante questo periodo, gli “operatori di settore” possono inviare osservazioni scritte soggette ad analoghi meccanismi pubblicitari⁴³. La decisione di avviare la consultazione viene comunicata al soggetto proponente (art. 13, comma 3, NRG) il quale ha trenta giorni di tempo, dopo la chiusura del termine per le osservazioni dei “controinteressati”, per replicare e

⁴¹ V. nota 24.

⁴² Cfr. la Relazione Illustrativa, p. 52.

⁴³ L'art. 13, comma 1, NRS ribadisce che tale pubblicazione è accompagnata dalla indicazione che “*la decisione finale in merito agli impegni proposti non implica l'accertamento della violazione o delle violazioni oggetto della procedura sui medesimi impegni*”.

proporre una sola volta modifiche o integrazioni collegate agli esiti della consultazione con il mercato. Tutti i documenti raccolti vengono trasmessi alla Commissione dal Servizio Sanzioni Amministrative (art. 13, commi 4 e 5 NRS).

L'art. 196-ter TUF e il corrispondente art. 13 NRS, si limitano a evocare il *possibile* coinvolgimento di operatori di settore terzi durante la fase di valutazione da parte della Consob. Vale incidentalmente ricordare che in ambito *antitrust* la fase di *market test* è invece obbligatoria e, dai suoi esiti, dipende in maniera non irrilevante la decisione dell'autorità. È dunque legittimo interrogarsi sulla portata che potrà assumere la trasposizione, nel contesto sanzionatorio della Consob, del meccanismo "referendario" conosciuto dall'*antitrust*⁴⁴.

Vari sono gli interrogativi. Vi è, anzitutto, la questione relativa all'individuazione dei soggetti terzi che potrebbero essere coinvolti per esprimere valutazioni fondate, e non strumentali, su profili attinenti a presunte violazioni del Testo Unico della Finanza. Potenzialmente, potrebbero assumere tale ruolo associazioni di categoria, operatori concorrenti e soggetti rappresentativi dei consumatori. Permane, poi, l'incertezza in merito all'individuazione delle informazioni che possano essere legittimamente e opportunamente condivise con gli operatori del settore, senza ledere la riservatezza del procedimento e delle parti interessate. A corollario di tale ultima considerazione va anche evocato il segreto d'ufficio che copre, ai sensi dell'art. 4, comma 10 TUF, "*tutte le notizie, le informazioni e i dati in possesso della Consob in ragione della sua attività di vigilanza (...) salvi i casi previsti dalla legge per le indagini relative a violazioni sanzionate penalmente*"⁴⁵. Fortunatamente, la normativa consente alla Consob di superare le suddette perplessità, configurando la fase di *market test* come meramente eventuale. Tutto lascia, infatti, ritenere che il ricorso a tale strumento avverrà in via residuale, presumibilmente solo in circostanze particolari, se non eccezionali, come peraltro sembra confermato dai pochi casi, sinora noti, di impegni formalmente accettati dall'autorità.

9. La fase decisoria

Si è detto che, entro trenta giorni dalla ricezione della proposta di impegni (ovvero della proposta integrata volontariamente o su richiesta degli uffici), il Servizio Sanzioni Amministrative, in coordinamento con la divisione che ha formulato le contestazioni, trasmette alla Commissione una relazione motivata contenente le valutazioni conclusive sulla proposta ritenuta ricevibile. Tale relazione è trasmessa anche al proponente, il quale dispone di un termine di trenta giorni per far pervenire alla Commissione le proprie osservazioni scritte. Ai sensi dell'art. 14, comma 1, NRS, entro i trenta giorni successivi alla scadenza di tale termine, la Commissione è tenuta a deliberare in ordine all'accoglimento o al rigetto degli impegni presentati dal soggetto destinatario delle contestazioni. Tale decisione deve essere assunta tenendo conto, da un lato, delle valutazioni del servizio sanzioni e della divisione competente che ha formulato le contestazioni e, dall'altro, delle osservazioni formulate dal proponente (nonché, qualora sia stata svolta, degli esiti della consultazione pubblica). Entro il medesimo termine previsto per la decisione, la Commissione può richiedere al Servizio Sanzioni Amministrative e alla divisione competente una relazione integrativa (da trasmettere anche al proponente), qualora ritenga necessario un ulteriore approfondimento su specifici aspetti. In tale ipotesi, il termine per la decisione sugli impegni decorre nuovamente dalla scadenza del termine assegnato al proponente per l'eventuale presentazione di osservazioni sulla relazione integrativa.

⁴⁴ E, in misura simile, dal regolamento sanzionatorio ARERA (cfr. artt. 20, comma 5 e 22).

⁴⁵ Sul punto sembra esprimere perplessità anche S. ALVARO, *Commento sub art. 23*, in *Commentario alla Legge Capitali*, cit., 198.

L'art. 14, comma 2 NRS, indica, a titolo esemplificativo e non esaustivo, i casi in cui la proposta di impegni si espone al rigetto da parte della Commissione:

qualora la condotta del proponente sia connotata da profili di (rilevante) gravità (da valutarsi in base al numero e alla natura delle violazioni, alla durata, ai pregiudizi arrecati, all'impatto sull'attività di vigilanza);

qualora, in relazione a precedenti provvedimenti sanzionatori, possa desumersi una "inclinazione" del proponente alla commissione di illeciti amministrativi;

in caso di inadempimento di (altri) impegni precedentemente assunti ai sensi dell'articolo 196-ter, cui abbia fatto seguito la riattivazione del procedimento sanzionatorio;

nel caso in cui le misure proposte non siano idonee a ripristinare l'assetto degli interessi anteriore alla violazione in quanto gli impegni: a) si risolvano in un mero adempimento — anche se tardivo — dell'obbligo violato; b) si rivelino inadeguate a garantire il più efficace perseguimento degli interessi tutelati dalle disposizioni presumibilmente violate, ovvero perseguano finalità prevalentemente estranee (ad esempio, di natura dilatoria) rispetto a quelle proprie dell'istituto degli impegni; c) non appaiano suscettibili di attuazione piena, tempestiva e verificabile, anche alla luce delle condizioni economiche del proponente.

Tale elencazione non sembra ben formulata. In primo luogo, essa si limita, pur senza dichiararlo esplicitamente, a individuare soltanto ipotesi in cui la Commissione dovrebbe disporre la non accettazione degli impegni. Secondariamente, perché la formulazione "tiene conto" non chiarisce se i vertici della Consob siano vincolati a rigettare gli impegni in presenza delle circostanze indicate, ovvero se conservino un margine di discrezionalità (la cui sindacabilità sarà oggetto di successivo approfondimento). In terzo luogo, i criteri menzionati hanno natura meramente esemplificativa. Un ulteriore elemento di perplessità deriva inoltre dalla commistione con parametri mutuati, piuttosto frettolosamente, dalla disciplina ARERA che, oltre a presentare una maggiore chiarezza, non dispone dei paradigmi di gravità previsti dall'art. 194-bis TUF. A nostro giudizio, la Commissione dovrebbe limitarsi a valutare se la violazione contestata presenti un livello di gravità tale da richiedere necessariamente una risposta di tipo sanzionatorio e se le misure previste nella proposta di impegni siano idonee, quanto più possibile, a rimuovere le conseguenze immediate e dirette della violazione. Gli ulteriori profili — in particolare quelli incentrati sulla "personalità" del proponente — appaiono, invece, estranei alle valutazioni di competenza della Consob.

Rimane ancora da indagare se la decisione che rigetti la proposta di impegni sia autonomamente impugnabile. In ambito *antitrust*, il Consiglio di Stato ha chiarito che la mancata accettazione degli impegni costituisce un atto endoprocedimentale, non immediatamente e autonomamente impugnabile, potendo essere contestato solo in sede di impugnazione del provvedimento finale. Alla base di questa posizione vi è la considerazione secondo cui l'istituto degli impegni attiene ad una fase caratterizzata, in via prioritaria, dal dialogo e dalla cooperazione fra le parti piuttosto che dall'adozione di atti formali oggetto possibile di impugnativa, e non genererebbe, di per sé, un'aspettativa giuridicamente tutelabile in via autonoma, tenuto conto della prevalenza dell'interesse pubblico alla repressione dei comportamenti illeciti⁴⁶. L'applicazione di tale impostazione al contesto delle sanzioni irrogate dalla Consob suscita, tuttavia, alcune perplessità. Ciò, principalmente, in ragione del fatto che, nell'ambito del sistema sanzionatorio Consob, la giurisdizione spetta, allo stato, al giudice civile (corte d'appello), per via della poichè la potestà sanzionatoria viene ritenuta, in via tralaticia, un'attività vincolata, ossia priva di discrezionalità, in quanto rigidamente predeterminata da criteri

⁴⁶ Cfr. Consiglio di Stato sez. VI, 20 luglio 2011, n.4393 (riforma T.A.R. Lazio - Roma, sez. I, 16 novembre 2010 n. 33474), in *Foro amm.*, 2012, p. 1360, con nota di F. RISSO, *Gli impegni per contrastare gli effetti distorsivi della concorrenza: qualificazione giuridica e tutela giurisdizionale*; sul punto si veda altresì, F. GHEZZI – G. OLIVIERI, *Diritto antitrust*³, cit., 343.

normativi e procedurali⁴⁷. Non potendo certamente affrontare in questa sede l'annoso dibattito sull'assenza di coerenza sistematica nelle scelte legislative in tema di controllo giurisdizionale sull'esercizio del potere sanzionatorio delle autorità di vigilanza⁴⁸, occorre considerare che le forme e i modi con cui la Consob esercita il proprio potere decisionale sugli impegni non sono, né possono essere, rigidamente predeterminati, traducendosi, in ultima analisi, in scelte discrezionali volte a ponderare i diversi interessi (pubblici e privati) in gioco sul mercato mobiliare. In particolare, il potere esercitato dalla Consob in materia di impegni, è un potere, intimamente connesso alla vigilanza, che presuppone una complessa attività istruttoria e valutativa che si confronta con clausole generali e concetti giuridici indeterminati (la gravità, la pericolosità e l'offensività dell'infrazione, la lesione degli interessi degli investitori, della trasparenza e dell'integrità del mercato, i principi generali di comportamento degli intermediari), la cui applicazione pratica è largamente influenzata da giudizi di valore e non solo da regole tecniche.

Ne consegue che, almeno fino a quando la giurisdizione sull'opposizione alle sanzioni Consob resterà attribuita al giudice civile, il provvedimento con cui la Consob, nell'esercizio della propria discrezionalità amministrativa, rigetta gli impegni dovrebbe essere impugnabile dinanzi al giudice amministrativo, per evitare un vuoto di tutela giurisdizionale, attesa l'incompetenza del giudice ordinario a conoscere situazioni diverse da quelle sanzionatorie nel controllo sull'esercizio del potere pubblico da parte delle autorità finanziarie.

10. Segue. *La pubblicazione*

Per quanto attiene alla pubblicazione della decisione sugli impegni, l'art. 14, comma 3 NRS distingue due situazioni, a seconda che sia stata o meno esperita la fase di consultazione. Nel primo caso, la Consob trasmette il provvedimento al soggetto che ha proposto gli impegni e lo pubblica (quale che sia l'esito) sul proprio sito internet. Se gli impegni sono stati approvati, viene pubblicato anche il testo degli impegni stessi. Qualora, invece, non vi sia stata una fase di preventiva consultazione, la Consob trasmette comunque il provvedimento finale al proponente, provvedendo a pubblicarlo sul proprio sito esclusivamente nell'ipotesi di accoglimento della proposta, unitamente agli impegni approvati.

Ricapitolando, la disciplina stabilisce che la pubblicazione del provvedimento di rigetto degli impegni da parte della Consob è prevista esclusivamente qualora sia stata svolta la consultazione pubblica, mentre la pubblicazione del provvedimento di approvazione degli impegni avviene sempre, indipendentemente dallo svolgimento della consultazione, e con allegazione degli impegni approvati⁴⁹. Al fine di adeguare la disciplina della pubblicazione sopra illustrata alle esigenze di tutela del diritto alla protezione dei dati personali dei destinatari della sanzione e in coerenza con la normativa europea di riferimento, l'art. 14, comma 4 NRS prevede un termine di cinque anni di permanenza sul sito *internet* della Consob delle informazioni pubblicate.

⁴⁷ L'orientamento prevalente in giurisprudenza è quello di escludere il carattere discrezionale dell'attività sanzionatoria, sia in relazione all'*an* sia in relazione al *quantum* della sanzione; in tal senso si vedano, fra le molte: Corte Cost. n. 62/2012 e n. 94/2014, nonché Cass. SS.UU. n. 13709/2004; Cass. civ. sez. un. 11 luglio 2001 n. 9383.

⁴⁸ Si veda nt. 10.

⁴⁹ Al riguardo, la Consob, nella Relazione Illustrativa a p. 7, osserva che "*la pubblicazione del provvedimento di approvazione degli impegni e degli stessi impegni, soprattutto nel caso in cui non vi sia stata la preventiva fase di consultazione, assume una fondamentale valenza conoscitiva per il mercato, tesa, tra l'altro, a realizzare una funzione orientativa-indicativa del rapporto tra violazioni contestate e idoneità degli impegni proposti*"; a p. 48 viene inoltre sottolineato che "*la funzione segnaletica nei confronti di altri operatori del mercato di ciò che, nel concreto, l'Istituto ritiene necessario al fine di chiudere il procedimento sanzionatorio senza accertare la violazione è idoneo a produrre un effetto conformativo, in linea con gli obiettivi insiti nell'istituto degli impegni*".

L'art. 14, comma 3, NRS contiene, infine, un esplicito rinvio all'art. 195-*bis* TUF, estendendo agli impegni le medesime regole previste per la pubblicazione dei provvedimenti sanzionatori⁵⁰.

Si può quindi affermare che la pubblicazione degli impegni rappresenti la regola generale, in coerenza con i principi che caratterizzano il sistema sanzionatorio. Tuttavia, qualora ricorrano le condizioni specificamente indicate dall'articolo 195-*bis* del TUF, la Consob, su istanza motivata del proponente, può valutare se attenuare o escludere la pubblicazione.

In tale contesto, deve ritenersi ammissibile anche una proposta di impegni espressamente subordinata alla mancata pubblicazione o alla pubblicazione in forma anonima; ne consegue che, qualora la Commissione ritenga che il segreto d'ufficio e il diritto alla riservatezza del singolo debbano cedere di fronte alle esigenze di trasparenza e pubblicità, la proposta di impegni non potrà essere accolta perché priva di efficacia giuridica, comportando la riapertura del procedimento sanzionatorio.

Si segnala, infine, che anche eventuali riaperture del procedimento sanzionatorio (v. *infra*, par. 11) saranno comunque indicate accanto agli impegni pubblicati.

11. La riapertura del procedimento sanzionatorio

Ai sensi della seconda parte del comma 2 dell'articolo 196-*ter* del TUF, la Consob è legittimata a esercitare i propri poteri di vigilanza per monitorare l'effettiva attuazione degli impegni assunti dai soggetti interessati. L'art. 14, comma 5, NRS specifica che tale attività di monitoraggio è attribuita alla divisione che ha originariamente formulato le contestazioni.

In tale contesto, l'articolo 196-*ter*, comma 3, del TUF disciplina la riapertura d'ufficio del procedimento sanzionatorio, che può aver luogo nei seguenti casi: (a) allorché si verifichi un mutamento rilevante delle circostanze di fatto su cui si fondava la decisione; (b) quando i soggetti interessati non rispettino gli impegni assunti; oppure (c) laddove emerga che la decisione si sia fondata su

⁵⁰ La norma di cui all'art. 195-*bis* TUF, che disciplina la pubblicazione dei provvedimenti sanzionatori da parte della Banca d'Italia e della Consob, si ispira - come noto - al principio di proporzionalità, imponendo all'amministrazione l'adozione di misure appropriate, necessarie e non eccessive rispetto agli scopi legittimamente perseguiti. In tale contesto, il principio di proporzionalità si configura quale punto di equilibrio tra l'interesse pubblico alla trasparenza e alla tutela dell'integrità del mercato e l'interesse privato alla riservatezza dei soggetti coinvolti. In particolare: a) la lettera a) del comma 2 dell'art. 195 *bis* TUF, richiama esplicitamente il Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR) e consente la pubblicazione in forma anonima quando quella ordinaria comporterebbe una lesione sproporzionata dei diritti alla protezione dei dati personali rispetto alla gravità della violazione sanzionata. Questo riflette una valutazione comparativa tra l'interesse pubblico alla trasparenza e quello privato alla tutela della riservatezza, applicando il principio di proporzionalità in senso stretto; b) la lettera c) dello stesso comma introduce una clausola generale che consente la forma anonima quando la pubblicazione ordinaria possa causare "un danno sproporzionato ai soggetti coinvolti, purché tale danno sia determinabile". Anche in questo caso, l'autorità è chiamata a effettuare un giudizio di bilanciamento, per evitare che la pubblicazione risulti eccessiva e lesiva rispetto agli effetti della sanzione; c) il comma 3 della medesima disposizione riconosce il carattere dinamico e temporaneo delle circostanze che giustificano la mitigazione della pubblicazione, consentendo un differimento e mostrando come il principio di proporzionalità richieda una valutazione contestuale e aggiornata, non statica, delle condizioni sottese alla decisione; d) il comma 3-*bis* conferma, infine, esplicitamente che la proporzionalità della pubblicazione rispetto alla sanzione rappresenta uno dei due criteri fondamentali per decidere di escludere del tutto la pubblicità del provvedimento (se consentito dal diritto dell'Unione europea), qualora le misure precedenti (anonimizzazione o rinvio) risultino insufficienti. La disposizione impone che la pubblicazione non abbia un impatto eccessivo, sproporzionato o ingiustificatamente lesivo, anche rispetto al contesto di stabilità dei mercati finanziari. In sintesi, l'intero impianto normativo evidenzia un'applicazione puntuale del principio della proporzionalità, in quanto vincola l'autorità amministrativa a scegliere, tra le modalità di pubblicazione possibili, quella meno gravosa per i diritti e gli interessi legittimi dei soggetti coinvolti, pur garantendo l'efficacia e la finalità dissuasiva della sanzione. Tale approccio riflette una concezione evoluta e garantista del potere sanzionatorio, coerente con i principi del diritto dell'Unione europea e con le più avanzate esigenze di tutela dei diritti fondamentali.

informazioni successivamente rivelatesi *“incomplete, inesatte o fuorvianti”*⁵¹. Le tre ipotesi vengono riprese, senza integrazioni che ne motivino la trasposizione anche a livello di normativa secondaria, dall’art. 15, comma 2 NRS. In tali fattispecie, l’art. 15, comma 3, NRS prevede che la divisione che ha originariamente formulato le contestazioni, trasmetta alla Commissione una relazione contenente le proprie valutazioni in ordine alla sussistenza dei presupposti per la riapertura del procedimento sanzionatorio. Tale relazione è comunicata anche al soggetto interessato, il quale ha facoltà di presentare deduzioni scritte, direttamente alla Commissione, entro venti giorni dalla data di ricezione del documento.

La decisione della Commissione è notificata al soggetto interessato, corredata dell’*“originaria lettera di contestazione”*, qualora la Commissione accolga la proposta di riapertura del procedimento. In tal caso, il termine per la conclusione del procedimento sanzionatorio ricomincia a decorrere dalla data in cui si perfeziona la notificazione del provvedimento di riapertura. Tale sistema comporta, inevitabilmente, una prolungata esposizione del soggetto interessato alle possibili risposte sanzionatorie dell’Autorità di vigilanza, con tutte le conseguenti difficoltà sul piano delle strategie difensive e della perdita di *“vicinanza”* temporale rispetto agli elementi probatori.

Resta da capire se e in che limiti la Consob possa esperire nuovamente un’azione sanzionatoria dopo che un procedimento si è chiuso con l’accettazione di impegni da parte del soggetto vigilato. Non c’è dubbio che la possibilità di riattivare l’azione sanzionatoria in relazione a fatti già esaminati in un precedente procedimento definito con l’accettazione di impegni non sia illimitata sotto il profilo temporale. Occorre far riferimento ai principi generali stabiliti dalla legge 24 novembre 1981, n. 689, che disciplina, in via generale, la materia delle sanzioni amministrative. In particolare, l’art. 28 prevede che *“il diritto a riscuotere le somme dovute per le violazioni indicate dalla presente legge si prescrive nel termine di cinque anni dal giorno in cui è stata commessa la violazione”*, salva l’applicazione delle cause interruttive previste dal codice civile. La decisione di chiudere un procedimento mediante impegni non sembra, tuttavia, rientrare fra le cause interruttive, in quanto tale provvedimento non presuppone l’accertamento di una responsabilità (anzi lo esclude espressamente) né implica richieste di pagamento; di conseguenza, non può essere considerato, di per sé, idoneo a interrompere il termine prescrizione⁵².

Come chiarito sopra, la possibilità di riattivare l’azione sanzionatoria presuppone sempre la presenza di un *“fatto nuovo”*, che può consistere nell’inadempimento degli impegni assunti ovvero in una modifica sostanziale del quadro fattuale o informativo su cui la Consob ha fondato la propria decisione di accettare gli impegni. Ai fini della riapertura del procedimento sanzionatorio, tuttavia, non sembra sufficiente la mera notifica dell’originaria lettera di contestazione, come parrebbe suggerire l’art. 15, comma 5, NRS: il rispetto del principio del contraddittorio impone, infatti, la formale contestazione anche del *“fatto nuovo”*, la cui conoscibilità da parte della Consob costituisce il *dies a quo* per il decorso del termine di 180 giorni previsto per la contestazione.

12. Le nuove ipotesi di sospensione e interruzione dei termini del procedimento sanzionatorio per effetto degli impegni. La durata del subprocedimento sugli impegni

L’attivazione del sub-procedimento in materia di impegni determina nuove ipotesi di sospensione e interruzione dei termini di durata del procedimento sanzionatorio.

⁵¹ Tale profilo (più degli altri) potrebbe verosimilmente innescare anche ipotesi di ostacolo all’esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob, sanzionate penalmente ai sensi dell’articolo 2638 c.c., ovvero in via amministrativa ai sensi dell’articolo 187-*quinquiesdecies* TUF.

⁵² In ambito *antitrust* sul tema si veda, E. CARAVÀ, *La riapertura dei procedimenti antitrust chiusi con impegni: spunti di riflessione su prescrizione, decadenza e ne bis in idem*, in *Riv. dir. ind.*, 2015, 218 e ss.

In coerenza con quanto previsto per il termine di presentazione delle difese nel procedimento sanzionatorio ordinario (cfr. art. 5, comma 3, secondo periodo NRS), l'art. 10, comma 2 NRS, stabilisce che, se il destinatario della lettera di contestazione degli addebiti ha presentato un'istanza di accesso agli atti del procedimento sanzionatorio, il termine per la presentazione della proposta di impegni è "sospeso", per una sola volta, dalla data di presentazione dell'istanza fino alla data in cui è consentito l'accesso. Il successivo comma 3 prevede inoltre che la presentazione tempestiva di una proposta di impegni determina l'interruzione del termine previsto per la conclusione del procedimento sanzionatorio fino alla chiusura del subprocedimento sugli impegni⁵³. Se la contestazione è stata notificata a più soggetti, l'interruzione opera unicamente nei confronti di coloro che hanno presentato una proposta di impegni.

Quanto sopra implica che, nei casi di irricevibilità o rigetto della proposta di impegni, il termine per la conclusione del procedimento sanzionatorio decorre nuovamente e per intero dalla data di ricezione della relativa comunicazione. Qualora, invece, si verifichi una riapertura del procedimento precedentemente concluso con l'approvazione degli impegni, il termine ricomincerà a decorrere, sempre *ex novo*, dalla notificazione del provvedimento di riapertura (cfr. artt. 11, comma 4, e 15, commi 1 e 5 NRS). Tale interruzione comporta, conseguentemente, la "ripartenza" di tutti i termini endoprocedimentali, inclusi quelli previsti per la presentazione delle deduzioni difensive da parte dei destinatari della lettera di contestazione (art. 5 NRS).

Sulla base di una stima approssimativa, la durata massima del procedimento sugli impegni risulta pari a centonovantacinque giorni, qualora la Commissione non disponga la consultazione ai sensi dell'art. 13 NRS (eventualmente suscettibile di comportare un'estensione di ulteriori novanta giorni), né richieda la relazione integrativa ai sensi dell'art. 14, comma 1, NRS (che potrebbe determinare un'ulteriore proroga di sessanta giorni). In presenza di entrambe le estensioni, salvo errori, la durata massima del sub-procedimento sugli impegni potrebbe raggiungere i trecentoquarantacinque giorni, valore che si avvicina, di fatto, alla durata media effettiva dei procedimenti sanzionatori, come indicato nel documento di consultazione del 27 gennaio 2025 relativo alle proposte di modifica al regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob⁵⁴.

13. Le prime applicazioni pratiche

Alla data di pubblicazione del presente lavoro emerge che il ricorso agli impegni ha riguardato per lo più (7 casi su 8) ipotesi relative a violazioni del Regolamento (UE) n. 596/2014 ("MAR"); in un solo caso il nuovo istituto è stato applicato ad una fattispecie di carenze procedurali e irregolarità

⁵³ Si tratta di una "interruzione prolungata" al cessare della quale, il termine inizia nuovamente a decorrere, senza che possa assumere rilevanza il periodo trascorso anteriormente all'interruzione. Lo chiarisce puntualmente la Relazione Illustrativa, laddove prevede espressamente (p. 32-33) che il termine di conclusione del procedimento sanzionatorio viene interrotto sino alla conclusione della procedura sugli impegni, riavviandosi *ex novo*, con conseguente ripresa anche di tutti i relativi termini endoprocedimentali (ivi inclusi quelli per la presentazione delle deduzioni difensive (art. 5) da parte dei destinatari della lettera di contestazione).

⁵⁴ Ove, a p. 7, è riportato quanto segue: "*esaminando i dati relativi al periodo 2016-2024⁷, si nota che la durata complessiva dei procedimenti sanzionatori - calcolata conteggiando i giorni intercorrenti tra la data di contestazione degli addebiti e la data di conclusione del procedimento - è rimasta piuttosto stabile, attestandosi (...) su valori medi prossimi ai 350 giorni (...). L'unico anno che presenta dei dati da outlier è il 2020, in cui la durata media dei procedimenti sanzionatori è risultata pari a circa 550 giorni; un elemento che ha contribuito a dilatare significativamente la durata media di conclusione dei procedimenti sanzionatori in tale anno è da ricercarsi nella sospensione dei termini di durata dei procedimenti sanzionatori, disposta con normativa primaria in ragione della pandemia da Covid-19*".

comportamentali nell'attività di gestione collettiva del risparmio e nel servizio di investimento di gestione di portafogli⁵⁵. Naturalmente, vi potrebbero essere ulteriori casi non resi pubblici.

Un dato che sembra accomunare tutte le decisioni della Consob in materia di violazioni MAR, è quello della non gravità delle violazioni perpetrate. Il parametro di riferimento dovrebbe essere il già citato art. 194- *bis* TUF che, rispetto all'omologo art. 31 MAR, valorizza espressamente anche i “*pregiudizi cagionati a terzi attraverso la violazione*” e le “*potenziali conseguenze sistemiche della violazione*”.

I capisaldi della valutazione dovrebbero, pertanto, fondarsi prevalentemente sull'esiguità dei profitti realizzati, sulla natura colposa della condotta, sul limitato impatto della violazione sull'andamento dei prezzi, sull'esiguità delle ricadute sistemiche/operative sugli operatori di mercato, sul carattere non abituale della condotta tenuta⁵⁶.

Con riguardo alle proposte di impegni connesse ad abusi di mercato, appare inoltre interessante notare come la Consob abbia manifestato la disponibilità ad accettare che il proponente effettui un versamento (si immagina a titolo di restituzione del profitto conseguito) a beneficio del “Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori”, di cui all'art. 32-ter TUF, finalizzato, tra l'altro, a finanziare — con il 50% dell'ammontare delle sanzioni relative alle violazioni delle disposizioni contenute nella Parte II del TUF — l'accesso dei risparmiatori alle procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie (ACF) e a sostenere iniziative di formazione e sensibilizzazione in materia di educazione finanziaria.

In aggiunta alla suddetta misura patrimoniale, la Consob ha ritenuto idonee anche atti di riparazione o di “castigo” volti a rafforzare un impegno di miglioramento quali: la partecipazione a corsi di formazione qualificati su tematiche finanziarie e abusi di mercato; l'auto-limitazione temporanea dell'operatività su strumenti finanziari; il disinvestimento dell'intero portafoglio titoli (o di parte di esso); la rinuncia temporanea a ricoprire incarichi di amministrazione, direzione o controllo in ambito finanziario o societario; la definizione di un regime di *reporting* periodico alla Consob relativo alle operazioni effettuate su strumenti finanziari riconducibili al proprio portafoglio⁵⁷.

⁵⁵ In particolare: le delibere n. 23444, 23445, 23619, 23620, 23621 e 23622 (tutte del 2025) riguardano ipotesi di abuso e comunicazione di informazioni privilegiate, ossia violazioni degli artt. 8, paragrafo 1 e paragrafo 4, comma 2, 10, paragrafo 1, e 14, lettere a) e c) MAR, sanzionate dall'art. 187-bis, comma 1, TUF; la delibera n. 23629/25 riguarda invece un caso di violazione delle norme di *internal dealing*; infine la delibera n. 23599 che si distingue dalle altre sia sul piano soggettivo, riguardando un ente collettivo e non una persona fisica, sia sul piano oggettivo, non essendo riferita a violazioni MAR, ma a criticità nel processo di gestione collettiva del risparmio di una SGR.

⁵⁶ Cfr. S. ALVARO, *Commento sub art. 23*, in *Commentario alla Legge Capitali*, cit., 192-193, che evidenzia alcune difficoltà concrete nell'applicazione della disciplina degli impegni agli abusi di mercato, pur rilevando che anche in tali materie vi possano essere casi non particolarmente gravi (ad esempio, con profitti modesti o addirittura perdite) nei quali il nuovo istituto potrebbe trovare spazi applicativi, affiancando alla restituzione del profitto, il versamento di somme ulteriori a fondi pubblici — come il Fondo Indennizzo Risparmiatori o il Fondo Consob per la tutela stragiudiziale — in modo da garantire, in forma equivalente, la protezione dell'interesse generale degli investitori e dell'integrità del mercato, come richiesto dalla *ratio* dell'art. 196-ter.

⁵⁷ Il tema degli impegni in materia di abusi di mercato chiama in causa anche i complessi profili applicativi dell'art. 187-terdecies TUF (su cui: F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina. Osservazioni a prima lettura sul decreto legislativo 10 agosto 2018 n. 107*, in *Dir. pen. contemp.*, 2018, p. 187; M. SCOLETTA, *Abusi di mercato e ne bis in idem. Il doppio binario e la legalità della pena alla mercé degli interpreti*, in *Società*, 2019, p. 533; S. SEMINARA, *Insider trading, ne bis in idem, nozione di informazione privilegiata e accertamento probatorio*, in *Giur. comm.*, 2024, p. 173; E. DESANA, *Dall'Affaire Grande Stevens al caso Juventus: venti di riforma del doppio binario sanzionatorio?*, in *Dir. banca mercato fin.*, 2025, p. 2024, p. 567 e s.; E. BINDI, P. LUCCARELLI, A. PISANESCHI, *Le sanzioni della Banca d'Italia e della Consob*, in *Giur. comm.*, 2021, p. 553 e ss. (spec. 592 e ss.), da cui nasce un interrogativo che qui può essere solo sfiorato: cosa accadrebbe, ai fini del rispetto del principio del *ne bis in idem*, quando un procedimento amministrativo si conclude con l'accoglimento di una proposta di impegni? Gli impegni, com'è noto, non sono una sanzione, non comportano un accertamento formale della violazione e sono sempre revocabili dalla Consob in presenza dei presupposti previsti dalla legge. Ne discende, in astratto, la non rilevanza nel giudizio di

Nel caso (ad oggi unico) di violazioni organizzative e gestionali da parte di una SGR, gli impegni accettati hanno riguardato, da un lato, l'adozione di un piano di riforma organizzativa finalizzato a correggere le procedure di *asset allocation*, il controllo del rischio e la denominazione dei fondi; dall'altro, la corresponsione di un importo a titolo di ristoro a favore di un *cluster* di clienti individuato sulla base di criteri trasparenti e verificabili.

Dopo una fase iniziale in cui lo strumento in esame è stato impiegato principalmente nell'ambito dei micro-abusi di mercato, appare auspicabile che la Consob ne ampli progressivamente l'applicazione, al fine di favorire una definizione anticipata ed efficace anche di ulteriori tipologie di procedimenti sanzionatori.

In particolare, con riferimento ai soggetti abilitati ai servizi di investimento o di gestione collettiva, si potrebbe valutare l'applicazione dell'istituto agli illeciti relativi alla violazione degli obblighi previsti dall'art. 6, comma 2-*novies*, TUF, che impone a soci e amministratori di astenersi dalle deliberazioni in presenza di conflitti di interesse, nonché alle violazioni degli articoli 21 (in materia di imprese di investimento) e 35-*decies* (in materia di SGR) e delle relative disposizioni attuative, concernenti il governo societario, i sistemi di remunerazione e gli assetti dei controlli interni nella prestazione di servizi di investimento o di gestione collettiva.

Per quanto riguarda gli emittenti quotati, lo strumento potrebbe risultare utile in relazione a violazioni non gravi in materia di trasparenza, quali quelle previste dagli articoli 123-*bis* e 123-*ter* TUF in tema di governo societario, politiche di remunerazione e compensi corrisposti. Analogamente, potrebbe trovare applicazione in ipotesi non gravi di inosservanza degli obblighi informativi verso il mercato o la Consob ai sensi degli articoli 114 e 115 TUF, nonché per violazioni formali o di scarsa rilevanza concernenti le deleghe di voto (già in parte rientranti nell'istituto dell'obblazione), la gestione delle informazioni privilegiate (ad esempio la tenuta del registro *insider*), gli obblighi in materia di *engagement* da parte di investitori istituzionali e gestori di attivi, o ancora le carenze procedurali riconducibili al dirigente preposto alla redazione del bilancio. Anche in materia di operazioni con parti correlate, l'istituto potrebbe trovare applicazione nei soli casi in cui la violazione procedurale sia "scusabile" e non abbia determinato un pregiudizio agli azionisti di minoranza. Infine, si potrebbe ipotizzare l'estensione dell'istituto anche agli inadempimenti di minore rilevanza in materia di revisione legale.

14. Considerazioni conclusive

La riflessione proposta mette a confronto due modelli di tutela nell'ambito dell'attività di vigilanza sui mercati finanziari: da un lato, una tutela formale, che si realizza mediante l'irrogazione di una sanzione pecuniaria in chiave punitiva, deterrente e repressiva⁵⁸; dall'altro, una tutela reale,

ponderazione a cui fosse chiamato il giudice penale che potrebbe comminare la condanna anche se il procedimento amministrativo si è chiuso senza sanzione. Valga, tuttavia, considerare, in termini sostanziali, che l'assunzione degli impegni comporta comunque un onere per il soggetto che li propone, in termini sia economici sia in termini operativo-organizzativi. Essi sono finalizzati a ripristinare l'equilibrio leso, a tutela dell'interesse pubblico e della correttezza del mercato. In questo senso, in una logica ispirata al principio della prevalenza della sostanza sulla forma, potrebbe non essere irragionevole ritenere che, nella valutazione complessiva della risposta sanzionatoria da parte del giudice penale, anche gli effetti derivanti dagli impegni debbano essere tenuti in considerazione, soprattutto ove incidano concretamente sulla posizione economica dell'autore del reato. Per una prima analisi delle interconnessioni fra l'istituto degli impegni e il tema del *ne bis in idem*, cfr. F.P. MODUGNO e M. FANTON, *Profili civili e penali*, cit., p. 892 e s.

⁵⁸ Sul punto, anche per una esauriente rassegna dei c.d. *Engel criteria*, cfr. E. BINDI, A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia*, cit., p. 52 e s.

che si attua attraverso misure correttive concrete, capaci di incidere direttamente sulla posizione degli interessati e di ripristinare – ove possibile – l’equilibrio compromesso dalla violazione.

Un esempio paradigmatico è offerto dall’ipotesi di offerta abusiva di strumenti finanziari, posta in essere in assenza di prospetto informativo. In simili circostanze, l’intervento sanzionatorio della Consob si giustifica, come detto, in base a logiche afflittivo-deterrenti. Se, tuttavia, l’illecito ha determinato l’adesione di una pluralità di investitori, potrebbe risultare più funzionale al perseguimento delle finalità istituzionali dell’autorità – in particolare, con riferimento alla tutela degli interessi degli investitori (art. 91 TUF) – l’adozione di un impegno *ex 196-ter* TUF volto, ad esempio, alla redazione “postuma” del prospetto e alla previsione di un meccanismo volontario di rimborso mediante restituzione dei titoli e del controvalore pagato. Una simile soluzione, oltre a neutralizzare gli effetti dell’infrazione, consentirebbe di evitare il contenzioso, ridurre i costi procedurali e assicurare il ripristino tempestivo e sostanziale degli interessi lesi.

In tale prospettiva, l’istituto degli impegni, lungi dal voler essere un espediente per eludere l’irrogazione della sanzione, costituisce uno strumento alternativo e complementare, in grado di perseguire, in molti casi, forme di tutela maggiormente calibrate sulle peculiarità del caso concreto e capaci di realizzare una tutela *effettiva*, in linea con i principi di proporzionalità, efficienza e adeguatezza che devono guidare l’azione amministrativa. Ciò potrebbe, inoltre, contribuire a rafforzare progressivamente la collaborazione tra autorità di vigilanza e soggetto vigilato, ponendo l’accento sulla responsabilizzazione di quest’ultimo. Si tratterebbe di un vero e proprio cambio di paradigma, in cui l’interazione tra le parti diventa più responsabile e costruttiva: al centro non ci sarebbe più solo la sanzione come strumento punitivo, ma anche un nuovo meccanismo orientato a ripristinare e compensare l’interesse pubblico leso. In tale scenario, per tornare all’esempio dell’offerta abusiva, l’alternativa tra l’irrogazione della sanzione e l’accettazione di un impegno solleva un interrogativo sulla funzione effettiva del potere pubblico: è più efficace, ai fini della tutela degli investitori, un intervento punitivo nei confronti del trasgressore oppure un meccanismo di composizione sostanziale che consenta il recupero delle somme investite e la restituzione dei prodotti illecitamente collocati?

Tale interrogativo lascia intravedere l’esistenza di un ampio spazio operativo per l’applicazione della disciplina sugli impegni, a condizione che essa non venga svuotata di contenuto da interpretazioni eccessivamente restrittive. Pur riconoscendo i limiti strutturali dell’istituto, soprattutto nei contesti in cui la lesione assume carattere irreversibile, l’impegno può rappresentare un valido strumento di tutela coerente con gli obiettivi affidati alla vigilanza della Consob. E in questo contesto evolutivo l’auspicio è che, nell’intervento di revisione del Testo Unico, trovi spazio anche l’introduzione di un meccanismo di *settlement* capace di completare la gamma degli strumenti disponibili, secondo una logica già adottata con successo nel settore *antitrust* (cfr. art. 14-*quater* della legge n. 287/1990). Ad oggi, infatti, manca del tutto una forma di “patteggiamento” che, premiando la collaborazione del soggetto vigilato nell’accertamento dell’infrazione, consenta una riduzione della sanzione e l’estinzione definitiva della pretesa punitiva. Uno strumento di questo tipo risponderebbe a criteri di efficienza procedimentale, riduzione del contenzioso⁵⁹ e incentivo alla cooperazione e si configurerebbe come perfettamente complementare rispetto alla disciplina degli impegni, soprattutto nei casi in cui non sia stato possibile dare seguito a questi ultimi. Resta da verificare, quale pensiero conclusivo, se anche la Banca d’Italia vorrà cogliere le opportunità offerte da questo nuovo approccio o se, al contrario – come sembra essere avvenuto per gli impegni – preferirà mantenere, per il proprio ambito di competenza, lo *status quo*, orientando il legislatore verso soluzioni più conservative: è quasi superfluo rilevare che solo se Banca d’Italia e Consob agiranno in modo

⁵⁹ La finalità degli impegni come strumento positivo di prevenzione del contenzioso è richiamata anche da P. MONTALENTI, *I punti cardine della riforma*, in *Giur. it.*, 2024, p. 2483 e s.



coordinato, si potrà davvero aprire una nuova fase della vigilanza bancario-finanziaria, fondata non solo sulla *repressione* (come meritano i casi gravi), ma anche – per le altre ipotesi – sulla capacità di intervenire concretamente ed efficacemente per correggere le distorsioni, con modalità che garantiscano una tutela reale e sostanziale degli investitori e dell'integrità del sistema.

GIANLUCA ROMAGNOLI

Problematiche relative al procedimento sanzionatorio di Consob... a dieci anni dalla sentenza Grande Stevens

SOMMARIO: 1. La sentenza c.d. Grande Stevens, il suo primo impatto ed i temi di riflessione. – 2. La compensazione giudiziale e l'azione di contenimento della Corte di cassazione diretta alla neutralizzazione delle spinte evolutive. – 3. L'isolamento della Cassazione ed il diverso orientamento del Consiglio di Stato e della Corte costituzionale. – 4. La preistruttoria ed il termine di contestazione dell'accertamento. – 5. La durata del procedimento e la natura del termine per la sua conclusione. – 6. Le problematiche relative alla fase istruttoria. Considerazioni sull'accesso ai documenti e sul contraddittorio. – 7. Contraddittorio e separazione tra funzione istruttoria e decisoria. Il profilo problematico della "terziarietà". – 8. Problematiche della fase decisionale. – 9. In fine... un auspicio.

ABSTRACT. *The essay analyzes the impact of the ECHR judgment "Grande Stevens c. Italia" on Consob's sanctioning proceedings, examining the main problematic issues that emerged in its application. The study begins with the reconstruction of the principle of "full jurisdiction" affirmed by the Strasbourg Court and the containment action implemented by the Court of Cassation, aimed at neutralizing the evolutionary impulses arising from the European ruling. The contribution highlights the progressive isolation of the jurisprudence of legitimacy with respect to the different orientations adopted by the Council of State and the Constitutional Court on procedural guarantees. The analysis focuses on the critical profiles of the pre-investigative phase, with particular reference to the deadline for contesting the assessment, on the duration of the proceedings and on the legal qualification of the deadline for its conclusion. Ample space is devoted to the problems of the investigative phase, with specific regard to the right of access to documents and the effectiveness of the adversarial process. Central is the examination of the question of the separation between investigative and decision-making functions and the problematic profile of the "impartiality" of the decision-making body, in light of conventional principles. The work is completed with the analysis of the criticalities of the decision-making phase, concluding with a de iure condendo aimed at strengthening procedural guarantees in conformity with European standards.*

1. La sentenza c.d. Grande Stevens, il suo primo impatto ed i temi di riflessione

L'impatto della sentenza Grande Stevens¹ sulla disciplina del procedimento sanzionatorio Consob è indiscutibile. La conferma – pressoché scontata² – del riconoscimento della "natura" punitiva

¹ Corte EDU, 4 marzo 2014, Ricc. nn. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10, [Grande Stevens e altri c. Italia](#), in [www.echr.coe.int](#).

² Conclusione, come si trae dalle note successive, pacifica in dottrina ma avversata in vario modo dalla giurisprudenza della Corte di cassazione. La prima, infatti, è tendenzialmente orientata a riconoscere il carattere sostanzialmente punitivo, ai fini convenzionali, e dunque l'estensione d'una serie di garanzie sostanziali e processuali "rinforzate" rispetto a quelle tradizionali delle sanzioni amministrative, cui è applicabile, tutta o parte della l. 24 novembre 1981 n. 689. La chiara finalità preventiva e retributiva cui è ispirata la disciplina, non dovrebbe, infatti, lasciare spazi a dubbi in punto di incremento delle tutele. In tal senso, recentissimamente, si veda F. GOISIS, *Valutazioni riservate nella potestà sanzionatoria dell'autorità garante della concorrenza e del mercato*: in dubio contra rerum, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2023, p. 686, ove l'apprezzato studioso ribadisce una conclusione già dallo stesso prospettata. La natura punitiva delle sanzioni amministrative cui s'accompagna una limitazione alle libertà del colpevole, invece, può ormai dirsi pacifica anche nell'ordinamento interno, come si trae dalla copiosa giurisprudenza costituzionale relativa alla sospensione, ritiro automatico della patente in connessione con altri illeciti.

(sostanzialmente penale) ai fini delle Convenzione europea dei diritti dell’Uomo delle relative sanzioni rese certa l’estensione ai procedimenti della Commissione delle garanzie contemplate dall’art. 6 della stessa³. Non fu un caso, d’altronde, che da quella pronuncia s’innescò un processo evolutivo che indusse Consob ad adottare una rilevante modifica del proprio regolamento sanzioni. Come rilevato da un’attenta ed autorevole studiosa⁴, le spinte esogene – tra cui appunto la giurisprudenza “convenzionale” – orientarono, nel 2015, l’autorità del mercato mobiliare, a legislazione invariata, ad una riforma parziale della propria disciplina punitiva con conseguente rafforzamento del contraddittorio sia nella fase istruttoria che in quella decisoria⁵.

Per quel che più interessa la disciplina procedimentale deve ricordarsi, infatti, che la pronuncia della Corte europea – stimolando anche la riflessione del Consiglio di Stato⁶ – indusse l’amministrazione a superare una criticità evidente⁷ ed espressamente censurata dal giudice di Strasburgo⁸. Sostanziale conseguenza della prima, invero, fu il venir meno dell’impossibilità per l’indagato di conoscere la relazione conclusiva dell’Ufficio sanzioni – comprensiva della proposta punitiva – e, dunque, la privazione del diritto di replica a quell’atto “finale” prima riservato alla Commissione.

Come evidenziato dalla stessa studiosa⁹, quella modifica regolamentare, peraltro, segnava solo una tappa di un più lungo percorso che dovrebbe condurre – anche guidati dal dato comparatistico – al superamento delle molteplici problematiche che interessano tanto il procedimento punitivo di Consob quanto di altre autorità indipendenti¹⁰. Problematiche, si deve sottolineare, che la stessa sentenza Grande Stevens segnalava e su cui ancora quella pronuncia stimola a riflettere.

È, peraltro, ormai nota “di stile” ricordare che la Corte europea dei diritti dell’Uomo, nell’applicare la Convenzione, ha definito, autonomamente, il concetto di sanzione penale, cui si applica un articolato set di garanzie sostanziali e procedurali. Come ricorda efficacemente un autorevolissimo studioso – C.E. PALIERO, *Nascita ed evoluzione del sistema sanzionatorio in Italia*, in AA.VV., *Le sanzioni amministrative*, [Quaderno 29 della Scuola superiore della magistratura](#), Roma, 2023, p. 26 – «(...) la riconduzione di un provvedimento sanzionatorio alla “materia sostanzialmente penale” è operata dalla Corte facendo perno su tre fondamentali criteri, risalenti al leading case *Engel* [Corte Edu, 8 giugno 1976, n. *Engel c. Paesi Bassi*], poi ulteriormente precisati e dettagliati, segnatamente nel caso *Öztürk*: essi sono considerati alternativi e non cumulativi, ma possono essere apprezzati anche congiuntamente quando, valutati singolarmente, non permettono di raggiungere una conclusione univoca [caso *Grande Stevens c. Italia*]. Alle corte: senza voler qui indugiare su questioni sin troppo indagate, gli indici rivelatori della sostanzialità penale dell’illecito possono essere così compendati: (a) la qualificazione formale dell’illecito o della sanzione nel diritto interno; (b) la natura dell’infrazione o dell’illecito, con focus sul carattere e la struttura della norma trasgressita; (c) la natura e la gravità della sanzione che può essere applicata al trasgressore». Per un più recente opera di riqualificazione della sanzione domestica, si veda Corte EDU, 28 giugno 2018, Ric. n. 1828/06, 34163/07 e 19029/11, 28 giugno 2018, *G.I.E.M. S.R.L. e altri c. Italia*, §§ 210-211, in www.echr.coe.int.

³ A. PISANESCHI, *Le sanzioni amministrative di Consob e Banca d’Italia: indirizzi delle giurisdizioni sovranazionali e problematiche applicative*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell’economia*, suppl. n. 2, 2020, p. 82.

⁴ BINDI, *L’ampliamento del contraddittorio nel procedimento sanzionatorio Consob: alcuni spunti per rafforzare un percorso già iniziato*, *Rivista delle società*, 2023, p. 128.

⁵ Correzione operata con la delibera Consob n. 19158 del 29 maggio 2015, a modifica del proprio regolamento sul procedimento adottato con delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013 (e da ultimo aggiornato con delibera n. 1952 del 24 febbraio 2016).

⁶ Cfr. E. DESANA, *Sanzioni Consob, Banca d’Italia e garanzie dell’impeccato: never ending story*, in *Banca impr. soc.*, 2019, p. 370 ss.; E. BINDI, *Il giudizio di opposizione alle sanzioni di Banca d’Italia e Consob: un’anomalia del sistema italiano*, in [Rivista della regolazione dei mercati](#), 2020, p. 286 ss.

⁷ Sui quali, tra i primi studiosi, si rinvia a, W. TROISE MANGONI, *Il potere sanzionatorio della Consob*, Milano, 2012, p. 66.

⁸ Corte EDU, [Grande Stevens e altri c. Italia](#), cit., § 117.

⁹ Nota 4. Sull’importanza dell’esperienza comparatistica, ai fini della corretta comprensione del “fenomeno”, si veda anche C.E. PALIERO, *Nascita*, cit., 17. Per l’insigne giurista, infatti, la tematica delle sanzioni amministrative risulta «compiutamente intellegibile solo se idealmente inserita in un quadro più ampio, transnazionale».

¹⁰ Infatti, altri regolamenti che prevedevano la medesima “carezza” di quello di Consob sono stati oggetto di “censura” da parte del giudice amministrativo. Tanto è accaduto per il reg. sanzioni Ivass (reg. n. 39 del 2 agosto 2018). Il giudice speciale (Cons. St., sez. VI, 28 marzo 2019, n. 2043, in *De Jure*), ha dichiarato l’illegittimità dell’omissione della

La sentenza, infatti, esaminando la disciplina procedimentale di Consob, evidenzia degli aspetti che conservano ancora un'indiscutibile attualità e tra questi:

I. carenze della regolamentazione della fase istruttoria destinate ad incidere “negativamente” sulla qualità/effettività del contraddittorio (il candidato responsabile era costretto a difendersi dalle contestazioni della P.A. procedente con modalità tali da negargli un confronto pieno sull’attendibilità della prova, risultando preclusa ogni possibilità di esaminare e far esaminare le persone ascoltate nella fase preistruttoria dall’autorità)¹¹;

II. l’esclusione dell’imparzialità oggettiva dell’autorità procedente, per l’inidoneità della disciplina organizzativa a garantire una reale separazione tra chi indaga e chi decide¹²;

III. la centralità/preminenza del principio della presunzione di non colpevolezza (innocenza) ed il modo con cui questo deve essere inteso nonché la sua necessaria prevalenza, in caso di dubbio, sul contrario principio di presunzione di colpevolezza¹³.

2. La compensazione giudiziale e l’azione di contenimento della Corte di cassazione diretta alla neutralizzazione delle spinte evolutive.

L’utilità d’una riflessione sugli spunti offerti dalla sentenza Grande Stevens si palesa necessaria se si considera la relativamente contenuta incidenza che quella ha avuto sul modo con cui “costruire”, intendere ed applicare la disciplina regolamentare dedicata ai procedimenti punitivi di Consob. Come è noto, la forza propulsiva della sentenza è stata limitata da due fattori: un primo, interno alla stessa pronuncia, che pone una “clausola” di sostanziale limitazione della “processualizzazione” dei procedimenti amministrativi; un secondo “esterno”, rappresentato dall’atteggiamento del giudice delle opposizioni di Consob¹⁴ che – diversamente da quello amministrativo – in vario modo ha escluso l’operatività delle garanzie convenzionali¹⁵.

Per quanto riguarda il primo è sufficiente ricordare che la sentenza alsaziana, ammesso che il procedimento sanzionatorio di Consob – al pari del processo – deve rispettare i principi dell’art. 6 CEDU, ne consente un significativo temperamento¹⁶. Infatti, precisa che il mancato o parziale riconoscimento delle garanzie procedurali nella fase amministrativa può essere compensato dalla previsione di una successiva piena revisione giurisdizionale del provvedimento punitivo¹⁷.

trasmissione all’imputato della relazione finale dell’ufficio sanzioni dopo aver, rispettivamente, ritenuto applicabile l’art. 6 CEDU, in considerazione della natura della sanzione comminata, ed aver rilevato che il Codice delle assicurazioni, risultava violato poiché la sua previsione d’un contraddittorio procedimentale non era completata dalla possibilità del candidato responsabile di replicare alle conclusioni dell’unità responsabile del procedimento. Per un esame della pronuncia, si vedano E. BINDI e A. PISANESCHI, *Il Consiglio di Stato annulla il regolamento sulle procedure sanzionatorie dell’Ivass. Quale è il razionale della giurisdizione ordinaria sulle sanzioni Consob e Banca d’Italia*, 2019, in www.giustamm.it.

¹¹ Corte EDU, *Grande Stevens e altri c. Italia*, cit., § 118.

¹² Corte EDU, *Grande Stevens e altri c. Italia*, cit., § 137.

¹³ Corte EDU, *Grande Stevens e altri c. Italia*, cit., § 159.

¹⁴ E, si può aggiungere, di Banca d’Italia.

¹⁵ Cui spetta la giurisdizione sulle impugnazioni dei provvedimenti punitivi delle altre autorità indipendenti (art. 134, co. 1, lett. c, c.p.a.).

¹⁶ Corte EDU, *Grande Stevens e altri c. Italia*, cit., §§ 138-140.

¹⁷ Sull’applicabilità dell’art. 6 CEDU ai procedimenti sanzionatori e le conseguenze e gli spazi per la compensazione giudiziale, doveroso è rinviare a M. ALLENA, *Art. 6 CEDU. Procedimento e processo amministrativo*, Napoli, 2012, p. 15 ss.; F. GOISIS, *Le sanzioni amministrative nel diritto europeo*, in A. CAGNAZZO, S. TOSCHEI e F.F. TUCCARI (a cura di), *Le sanzioni amministrative*, Milano, 2016, p. 29 ss.; Id., *La tutela del cittadino nei confronti delle sanzioni amministrative tra diritto nazionale ed europeo*², Milano, 2018, *passim*; S. CIMINI, *Il potere sanzionatorio delle amministrazioni pubbliche*, Napoli, 2017, p. 165 ss. e p. 383 ss.; E. BINDI e A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d’Italia*, Torino, 2018, *passim*. Ulteriormente

È da segnalare come il primo fattore interno, costituito dall'argomento della compensabilità giudiziale dei "difetti" dell'azione amministrativa, è stato subito inteso dal giudice di Consob come conferma della bontà/correttezza del ragionamento precedentemente impiegato per escludere radicalmente la rilevanza della compressione dei diritti procedurali¹⁸. Il rispetto delle regole sull'azione amministrativa avrebbe una rilevanza marginale, così come marginale – se non nullo – sarebbe il modo con cui la P.A. giustifica le proprie conclusioni perché dopo la sanzione c'è sempre la possibilità dell'impugnazione innanzi ad un giudice chiamato a sindacare il rapporto e, dunque, la sostanza e non la "mera" forma¹⁹.

Il secondo fattore limitativo, costituito dall'atteggiamento del giudice ordinario, ha uno sviluppo più articolato. Infatti, l'esclusione della rilevanza dei difetti procedurali e della compressione dei diritti strumentali alla difesa è stata realizzata dalla Corte regolatrice "costruendo" due "argini". Il primo può essere indicato nella negazione della natura punitiva delle sanzioni di Consob, sostenendo, cioè, che si potrebbero considerare tali solo quelle d'elevatissimo importo pecuniario destinate a contrastare gli abusi di mercato²⁰ oppure negando la valenza generale del principio contenuto nella sentenza Grande Stevens che avrebbe solo una rilevanza specifica relativa agli illeciti

sia consentito rinviare, a G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, Napoli, 2020, p. 95 ss. Più di recente, F. VIGANÒ, *Garanzie penalistiche e sanzioni amministrative*, in *Rivista di diritto processuale penale*, 2020, p. 1775 ss.; E. BINDI, P. LUCCARELLI e A. PISANESCHI, *Le sanzioni della Banca d'Italia e della Consob*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2021, I, p. 553 ss.; P. LUCCARELLI, *Profili critici dei procedimenti sanzionatorio Consob e Banca d'Italia: analisi e riflessioni sul difficile ruolo del difensore tra prassi consolidate e il favor della giurisprudenziale nei confronti delle autorità di vigilanza*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'economia* 2020, suppl. n. 3, p. 47 ss.; D. SIMEOLI, *Le sanzioni amministrative "punitive" tra diritto costituzionale e diritto europeo*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2022, p. 47 ss.; N. VETTORI, *La necessaria discontinuità nell'applicazione della disciplina applicabile ai procedimenti sanzionatori di Consob e Banca d'Italia*, in *Ianus*, n. 25, 2022, p. 107 ss.

¹⁸ Cfr. G. ROMAGNOLI, *Consob. Profili e attività*, Torino, 2012, p. 232.

¹⁹ Tra le prime pronunzie, oggetto di sistematico richiamo da parte della giurisprudenza successiva, si ricorda, Cass, S.U., 28 gennaio 2010, n. 1786, relativa ad un'impugnazione di una sanzione per violazione del codice della strada. Per le sezioni unite, sono irrilevanti le garanzie procedurali, compresa l'omessa audizione del sanzionando che ne faccia richiesta, così come l'obbligo di motivazione perché il punito può poi instaurare un giudizio sul rapporto. Per un'analisi critica di questa posizione si veda la dottrina citata nelle note precedenti, cui s'aggiunga l'efficace scritto di A. PISANESCHI, *La sentenza 68 del 2021. Le sanzioni amministrative sostanzialmente penali e il giudicato*, in *Osservatorio costituzionale*, n. 4, 2021, p. 264 ss.

²⁰ Tra le tante, Cass., 20 gennaio 2022, n. 1740; Cass., 3 luglio 2023, 18675; Cass., sez. II, 31 luglio 2024, n. 21502. Posizione, peraltro, criticata in modo pressoché unanime dalla dottrina specialistica per la sua contrarietà alle indicazioni della Corte EDU e non condivisa, per quanto riguarda l'apprezzamento della gravità e natura della sanzione pecuniaria né dalla Corte costituzionale né dal Consiglio di Stato. Il Giudice di Strasburgo in più occasioni ha considerato rilevanti ai fini della Convenzione e, dunque, sostanzialmente punitive, sanzioni d'importo molto minore di quelle indicate dal d.lgs. 58/1998 Ha, infatti, reputato tali, ad esempio, la sanzione pecuniaria di circa 62.000 lire per la violazione della disciplina stradale italiana (Corte EDU, 9 novembre 1999, Ric. n. 35260/97, *Varuzza c. Italia*, cit.) e quella compresa tra euro 5.000 e 50.000, prevista dalla legge greca per la violazione delle disposizioni urbanistiche (Corte EDU, 16 giugno 2022, Ric. n. 1753/13, *Goulondris e Vardinogianni c. Grecia*, § 56-57). Il Consiglio di Stato, s'è orientato nello stesso senso, per quanto riguarda, tra l'altro, la sanzione amministrativa pecuniaria irrogata, dall'Istituto di vigilanza per le assicurazioni – prevista dall'art. 310, co. 1, d.lgs. 209/2005 – e compresa tra un minimo di euro 5.000 e un massimo di euro 50.000 (Cons. St., sez. VI, 28 marzo 2019, nn. 2042 e 2043, cit.) o quella applicata dall'Autorità di garanzia nelle comunicazioni – prevista dall'art. 51, co. 2, lett. a), e co. 5, d.lgs. 177/2005 – compresa tra un minimo di euro 132,09 e un massimo di euro 25.822 (Cons. St., sez. VI, 3 maggio 2024, n. 4056). In fine, la Corte costituzionale, in sede di sindacato di legittimità delle leggi, richiamando i principi CEDU, ha, da ultimo, reputato sostanzialmente punitiva, la sanzione amministrativa prevista per la violazione del diritto d'autore (art. 174-bis l. n. 633/1941), che è determinata nella somma «(...) pari al doppio del prezzo di mercato dell'opera o del supporto oggetto della violazione, in misura comunque non inferiore a euro 103,00. Se il prezzo non è facilmente determinabile, la violazione è punita con la sanzione amministrativa da euro 103,00 a euro 1032,00» (Corte cost., 16 giugno 2022, n. 149).

vagliati²¹. La riqualificazione “negativa” delle sanzioni²², in tal modo, consente al giudice d’escludere la sussistenza del presupposto richiesto per l’applicazione dell’art. 6 CEDU²³ e, quindi, la doverosità del rispetto delle specifiche garanzie anche in sede amministrativa²⁴.

²¹ Sostenendosi, in particolare, che solo le sentenze della Corte EDU che esprimono una giurisprudenza costante o consolidata recano principi suscettibili di generalizzazione, con ciò riprendendo un’affermazione quanto meno discutibile della Consulta ([Corte cost., sent. n. 49 del 2015](#), § 7) e poi dalla stessa corretta per la sua contrarietà alle indicazioni europee. La nostra Corte costituzionale ([Corte cost., 21 marzo 2019, n. 63](#), § 6.2. del considerato in diritto) riallineandosi al “giudice dei diritti”, ha, infatti, affermato che «è da respingere l’idea che l’interprete non possa applicare la CEDU se non con riferimento ai casi che siano già stati oggetto di puntuali pronunce da parte della Corte di Strasburgo». Dunque s’è ricomposta quell’apparente frattura con le indicazioni del giudice della Convenzione che da tempo ribadisce che «le sue sentenze servono non solo a decidere le cause ad essa sottoposte, ma più in generale a chiarire, salvaguardare e sviluppare le norme della Convenzione e a contribuire in tal modo al rispetto, da parte degli Stati, degli impegni che questi ultimi hanno assunto nella loro qualità di Parti contraenti» (Corte EDU, 30 giugno 2009, Ric. n. 32772/02, [Verein Gegen Tierfabriken Schweiz \(VgT\) c. Svizzera \(n. 2\)](#)). Per la stessa le sue sentenze hanno un valore giuridico che non ingloba solo il suo effetto obbligatorio *inter partes* ma anche la sua autorità interpretativa che ha valore *erga omnes*, veicolando dei principi che tutti i giudici comuni devono osservare. Per un’analisi critica della giurisprudenza domestica, si veda G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 109 ss.

²² Riqualificazione, si deve segnalare, compiuta, per lo più, sulla base d’un esame parziale che prende in considerazione l’entità della sanzione e trascurando l’altro profilo autonomo e di per sé sufficiente ai fini dell’assimilazione della punizione pecuniaria amministrativa a quella penale, costituita dalla finalità o funzione della misura. Funzione punitiva della misura che, va precisato, non può essere messa in dubbio anche se si dovesse ritenere che la legge attribuisce alle sanzioni Consob un qualche altro scopo. Infatti, il giudice di Strasburgo reputa che la finalità punitiva non debba essere esclusiva; da tempo ammette che la concorrenza di obbiettivi legislativi non incide in alcun modo sull’assimilazione delle sanzioni amministrative a quelle penali. Per la Corte, invero, «l’ipotetica polifunzionalità d’una misura di reazione ad un illecito non vale mai ad elidere lo statuto di protezione del soggetto passivo: «scopi di prevenzione e di ripristino sono compatibili con uno scopo punitivo e possono essere visti come elementi costitutivi della nozione stessa di pena» (Corte EDU, 30 gennaio 1978, n. 5310/71, Irlanda c. Gran Bretagna, § 30).

Ancora la finalità punitiva delle sanzioni Consob – quale ad esempio l’art. 191 c. 1 tuf – secondo i criteri Engel, ripresi dalla sentenza G.E.I.M. ([Corte EDU, 26 giugno 2021, n. 1828/06](#), G.E.I.M. c. Italia, § 210-211) – si ricava anche dall’affidamento alla P.A. d’una funzione di garanzia dell’integrità dei mercati finanziari e di mantenimento della fiducia della generalità degli investitori, da realizzarsi tramite un controllo preventivo sui prospetti informativi, onde assicurare la diffusione di set d’informazione complete ed affidabili. Come evidenziato nella sentenza Grande Stevens – al pari delle sanzioni dell’esempio – «le sanzioni inflitte mirano essenzialmente a punire ed impedire la recidiva», e sono «dunque basate su norme che perseguivano uno scopo preventivo, ovvero dissuadere gli interessati dal ricominciare, e repressivo, in quanto sanzionavano una irregolarità (si veda, *mutatis mutandis*, Jussila, sopra citata, § 38). Dunque, non si prefiggevano unicamente, come sostiene il Governo (paragrafo 91 supra), di riparare un danno di natura finanziaria. Al riguardo, è opportuno notare che le sanzioni erano inflitte dalla CONSOB in funzione della gravità della condotta ascritta e non del danno provocato agli investitori (...)» (Corte EDU, n. 18640/10, Grande Stevens, c. Italia, § 98). Affermazione, si osserva, ripresa, poi, dalla Corte di giustizia UE, che – nel caso Volkswagen Italia, riferito a sanzioni dell’Agcm per pratiche commerciali sleali. Anche nell’ultima occasione, il giudice dell’Unione ha affermato che il controllo sulla natura della sanzione impone di verificare se quella «persegua, in particolare, una finalità repressiva, indipendentemente dalla circostanza che essa persegua anche una finalità preventiva. Infatti, fa parte della natura stessa delle sanzioni penali l’essere volte tanto alla prevenzione quanto alla repressione di condotte illecite. Per contro, una misura che si limiti a risarcire il danno causato dall’illecito considerato non riveste natura penale» ([Corte di giustizia, sez. I, 14 settembre 2023, C-27/22](#), § 49, e prima, Corte di giustizia, sez. I, 5 maggio 2023, C-97/21, MV, par 42, in *De Jure*). In fine, la funzione punitiva di buona parte delle sanzioni Consob – ai fini della CEDU e della Carta dei diritti fondamentali UE – risulta confermata nei considerando ed in articoli della direttiva 2013/36/UE, da cui derivò la novellazione del tuf e del tub, che richiedono agli Stati l’introduzione di sanzioni significative e dissuasive, miranti a prevenire le condotte attive o omissive vietate (considerando 35, 41 e art. 65, §1).

²³ Pone in evidenza le ricadute applicative della scelta del giudice ordinario anche BINDI, *Il giudizio*, cit., pp. 301-305.

²⁴ Per la Corte regolatrice è, dunque, irrilevante la previsione della legge sul risparmio (art. 24, co. 1, l. 28 dicembre 2005, n. 262) che prescrive ai regolamenti Consob, Banca d’Italia, Ivass, Covip e AGCM di definire regole procedurali rispettose del principio del contraddittorio e, pertanto, impone il rispetto di specifiche modalità per lo svolgimento dell’azione delle autorità dei mercati finanziari in punto di confronto con i candidati responsabili.

Il secondo argine, eretto dalle sezioni unite della Cassazione, può essere indicato nell'assoluta esclusione dell'impugnabilità autonoma dei regolamenti sanzionatori di Consob²⁵ innanzi al giudice amministrativo²⁶. Per la Corte regolatrice²⁷ il sindacato sulla legittimità delle disposizioni che conducono all'applicazione delle sanzioni sono riservate al giudice ordinario cui spetta la giurisdizione sul provvedimento punitivo. Tanto, infatti, si dovrebbe derivare da una "sorta" di principio di coerenza o continuità. Le regole che ordinano la condotta della P.A., al più, possono essere soggette ad una verifica incidentale di legittimità perché non sarebbe consentito separare «*il provvedimento sanzionatorio, così come il potere che ne costituisce espressione, dal procedimento sanzionatorio e dagli atti che lo compongono e ne costituiscono i presupposti*»²⁸.

Nella sostanza, dunque, le regole procedurali sono il risultato dell'esercizio di un potere amministrativo – sia pur di natura normativa – che è sottratto ad un sindacato di legittimità in via principale a prescindere dalle indicazioni costituzionali che non dovrebbero ammettere limiti all'impugnazione degli atti della P.A. (art. 113, co. 2, Cost.). La presa d'atto dell'esistenza dei due poderosi argini a contenimento della forza propulsiva della sentenza Grande Stevens –e della conseguente blindatura giurisprudenziale sia dei provvedimenti sanzionatori che della disciplina procedimentale– porta a ritenere a dir poco illusorio, confidare nel fatto che l'amministrazione si ingegni per elaborare regole strumentali all'adozione di decisioni quanto più equilibrate, in tesi, giuste e, dunque, accettabili. Non è certo fonte di stimolo ad una riflessione autocritica il costante conforto proveniente da un giudice che pratica una politica conservativa dei provvedimenti sanzionatori²⁹, considerati strumento imprescindibile di protezione del risparmio costituzionalmente tutelato (art. 47 Cost.) e vede le regole procedurali come una sorta d'impaccio, un fattore di "depotenziamento" della forza preventivo / dissuasiva del "fulmine della sanzione". Velocità che, appunto, non deve essere compromessa dall'estensione al procedimento dei vincoli pensati per il processo³⁰.

3. L'isolamento della Cassazione ed il diverso orientamento del Consiglio di Stato e della Corte costituzionale.

L'insostenibilità della posizione "riduzionista" della Cassazione, per i profili d'interesse, risulta confermata dal suo isolamento nel "panorama" delle Corti e, a livello interno, dal contrasto con il diverso "atteggiamento" del Consiglio di Stato e della Corte costituzionale.

²⁵ Le considerazioni svolte nel testo sono, in linea di principio, riferibili anche a Banca d'Italia, le cui sanzioni sono impugnate, al pari di quelle di Consob, con ricorso alla corte d'appello – con un rito sostanzialmente sommario – e le cui pronunzie sono, ulteriormente, ricorribili per cassazione.

²⁶ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 280 ss.

²⁷ Tra le più recenti si veda, Cass., S.U., 10 novembre 2022, n. 33248, in *De Jure*.

²⁸ Questo secondo argine, per quel che consta, non è stato considerato in dottrina e, dunque, le riflessioni di chi scrive (rif. nota) parrebbero l'unico contributo critico. Più di recente la posizione della Corte regolatrice è stata segnalata da uno scritto che si limita ad esprimere il favore per una soluzione rispondente ad un'asserita esigenza di "coerenza di sistema". Cfr. F. MANNA, *Regole processuali: inquadramento generale, struttura impugnatoria del giudizio, giurisdizione e principio di specialità*, in AA. VV., *Le sanzioni*, cit., 70.

²⁹ Cfr. N. VETTORI, *Le garanzie individuali nei confronti del potere sanzionatorio*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'economia*, 2020, suppl. n. 2, p. 200 s., la quale, ricordato l'atteggiamento della giurisprudenza, evidenzia come quel fattore «*avvalli la permanenza di una disciplina procedimentale deficitaria sul piano delle tutele individuali, con l'ulteriore effetto di deresponsabilizzare i titolari del potere di riformarla: il legislatore, ma ancor primale autorità (come Consob) dotate di specifica competenza regolamentare*».

³⁰ Così escludendo, in radice, che si possa prospettare il dubbio, in merito al punto oltre cui arrestare l'estensione al procedimento di quelle garanzie costituzionali pensate per il processo, onde evitare che l'aumento delle tutele possa condurre ad una riduzione non proporzionata dell'efficacia dell'azione amministrativa. Cfr. N. VETTORI, *Le garanzie*, cit., p. 202.

Il giudice amministrativo, nei casi in cui ha la giurisdizione sulle opposizioni alle sanzioni, verifica tanto l'esistenza delle condizioni per l'applicazione della misura punitiva quanto il rispetto da parte della P.A. delle condizioni di esercizio del potere e, quindi, delle regole procedurali³¹. Dunque, sia pur in modo non sempre lineare, riconosce alle violazioni delle garanzie procedurali una rilevanza invalidante³² in sintonia con la giurisprudenza UE. Per il giudice del Lussemburgo, infatti, è illegittimo tanto il provvedimento che non rispetta le disposizioni attributive di diritti quanto quello che non rispetta le prescrizioni poste all'esercizio del potere, i quali danno, quindi, luogo a forme di sviamento o "violazione di forme sostanziali" (art. 263, par. 2, TFUE), tra cui s'includono le garanzie procedurali³³.

L'imprescindibile rilevanza dei diritti procedurali è stata, ancora, più volte ribadita dalla Consulta. Questa, muovendo da una disposizione costituzionale, ha ricavato la strumentalità dei primi rispetto all'effettivo diritto di difesa del candidato responsabile. Con ciò, dunque, chiarendo la piena compatibilità tra un assetto normativo che garantisce un'adeguata protezione dell'incolpato e l'esigenza d'efficacia e tempestività dell'azione amministrativa.

Nel sancire l'obbligo legislativo di fissazione d'un termine ragionevole per la conclusione del procedimento, la Corte ha sottolineato come quello, «*consentendo all'incolpato di opporsi efficacemente al provvedimento sanzionatorio, garantisce un esercizio effettivo del diritto di difesa tutelato dall'art. 24 Cost. ed è coerente con il principio di buon andamento e [di] imparzialità della P.A.*»³⁴.

Successivamente, la Consulta, muovendosi lungo la stessa "traiettoria", ha ribadito l'obbligo del legislatore di definire garanzie procedurali che consentano un effettivo contraddittorio tra il soggetto passivo e l'autorità prima che quest'ultima assuma la propria decisione³⁵. In particolare, per

³¹ Cfr. D. SIMEOLI, *Le sanzioni*, cit., p. 80 ss. In giurisprudenza, si veda Cons. St., sez. III, 28 dicembre 2020, n. 8353, in *De Jure*.

³² Garanzie, si sottolinea, che sono oggetto di una progressiva valorizzazione anche riguardo a quei procedimenti relativi all'adozione di atti di natura vincolata, rispetto ai quali la relativa violazione ha in tesi un minor impatto invalidante per effetto della previsione dell'art. 21-octies, co. 2, l. 7 agosto 1990, n. 241. In tal senso, relativamente alla dichiarazione di decadenza di una autorizzazione farmaceutica, si veda Cons. St., sez. III, 14 settembre 2021, n. 6288, in *De Jure*, per il quale «*La natura vincolata degli atti impugnati non costituisce valido motivo per omettere il rispetto delle garanzie partecipative in situazioni peculiari e giuridicamente complesse come quella in questione; la giurisprudenza più avveduta afferma la sussistenza dell'obbligo di avviso dell'avvio anche nella ipotesi di provvedimenti a contenuto totalmente vincolato, sulla scorta della condivisibile considerazione che la pretesa partecipativa del privato riguarda anche l'accertamento e la valutazione dei presupposti sui quali si deve comunque fondare la determinazione amministrativa (cfr. C.d.S. sez. VI 20.4.2000 n. 2443; C.d.S. 2953/2004; 2307/2004 e 396/2004).*

Invero, non è rinvenibile alcun principio di ordine logico o giuridico che possa impedire al privato, destinatario di un atto vincolato, di rappresentare all'amministrazione l'inesistenza dei presupposti ipotizzati dalla norma, esercitando preventivamente sul piano amministrativo quella difesa delle proprie ragioni che altrimenti sarebbe costretto a svolgere unicamente in sede giudiziaria (cfr. T.A.R. Campania, Napoli, sez. II, 19/10/2006, n. 8683).

³³ Cfr. G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 168 ss. È da segnalare, peraltro, la tendenza ad un progressivo "affinamento" del controllo operato dal giudice europeo. S'è, infatti, rilevato – F. GOISIS, *Valutazioni*, cit. pp. 696-698 – un mutamento d'impostazione da parte della Corte di giustizia dell'UE in sede di revisione giurisdizionale delle sanzioni comminate per la violazione delle regole della concorrenza. Il giudice comunitario non pare più considerare rilevanti solo gli errori o le violazioni gravi e manifeste imputabili alla P.A. La Corte sembra, infatti, sempre più orientata a svolgere un sindacato rigoroso sull'esistenza di presupposti e condizioni per l'irrogazione della sanzione anche nei casi in cui sono richieste valutazioni tecniche complesse e, dunque, il vizio del provvedimento non è evidente. Per un recente caso di annullamento della decisione di una agenzia europea per un vizio procedurale rinvenibile nella disciplina procedimentale, si veda, [Corte di giustizia, sez. V, 14 marzo 2024, C-291/22 P](#), § 71 ss.

³⁴ [Corte cost., 12 luglio 2021, n. 151](#), in *De Jure*. In sintonia, si veda anche [Corte cost., 28 dicembre 2021, n. 260](#), *ivi*, che esclude la legittimità costituzionale di una disposizione di proroga dei termini di conclusione del procedimento adottata per ovviare all'asserito "sovraccarico" di lavoro della P.A. conseguente a delle "sopravvenienze" normative che aumentando gli adempimenti avrebbero che inciso negativamente sul tempestivo svolgimento dei suoi compiti istituzionali.

³⁵ [Corte cost., 21 marzo 2023, n. 47](#), in *De Jure*.

la Corte ogni P.A., nelle materie rientranti nella competenza dell'UE, deve agire osservando gli obblighi ricavabili dal c.d. «diritto ad una buona amministrazione» e, quindi, garantire ad ogni cittadino d'essere «essere ascoltato prima dell'adozione di qualsiasi decisione che possa incidere in modo negativo sui suoi interessi» (art. 41, par. 2, CDFUE).

La richiamata pronunzia sull'illegittimità costituzionale dei c.d. «accertamenti a tavolino» risulta particolarmente interessante ai nostri fini atteso che la disciplina presidiata da Consob si caratterizza per la sua quasi totale matrice europea. La sentenza conferma, dunque, come ai procedimenti della Commissione sia applicabile la normativa primaria europea³⁶ che, espressamente, individua nel contraddittorio un tratto qualificante dell'azione amministrativa e, quindi, offre un ancoraggio testuale altrimenti desumibile, quanto meno nella sua massima estensione in via interpretativa dal diritto interno³⁷. È da evidenziare come il richiamo della Corte all'art. 41 Carta diritti fondamentali dell'UE, non esaurisce i riferimenti utili ai fini sistematico-ricostruttivi e valutativi del diritto interno perché sono parimenti applicabili ai procedimenti punitivi altre disposizioni, quali, gli artt. 48, 49, 50 della medesima. Pluralità di disposizioni precettive che – in virtù del principio di prevalenza del diritto comunitario – sono idonee a paralizzare, tramite la disapplicazione, le prescrizioni interne confliggenti come le altre eventuali limitazioni compressioni difensive previste dalla normativa nazionale³⁸. Disposizioni europee che, ancora, per il loro rango, orientano tanto le amministrazioni quanto il giudice prima nel corso del procedimento³⁹ e poi nel processo imponendo loro di discostarsi da quelle norme interne anche incompatibili con i principi dell'UE⁴⁰.

Ma v'è di più perché l'incidenza prescrittiva delle disposizioni della CDUFUE non può essere circoscritta alle sue indicazioni testuali ed a quanto da essa “ricavato” dalla giurisprudenza della Corte di giustizia. A costo di ricordare l'ovvio, si deve rammentare che le sue disposizioni non rilevano solo sul piano formale per l'espresso richiamo alle garanzie procedurali ma anche in una prospettiva dinamica. La Carta, invero, contiene una disposizione interpretativa di tipo evolutivo espansivo (art. 52, par. 3). Per quella nel caso di corrispondenza tra diritti previsti dalla CDUFUE e quelli previsti dalla CEDU «il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta convenzione». Quindi i diritti previsti dalla CDUFUE – cioè dal diritto europeo ad applicazione diretta – vanno intesi e tutelati come arricchiti, nel tempo, dall'interpretazione autentica fornita dalla Corte europea dei diritti dell'Uomo⁴¹.

Pertanto, le problematiche procedurali riferibili alle varie scansioni dell'azione amministrativa – fase dell'iniziativa, dell'istruttoria e della decisione – possono essere esaminate e valutate

³⁶ Si ricorda, infatti, che, per l'art. 6, § 1, TFUE, le disposizioni della Carta di Nizza hanno lo stesso valore dei Trattati.

³⁷ La disciplina costituzionale, infatti, pone il contraddittorio come principio caratterizzante il processo, non dedicando, per converso, alcuna considerazione al procedimento amministrativo.

³⁸ Disapplicazione che – per [Corte cost., 16 giugno 2022, n. 149](#), cit. – costituisce rimedio che si aggiunge alla possibilità riconosciuta al giudice di sollevare una questione di costituzionalità quando sia prospettabile un contrasto tra norma interna ed i diritti riconosciuti dalla Carta di Nizza, «*i quali intersecano in larga misura i principi ed i diritti garantiti dalla stessa Costituzione italiana*». Negli stessi termini, riafferma la “concorrenza” dei rimedi [Corte cost., 12 febbraio 2024, n. 15](#).

³⁹ Cfr. [Corte di giustizia, sez. V, 13 settembre 2018, C-358/16, UBS Europe e a.](#), §§ 49-53.

⁴⁰ In tal senso, si veda, Corte di giustizia, grande sez., 8 marzo 2022, C-205/20, [Bezirkshauptmannschaft Hartberg-Fürstenfeld](#), §§ 30 s. La Corte giunge ad affermare l'obbligo della P.A. e poi del giudice di disapplicare la norma interna di armonizzazione quando questa possa condurre alla quantificazione di una sanzione apparentemente sproporzionata rispetto alla gravità della violazione. Tanto si impone perché il principio di proporzionalità delle punizioni fissato in un atto di armonizzazione non ha solo ha effetto diretto – e dunque non richiede la mediazione della disciplina interna – ma è anche principio generale del diritto dell'Unione.

⁴¹ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 114 ss. Cfr. [Corte cost., 21 marzo 2019, n. 63](#), cit., per un'analisi della quale, si vedano E. BINDI e A. PISANESCHI, *La retroattività in mitius delle sanzioni amministrative afflittive tra Corte EDU, Corte di Giustizia e Corte costituzionale*, in [federalismi.it](#), 22/2019.

avendo come termine di riferimento regole e principi in progressiva espansione⁴² anche se sistematicamente disconosciuti sia da Consob che dal suo giudice⁴³.

4. L'iniziativa. Le criticità della fase preistruttoria

Se si esamina la normativa Consob dedicata alla fase dell'iniziativa ci si accorge d'una prima criticità rappresentata dal silenzio sul momento da cui decorre il termine per la notifica della lettera di contestazione, cioè dell'atto d'avvio del procedimento (art. 4, co. 2, reg. sanzioni).

Se si confronta la disposizione primaria (art. 195, co. 1, t.u.f.)⁴⁴ con quella subprimaria (art. 4, co. 1, reg. sanzioni)⁴⁵, si vede che la seconda si limita a riprendere la prima senza alcuna ulteriore specificazione relativamente a cosa integri l'accertamento. Da lì la persistenza del dubbio in merito al momento in cui possa dirsi intervenuto l'apprezzamento da cui decorre il termine perentorio che l'amministrazione deve rispettare ed il cui spirare preclude la repressione della singola violazione per l'estinzione del potere punitivo⁴⁶.

All'evidenza si tratta di un vuoto significativo poiché può condurre a paralizzare l'operatività della garanzia della tempestività della contestazione, riconosciuta dal diritto sovranazionale che, a vario livello – art. 41, CDFUE e art. 6, parr. 1 e 3, lett. a) CEDU –, impone all'autorità procedente d'informare, quanto prima, il soggetto passivo⁴⁷.

⁴² Per una valorizzazione del “canale d'importazione” rappresentato dall'art. 5, § 3, CDFUE dei progressi evolutivi della giurisprudenza alsaziana, si veda [Corte cost., 30 aprile 2021, n. 84](#), §§ 3.2 e 3.4 delle considerazioni in diritto, in *De Jure*. La Consulta, nel decidere l'incostituzionalità della disposizione che sanzionava il rifiuto della persona fisica di fornire a Consob risposte “autoincriminanti” (art. 187-*quatordecies* t.u.f.) giunge alla soluzione positiva attraverso due tappe: una prima, con cui ricorda che la Corte EDU ha espressamente esteso il diritto al silenzio – inteso come quello a non concorrere alla propria incolpazione e desumibile dall'art. 6 CEDU – anche ai procedimenti sanzionatori amministrativi; una seconda, con cui richiama la rilevanza diretta degli artt. 47 e 48 CDFUE che – in quanto parti del diritto primario dell'UE – condizionano l'interpretazione del diritto derivato e della normativa interna ed impongono, quindi, agli Stati di garantire che la persona fisica non venga sanzionata per non aver consentito all'amministrazione di raccogliere spunti utili per avviare un'iniziativa punitiva nei confronti del “renitente”.

⁴³ Per [Corte cost., 30 aprile 2021, n. 84](#), cit., § 3.5 delle considerazioni in diritto, il diritto al silenzio nel procedimento amministrativo «(...) è fondato, assieme, sull'art. 24 Cost., sull'art. 6 CEDU e sugli artt. 47 e 48 CDFUE, questi ultimi nell'interpretazione che ne ha ora fornito la Corte di giustizia; e può essere ricavato altresì dall'art. 14, paragrafo 3, lettera g), PIDCP, laddove alla nozione di “reato” contenuta nell'incipit del paragrafo 3 venga assegnato un significato sostanziale, corrispondente a quello gradatamente individuato dalle due corti europee a partire dalla sentenza della Corte EDU 8 giugno 1976, *Engel contro Paesi Bassi*. Tutte queste norme, nazionali e sovranazionali, “si integrano, completandosi reciprocamente nella interpretazione” (sentenza n. 388 del 1999, nonché, di recente, sentenza n. 187 del 2019), nella definizione dello standard di tutela delle condizioni essenziali del diritto di difesa di fronte a un'accusa suscettibile di sfociare nell'applicazione di sanzioni a contenuto comunque punitivo, che non possono non comprendere il diritto – con le parole dell'art. 14, paragrafo 3, lettera g), PIDCP – a “non essere costretto a deporre contro se stesso”». Per l'evidenziazione dell'importanza imprescindibile, della normativa sovranazionale al fine dell'individuazione delle soluzioni alle problematiche sollevata dal diritto amministrativo punitivo o diritto amministrativo penale, si veda C.E. PALIERO, *Nascita*, cit., p. 24.

⁴⁴ Per il primo periodo del comma citato il procedimento prende avvio con la «(...) contestazione degli addebiti agli interessati, da effettuarsi entro centottanta giorni dall'accertamento ovvero entro trecentosessanta giorni se l'interessato risiede o ha la sede all'estero».

⁴⁵ Per il comma indicato «L'avvio del procedimento sanzionatorio è disposto a mezzo di lettera di contestazione degli addebiti (...)» da notificarsi «(...) entro il termine di centottanta giorni, ovvero di trecentosessanta giorni se gli interessati risiedono o hanno la sede all'estero, dall'accertamento compiuto sulla base degli elementi comunque acquisiti e dei fatti emersi a seguito dell'attività di vigilanza svolta dalla Consob e delle successive valutazioni».

⁴⁶ M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, Bologna, 2024, pp. 248 e 266.

⁴⁷ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 200.

È, infatti, evidente che il diverso modo con cui si identifica l'accertamento – ed il momento in cui può dirsi compiuto – incide sulla valutazione di correttezza dell'azione amministrativa e condiziona la soddisfazione di quel bisogno di certezza del candidato responsabile. Attesa che risulta tanto più meritevole di protezione quando – come nel caso di Consob – quell'apprezzamento dipende dall'esito di valutazioni complesse, che – sovente – conducono a conclusioni opinabili.

Consob non ha ritenuto di dover aggiungere sostanzialmente nulla sul punto, così non avviando alla superficialità dei redattori del t.u.f. che ritennero di poter replicare per le sanzioni di settore un modello (accertamento-decadenza) originariamente pensato dalla l. 24 novembre 1981, n. 689 per reprimere infrazioni “semplici”, relative a prescrizioni di condotta a carattere determinato, la cui rilevazione è “autoevidente”⁴⁸. Modello inappropriato rispetto all'ambito d'interesse perché fa coincidere l'accertamento con l'acquisizione della prova positiva e, quindi, lega alla data di quella il raggiungimento della “consapevolezza dell'illecito” da parte della P.A. e, dunque, il suo dovere d'attivarsi prontamente.

Diversamente dai redattori del t.u.f., a chi scrive pare evidente che gli accertamenti di Consob siano, per lo più, diversi da quelli per cui è stata pensata la l. 689/1981, tra cui, ad esempio, le rilevazioni tramite autovelox delle violazioni dei limiti di velocità del codice della strada⁴⁹. Parrebbe, infatti, intuitivo ritenere che gli accertamenti della Commissione, a differenza di quelli dell'esempio, non permettano di definire con quella certezza dei primi il momento in cui scatta l'obbligo di contestazione e decorre il relativo termine per provvedervi.

Consob, come altre autorità, è, infatti, spesso impegnata a contestare “violazioni a carattere complesso/sfumato”. Non di rado le si richiede la verifica di illeciti in cui la difformità della condotta dal parametro normativo non è riscontrabile immediatamente ma postula il compimento di apprezzamenti valoriali, valutazioni probabilistiche od, ancora, la mediazione del giudizio tramite criteri elaborati da scienze inesatte quali sono quelle economico/aziendali⁵⁰.

I segnalati silenzi, dunque, hanno generato una non trascurabile situazione di incertezza neppure in parte temperata dalla prassi o, poi, dall'opera della giurisprudenza. Anzi, quest'ultima pare impegnata in un'opera di sostanziale neutralizzazione della forza garantistica della disposizione, attribuendo, di fatto all'amministrazione procedente il potere di “autofissazione” dei tempi che la stessa deve rispettare⁵¹.

⁴⁸ I redattori del t.u.f., infatti, all'evidenza trascurarono le diverse coordinate che condussero alla definizione della disciplina generale delle sanzioni amministrative, che già dovevano porre in dubbio la correttezza o sufficienza della trasposizione di un modello destinato a calarsi in “un diverso ambiente normativo”. Come evidenzia la più accreditata dottrina – C.E. PALIERO, *Nascita*, cit., p. 21 – la disciplina della l. 689/1981, era concepita per ordinare l'esercizio di un potere sanzionatorio – caratterizzato anche da una funzione general preventiva – relativo a condotte riconducibili alla categoria dei c.d. “micro illeciti comuni”, a struttura semplice, ricomprendente figure di carattere bagatellare o condotte di scarsa gravità, cui corrispondevano risposte punitive d'importo limitato e socialmente non stigmatizzanti, applicate dal Prefetto, organo privo di competenze specialistiche rispetto agli ambiti regolati e, comunque, terzo rispetto agli interessi presidiati dalla misura punitiva.

⁴⁹ Cfr. M. CLARICH, *Le prospettive di sviluppo del sistema sanzionatorio nell'ottica del diritto amministrativo*, in AA.VV., *Liber amicorum per Vittorio Domenichelli*, Bari, 2018, p. 81.

⁵⁰ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., pp. 191-193. Analogamente, per la necessità d'un confronto dialettico preventivo sui profili oggetto di accertamento, si vedano, E. BINDI, P. LUCCARELLI e A. PISANESCHI, *Le sanzioni*, cit., p. 566 s. e P. LUCCARELLI, *Profili*, cit., p. 49.

⁵¹ Per una condivisibile critica, tra i primi, si veda W. TROISE MANGONI, *Il potere*, cit., p. 158 s. Lo studioso evidenzia, infatti, come l'incomprimibilità del diritto di difesa imponga l'individuazione di un momento certo in cui si intende perfezionato l'accertamento e sottolinea come l'idea che quello sia fatto dipendere da una valutazione dell'amministrazione, basata sulla complessità dell'oggetto d'indagine, risulta incompatibile con un'indicazione normativa. Infatti, il legislatore ha già tenuto conto della peculiarità delle materie finanziarie di competenza delle P.A. di settore prevedendo per queste un termine di decadenza di centottanta giorni (art. 195, co. 2, t.u.f.) che è doppio rispetto a quello generale (art. 14 l. 689/1981).

Per il giudice di Consob l'accertamento si ha quando lo decide l'autorità⁵². Infatti, per la Corte regolatrice il termine decorre, al più, dal momento in cui – tenuto conto della complessità della situazione – la P.A. procedente avrebbe potuto più che ragionevolmente concludere per la sussistenza dell'illecito. Si ammette così il legittimo protrarsi dell'attività preistruttoria sin tanto che quella appaia giustificata rispetto alla complessiva ricostruzione e valutazione della condotta⁵³. Non si può, dunque, ritenere integrato l'accertamento se la P.A. dispone di evidenze documentali univoche, perché non è mai dato prescindere da un'attività intellettuale di sintesi e d'apprezzamento complessivo dei dati e degli elementi raccolti⁵⁴.

In ultima analisi l'interpretazione giurisprudenziale riduce significativamente la forza protettiva della disposizione ponendo riparo solo contro quelle situazioni paradossali: la contestazione effettuata molti anni dopo alla conclusione delle verifiche o che segue ad una serie di riscontri confermativi, protratti nel tempo, palesemente inutili per sostenere la conclusione dell'amministrazione, già corroborata da altri elementi precedentemente acquisiti⁵⁵.

Se si passa dalla prospettiva critica a quella propositiva sembra più che ragionevolmente sostenere che quello stato di incertezza – e di dubbia legittimità – potrebbe essere superato con un intervento normativo chiarificatore di Consob. Infatti, il quadro legislativo tanto a livello di t.u.f. che di disciplina generale non pare evidenziare alcun limite a tale iniziativa. In altri termini, non sembra possa emergere alcun fattore preclusivo né dal silenzio del t.u.f. né dalla l. 689/1981 che, anzi, offre un argomento in favore d'un iniziativa virtuosa dell'amministrazione che distingue l'accertamento degli illeciti a struttura semplice (ad esempio omissione d'una comunicazione obbligatoria) – collocandolo nel momento della loro rilevazione⁵⁶ – rispetto a quelli degli altri – a struttura complessa/articolata – rinviato all'esito di un confronto preventivo con il candidato responsabile.

⁵² È questa la conclusione sostanziale cui si perviene leggendo le pronunzie della Corte regolatrice le quali muovono, pressoché, tutte dalla valorizzazione delle peculiarità dell'ambito in cui la P.A. è chiamata ad operare. Per Cass., 30 maggio 2022, n. 17393, in *De Jure*, «nell'attività di regolazione e supervisione delle attività private vi sono ambiti, come appunto quello dell'intermediazione finanziaria, che richiedono valutazioni complesse, non effettuabili nell'immediatezza della percezione dei fatti suscettibili di trattamento sanzionatorio. Ciò tuttavia non esclude che a tali valutazioni si debba procedere in tempo ragionevole». Peraltro, «la valutazione dell'opportunità dei poteri d'indagine è rimessa all'autorità competente e (...) il giudice non può sostituirsi, dunque, all'organo adito al controllo nel valutare l'opportunità dell'esercizio dei poteri d'indagine per riscontrare l'esistenza dell'illecito, ma può e deve apprezzare, in base alle deduzioni dell'amministrazione ed all'esame degli atti relativi all'accertamento, se sia stato osservato il tempo ragionevolmente necessario per raggiungere la completa conoscenza dell'illecito, tenuto conto della maggiore o minore difficoltà del caso concreto».

⁵³ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 203. In giurisprudenza, tra le tante, si veda, Cass., sez. II, 31 luglio 2023, n. 23191, in *De Jure*.

⁵⁴ Cfr. Cass., 11 gennaio 2024, n. 1154, in *De Jure*, per la quale il termine non decorre dalla data in cui Consob ha ricevuto il rapporto ispettivo di Banca d'Italia attestante le irregolarità oggetto di sanzione, poiché – comunque – alla prima deve essere riconosciuto il necessario *spatium deliberandi*. Di conseguenza viene considerata corretta la valutazione della Corte d'appello che riteneva appropriato l'impiego di 169 giorni per esaminare un rapporto completo – predisposto da un'amministrazione normativamente indicata come idonea a svolgere per delega ispezioni per conto della Commissione (art. 6-ter, co. 5, t.u.f.) – e, dunque, come tale di per sé sufficiente al rilevamento dell'infrazione.

⁵⁵ Per la Corte regolatrice – Cass., 28 aprile 2022, n. 13337, in *De Jure* – per verificare quando può dirsi concluso l'accertamento e, dunque, la tempestività della contestazione, «occorre stabilire in concreto se vi sia stata un'ingiustificata e protratta inerzia dell'amministrazione procedente durante e dopo la raccolta dei dati d'indagine, tenendo altresì conto di esigenze di economia che inducano a raccogliere ulteriori elementi a dimostrazione di altre violazioni rispetto a quelle accertate, dovendo inoltre valutarsi l'utilità degli atti d'indagine con giudizio "ex ante"». Detto fuori dalle righe, l'accertamento dell'illecito non può mai dirsi integrato se la P.A. contemporaneamente indaghi altre ipotesi di infrazione a posteriori risultati inesistenti ma *ex ante* meramente ipotizzabili.

⁵⁶ Si pensi, ad esempio, al mancato rispetto d'un termine imposto per l'effettuazione di una comunicazione obbligatoria relativa alla variazione di una partecipazione rilevante (art. 120, co. 2, t.u.f.).

La distinzione tra diversi tipi d'accertamento – dipendente dal genere di attività conoscitiva che è richiesta – è già prevista dalla legge generale sulle sanzioni amministrative pecuniarie (l. 689/1981). Quella, infatti, ne contempla un primo “modello” relativo alle violazioni “autoevidenti”, ove l'unilateralità dell'accertamento è consentito dal tipo di prova da cui si evince lo stato di fatto (rilevazione dell'autovelox); ne prevede, poi, un secondo – alternativo eccezionale – per le trasgressioni la cui violazione richiede verifiche ed accertamenti complessi che presuppongono competenze specifiche.

Questa seconda è l'ipotesi dell'illecito riscontrabile tramite lo svolgimento d'analisi di campioni. In tal caso la legge contempla una deroga all'accertamento solitario perché le conclusioni della P.A. sono subordinate ad un sia pur limitato contraddittorio tecnico (art. 15 l. 689/1981)⁵⁷. L'amministrazione deve comunicare all'interessato l'esito delle analisi e quest'ultimo, entro un termine breve, ne può chiedere la revisione da effettuarsi con la partecipazione di un proprio consulente tecnico. È, quindi, previsto che è solo la comunicazione scritta all'interessato dell'esito della revisione che produce l'effetto dell'accertamento (art. 15, co. 5, l. 689/1981).

Dunque, già la vecchia legge generale sulle sanzioni esprime una preferenza per gli accertamenti in contraddittorio quando si devono verificare “situazioni non intuitive”, in sintonia con quanto la Consulta ricava dall'art. 41 CDFUE.

Nell'esprimersi sulla legittimità costituzionale dei c.d. “accertamenti tributari a tavolino” la Corte ha tratto dalla disposizione primaria europea il divieto per il legislatore d'escludere il confronto preventivo tra privato e P.A. nel caso in cui la seconda sia abilitata ad adottare determinazioni pregiudizievoli per il primo. Per il nostro giudice delle leggi, infatti, la prevalenza e la diretta applicabilità del diritto europeo – ed in specie dell'art. 41 CDFUE – esclude che il legislatore possa attribuire all'amministrazione il potere di adottare apprezzamenti unilaterali lesivi degli interessi dei privati senza che a quelli sia riconosciuto preventivamente un “diritto di parola”⁵⁸.

Non c'è spazio per ammettere la possibilità d'accertamenti unilaterali che possano incidere anche solo sul versante probatorio poiché l'effetto pregiudizievole precede e prescinde dall'emissione del provvedimento afflittivo a conclusione del procedimento punitivo⁵⁹. La contestazione, invero, materializza un giudizio di antidoverosità della condotta considerata, difficilmente superabile, per provenire da un'amministrazione altamente qualificata e per essere fondato, il più delle volte, su relazioni ispettive i cui contenuti sono coperti da pubblica fede per quanto riguarda le rilevazioni e le operazioni effettuate nonché considerate fonte di “prova privilegiata”, per quanto riguarda le valutazioni dei fatti compiuti applicando criteri opinabili od impiegando criteri elaborati dai cultori delle c.d. “scienze inesatte”⁶⁰.

⁵⁷ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 193 s.

⁵⁸ [Corte cost., 21 marzo 2023, n. 47](#), cit., § 5.3 delle considerazioni di diritto.

⁵⁹ Peraltro, per una parte della dottrina – S. CIMINI, *Il potere*, cit., p. 341 ss. e 345; M. MONTEDURO, *I principi del procedimento nell'esercizio del potere sanzionatorio delle autorità amministrative indipendenti. Tessuto delle fonti e nodi sistematici*, in *Diritto dell'Economia*, n. 3, 2013, p. 145 – all'accertamento deve attribuirsi una rilevanza autonoma esterna, in quanto procedimento presupposto da quello sanzionatorio, con conseguente necessità di riconoscere all'interessato il diritto di parteciparvi.

⁶⁰ G. ROMAGNOLI, *L'incidenza (sostanziale) dell'azione delle c.d. autorità indipendenti sulle dinamiche economiche dei c.d. mercati regolamentati e le sue ragioni culturali*, in [P.A. Persona e amministrazione](#), 1, 2021, p. 787 ss. Conclusione che, come è stato condivisibilmente evidenziato – E. BINDI, *Il giudizio*, cit., p. 294 ss. – è anche conseguenza d'una deferenza del giudice ordinario nei confronti di Consob, in parte dovuto alle complessità delle tematiche presupposte oggetto di valutazione d'un'amministrazione d'elevata competenza e professionalità.



5. La durata del procedimento e la natura del termine per la sua conclusione

Un secondo “versante” problematico può indicarsi nella disciplina dei tempi del procedimento delineata dal regolamento Consob. Quella per com’è congeniata – per il combinarsi di silenzi e previsioni espresse – non pare contemperare adeguatamente la duplice esigenza d’efficienza dell’azione amministrativa e di tutela del soggetto passivo. L’esame di questa parte del regolamento porta, quindi, a dubitare della sua conformità alle disposizioni sovranazionali (art. 41, par. 1, CDFUE e art. 6, par. 1, CEDU) che impongono alla P.A. procedente l’esame in un termine ragionevole delle questioni che interessano il soggetto passivo e, ulteriormente, garantire l’esposizione del secondo ad un limitato periodo d’incertezza in ordine alla comminatoria della sanzione, scaduto il quale ne è preclusa l’applicazione.

La normativa Consob, come interpretata dal giudice ordinario, sembra esprimere un “equilibrio” di valori se non contrapposto quanto meno diverso rispetto a quello che traspare dalle discipline sanzionatorie delle amministrazioni finanziarie europee. Infatti, se si mette a confronto la prima con quella della Banca centrale europea (BCE) si scopre che solo la seconda prevede che i procedimenti punitivi devono concludersi nell’anno dalla notifica dell’atto d’avvio e che lo spirare di quel termine estingue il potere di applicare la sanzione [art. 4, par. 2, reg. (CE) 2532/1998]⁶¹.

La prima, al contrario, depotenzia la capacità del termine di “compattare” l’attività amministrativa⁶², optando per una soluzione che rende mobile la data entro cui deve concludersi il procedimento e tace sulle conseguenze del suo superamento. Già la semplice ricognizione delle disposizioni sui tempi, dunque, solleva il dubbio sulla loro idoneità a tracciare adeguati autolimiti alla durata dell’attività dell’autorità.

Il candidato responsabile, per l’operare di un insieme di variabili, in significativa parte indipendenti dalle sue scelte difensive, può veder posticipato il termine di conclusione del procedimento d’un numero di giorni di gran lunga più ampio di quello “base”, pari a duecento giorni decorrenti dal trentesimo giorno successivo alla notifica della lettera di contestazione (art. 195, co. 1, t.u.f.; art. 4, co. 1, reg. sanzioni).

Infatti: *i)* nell’ipotesi in cui il medesimo procedimento sia avviato nei confronti di più interessati, il termine – da considerarsi unico per tutti i destinatari – decorre dal trentesimo giorno successivo alla perfezione dell’ultima notificazione (art. 4, co. 2, reg. sanzioni); *ii)* il termine di conclusione è sospeso tra il momento della richiesta di accesso agli atti a quella in cui questi sono effettivamente messi a disposizione dell’istante (art. 5, co. 3, reg. sanzioni); *iii)* il termine di conclusione è sospeso, in caso di richiesta di differimento della data fissata per l’audizione del richiedente che ne abbia fatto richiesta (art. 5, co. 4, reg. sanzioni); *iv)* il termine di conclusione del procedimento è sospeso nei trenta giorni concessi agli indagati per replicare alla relazione tecnica sulle difese richiesta dall’Ufficio sanzioni ad altre unità organizzative della P.A., decorrente dal momento della recezione del documento da parte di ciascuno (art. 6, co. 3, reg. sanzioni); *v)* il termine è sospeso nei trenta giorni che il candidato responsabile ha a disposizione per replicare alla proposta sanzionatoria che l’Ufficio sanzioni ha trasmesso alla Commissione ai fini della decisione (art. 8, co. 3, reg. sanzioni).

Fermi i dubbi sulla idoneità garantistica in favore dell’incolpato di un termine mobile, quella “capacità” può dirsi sostanzialmente esclusa nei procedimenti “multiparte” in cui la posticipazione della data di conclusione del procedimento dipende, di fatto, da una scelta sostanzialmente incensurabile dell’amministrazione. Per il regolamento, invero, la P.A. può disporre la riunione di azioni punitive nei confronti di diversi soggetti anche per sole ragioni di opportunità e convenienza (art. 7, co. 1,

⁶¹ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 213.

⁶² G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 208.

reg. sanzioni)⁶³ e ciò anche se si discute d'una responsabilità che è rigorosamente personale, su cui non incide l'eventuale concorso di altri nell'illecito (art. 3 l. 689/1981).

Il secondo aspetto problematico della disciplina del termine di conclusione del procedimento, come anticipato, riguarda l'individuazione delle conseguenze del suo "sfondamento". Tema delicato, la cui soluzione condiziona in modo assai significativo la sua attitudine garantistica e rispetto cui la corte regolatrice⁶⁴ è assestata su d'una posizione antitetica rispetto a quella del giudice amministrativo e della dottrina⁶⁵. Infatti, da un lato, in modo pressoché unanime gli studiosi ed il giudice speciale⁶⁶ ritengono che la natura decadenziale del termine possa desumersi anche in via interpretativa, a fronte del silenzio del legislatore. Dall'altro, il giudice ordinario – che conosce le sanzioni di Consob – in vario modo lo esclude.

Per il giudice di Consob il superamento del termine finale non estinguerebbe il potere punitivo per due ragioni alternative. Per una prima prospettiva, il ritardo della P.A. non sortirebbe un effetto "preclusivo" perché l'interpretazione sistematica porterebbe ad attribuire al termine natura ordinaria. Da una seconda prospettiva, se non si dovesse condividere quella ricostruzione, il termine fissato dal regolamento sarebbe, comunque, influente perché andrebbe necessariamente applicato (*ex art. 5, all. E, l. 20 marzo 1865, n. 2248*)⁶⁷. Infatti, nel silenzio del legislatore l'atto normativo secondario non potrebbe incidere "negativamente" sull'impostazione della disciplina primaria che, appunto, nulla dicendo, escluderebbe l'esistenza di un dovere di celerità a carico della P.A. che disporrebbe addirittura d'un termine quinquennale per terminare le proprie attività⁶⁸. Il giudice di Consob, invero, ricava dalla disposizione sulla prescrizione del credito per il pagamento delle somme ingiunte un comodo appiglio testuale (art. 28 l. 689/1981)⁶⁹ per lasciare "mano libera" alla seconda.

L'insostenibilità della posizione della Corte regolatrice, di per sé evidente⁷⁰, risulta ancora contraria alle indicazioni della nostra Corte costituzionale. Questa, infatti, ha più volte ribadito l'ontologica funzione garantistica del termine di conclusione del procedimento ritenendo che, per essere idoneo allo scopo, deve essere "contenuto" ed il suo eventuale superamento sanzionato con la

⁶³ Per comodità di lettura si riporta il testo della disposizione richiamata «*L'Ufficio Sanzioni Amministrative, a condizione che ciò non determini un ritardo nella definizione dei procedimenti, può disporre la riunione di procedimenti nei casi in cui la violazione contestata sia stata commessa da più persone, in concorso o in cooperazione fra loro, ovvero se essa sia stata commessa da più persone con condotte indipendenti. La riunione dei procedimenti può essere altresì disposta qualora per la natura delle violazioni contestate sia opportuna una valutazione congiunta delle singole posizioni dei soggetti interessati*».

⁶⁴ Per una rigorosa e condivisibile analisi critica della giurisprudenza della Corte regolatrice, è d'obbligo rinviare a W. TROISE MANGONI, *Il potere*, cit., p. 175 ss.

⁶⁵ Sul punto, si rinvia, per alcuni riferimenti a ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 209. Per ulteriori indicazioni, si vedano, P. LUCCARELLI, *Profili*, cit., p. 66 ss.; E. BINDI, P. LUCCARELLI, A. PISANESCHI, *Le sanzioni*, cit., p. 585 ss.; A. SCOGNAMIGLIO, *I termini del procedimento (sanzionatorio) presi sul serio (nota a Cons. St., sez. VI, 19 gennaio 2021, n. 584)*, in www.giustiziainsieme.it; N. VETTORI, *Termini dei procedimenti sanzionatori delle Autorità indipendenti e principio di legalità*, in *Rivista di diritto pubblico* 2023, p. 821 ss.

⁶⁶ Tra le tante in tema di sanzioni, si veda, Cons. St., sez. VI, 29 gennaio 2013, n. 542.

⁶⁷ Cfr. Cass., 28 aprile 2022, n. 13337, cit.

⁶⁸ Cfr. Cass., 18 aprile 2018, n. 9517.

⁶⁹ Tra le più recenti si segnalano, Cass., 7 maggio 2024, n. 12323 e Cass., 11 gennaio, 2024, n. 1154, in *De Jure*. L'affermazione della Corte regolatrice risulta evidentemente errata in quanto postula che la disciplina sanzionatoria sia regolata esclusivamente dalla l. 689/198 e, perciò, sia tale da rimanere assolutamente insensibile alle prescrizioni delle normative settoriali. In particolare, il giudice trascura che tutte le autorità di vigilanza sono investite generalmente da vari atti avente valore di legge formale del potere di disciplinare con proprio regolamento i propri procedimenti amministrativi. Per una previsione relativa alle autorità di vigilanza finanziarie, che si affianca a quelle poste dagli specifici testi unici, si veda l'art. 24, co. 3, l. 28 dicembre 2005, n. 262.

⁷⁰ Per una critica alla posizione della Cassazione, si vedano anche le considerazioni sviluppate nella motivazione da Cons. St., sez. VI, 19 gennaio 2021, n. 584, in *De Jure*, § 8.3 ss. Come correttamente rileva il giudice amministrativo, decadenza e prescrizione sono istituti diversi – disciplinati in modo differente in ragione della loro funzione – e per ciò stesso le disposizioni poste per regolare i tempi nell'uno e nell'altro istituto non sono "estensibili".

decadenza dal potere punitivo. Per la Corte, infatti, solo una sollecita conclusione dell'attività amministrativa consente un appropriato esercizio del diritto di difesa nella successiva fase di revisione giudiziale⁷¹.

Le ragioni di effettività punitiva, che sono alla base dell'orientamento del giudice di Consob, peraltro, risultano contrarie alla stessa funzione difensiva del termine ed alla sua necessaria "contenuta" limitatezza che "attribuiscono" a tale elemento un carattere rigido ed inestensibile, al punto che il suo allungamento o, se si vuole, la sua "relativizzazione" non può essere disposta neppure dalla legge. Per la nostra Corte costituzionale, infatti, un'incomprimibile diritto di garanzia del soggetto passivo esclude che il legislatore possa disporre proroghe per ragioni di opportunità o di asseverata effettività della funzione reattiva, "allungando i tempi di conclusione di procedimenti già avviati"⁷².

⁷¹ Cfr. [Corte cost., 12 luglio 2021, n. 151](#), cit., i cui persuasivi brani, poi ripresi dalla successiva richiamata nel testo, si riportano. Per la Consulta «5. Nel procedimento sanzionatorio, riconducibile nel paradigma dell'agere della pubblica amministrazione, ma con profili di specialità rispetto al procedimento amministrativo generale, rappresentando la potestà sanzionatoria – che vede l'amministrazione direttamente contrapposta all'amministrato – la reazione autoritativa alla violazione di un precetto con finalità di prevenzione, speciale e generale, e non lo svolgimento, da parte dell'autorità amministrativa, di un servizio pubblico (Corte di cassazione, sezione seconda civile, sentenza 15 luglio 2014, n. 15825), l'esigenza di certezza, nella specifica accezione di prevedibilità temporale, da parte dei consociati, delle conseguenze derivanti dall'esercizio dei pubblici poteri, assume una rilevanza del tutto peculiare, proprio perché tale esercizio si sostanzia nella inflizione al trasgressore di svantaggi non immediatamente correlati alla soddisfazione dell'interesse pubblico pregiudicato dalla infrazione.

Infatti, in materia di sanzioni amministrative, il principio di legalità non solo, come evidenziato da questa Corte, impone la predeterminazione ex lege di rigorosi criteri di esercizio del potere, della configurazione della norma di condotta la cui inosservanza è soggetta a sanzione, della tipologia e della misura della sanzione stessa e della struttura di eventuali cause esimenti (sentenza n. 5 del 2021), ma deve necessariamente modellare anche la formazione procedimentale del provvedimento afflittivo con specifico riguardo alla scansione cronologica dell'esercizio del potere. Ciò in quanto la previsione di un preciso limite temporale per la irrogazione della sanzione costituisce un presupposto essenziale per il soddisfacimento dell'esigenza di certezza giuridica, in chiave di tutela dell'interesse soggettivo alla tempestiva definizione della propria situazione giuridica di fronte alla potestà sanzionatoria della pubblica amministrazione, nonché di prevenzione generale e speciale (...).

6. Alla peculiare finalità del termine per la formazione del provvedimento nel modello procedimentale sanzionatorio corrisponde una particolare connotazione funzionale del termine stesso. Mentre nel procedimento amministrativo il superamento del limite cronologico prefissato dall'art. 2 della legge n. 241 del 1990 per l'esercizio da parte della pubblica amministrazione delle proprie attribuzioni non incide ex se, in difetto di espressa previsione, sul potere (sentenze n. 176 del 2004, n. 262 del 1997), in quanto il fine della cura degli interessi pubblici perdura nonostante il decorso del termine, la predefinizione legislativa di un limite temporale per la emissione della ordinanza-ingiunzione il cui inutile decorso produca la consumazione del potere stesso risulta coesistente ad un sistema sanzionatorio coerente con i parametri costituzionali sopra richiamati.

6.1. A fronte della specifica esigenza di contenere nel tempo lo stato di incertezza inevitabilmente connesso alla esplicazione di una speciale prerogativa pubblicistica, quale è quella sanzionatoria, capace di incidere unilateralmente e significativamente sulla situazione giuridica soggettiva dell'incolpato, non risulta adeguata la sola previsione del termine di prescrizione del diritto alla riscossione delle somme dovute per le violazioni amministrative, previsto dall'art. 28 della legge n. 689 del 1981. Esso, al di là della varietà delle ipotesi ricostruttive cui la natura "ibrida" della nozione legislativa ha dato adito – che ne individuano l'oggetto ora nel diritto di credito dell'autorità competente, ora nell'illecito, ora nello stesso potere sanzionatorio – identifica il margine temporale massimo dell'inerzia dell'amministrazione, superato il quale l'ordinamento presume il venir meno dell'interesse pubblico a dare attuazione alla pretesa punitiva.

L'ampiezza di detto termine, di durata quinquennale e suscettibile di interruzione, lo rende inidoneo a garantire, di per sé solo, la certezza giuridica della posizione dell'incolpato e l'effettività del suo diritto di difesa, che richiedono contiguità temporale tra l'accertamento dell'illecito e l'applicazione della sanzione».

⁷² [Corte cost., 28 dicembre 2021, n. 260](#), cit.

6. Le problematiche relative alla fase istruttoria. Considerazioni sull'accesso ai documenti e sul contraddittorio

Se, a dieci anni dalla sentenza Grande Stevens, ci si chiede se siano state superate le problematiche della fase istruttoria, se ne deve dare una risposta verosimilmente negativa.

Il regolamento Consob relativo a questa parte del procedimento sanzionatorio, credo, presenti delle criticità concernenti sia l'esercizio del diritto "strumentale" d'accesso ai documenti amministrativi – esercitabile al fine di consentire un'adeguata difesa – sia il modo con cui si pretende si realizzi quella forma di confronto dialettico tra privato e P.A. nella fase istruttoria.

L'esame della normativa relativa al diritto a conoscere, in primo luogo, pare collidere con le indicazioni sovranazionali come integrate dall'interpretazione vincolante della giurisprudenza europea.

Il regolamento sanzioni – precisato che il diritto di difesa dei destinatari della lettera di contestazione comprende anche l'accesso agli atti (art. 5, co. 1, reg. sanzioni) – dispone che quest'ultimo si esercita richiedendo, rispettivamente, alla divisione che ha formulato la contestazione gli atti del procedimento sanzionatorio e all'ufficio sanzioni quelli ulteriori confluiti nel fascicolo istruttorio successivamente all'avvio del procedimento (art. 5, co. 3, reg. sanzioni).

Il testo della disposizione, quindi, prevede una forma di "concentrazione" dell'accesso sui documenti raccolti nel fascicolo, interpretata restrittivamente dagli uffici, che più volte si sono visti correggere la propria lettura da parte del Consiglio di Stato. Quest'ultimo, infatti, ha attribuito al diritto a conoscere dell'incolpato un'estensione più ampia di quella attribuitagli dalla P.A.

Per il massimo giudice amministrativo il dettato regolamentare non può comprimere il diritto strumentale (art. 24, co., l. 24 novembre 1990, n. 241), pena la violazione del diritto di difesa (ex art. 24 Cost.) che è una situazione giuridica soggettiva, comunque, prevalente rispetto ad ogni altra contraria esigenza di riservatezza⁷³. Sul presupposto della "superiorità" del diritto strumentale il giudice amministrativo ha "censurato" il rifiuto dell'amministrazione di mettere a disposizione del richiedente gli atti contenuti in fascicoli relativi a soggetti diversi nei cui confronti si procedeva per gli stessi illeciti contestati al primo⁷⁴, nonché relativi a fascicoli in cui si discuteva di un diverso titolo di responsabilità evincibile dai medesimi fatti⁷⁵ od ancora inerenti a prese di posizione dell'autorità sollecitate dagli organismi della società vigilata⁷⁶.

Ancora, per il giudice speciale l'obbligo di consegna innescato dalla domanda di accesso difensivo (art. 24, co. 7, l. 241/1990), per la sua funzione, costituisce esecuzione d'un dovere ineliminabile che non può essere neppure in parte escluso dal regolamento che l'autorità è abilitata ad adottare per disciplinarne i limiti e le modalità (art. 24, co. 1, l. 241/1990). Pertanto, ogni contraria disposizione deve essere disapplicata⁷⁷.

I profili critici della disciplina dell'accesso, ragionevolmente, sono però più ampi, non potendo ridursi il diritto a conoscere a quanto confluito nei fascicoli dei procedimenti sanzionatori. Credo, infatti, che quella pretesa a conoscere non sia limitabile ai documenti impiegati dall'amministrazione per fondare la specifica azione punitiva nei confronti di uno o più soggetti ma si estenda a tutti i documenti che la P.A. procedente ha raccolto nel corso delle attività prodromiche alla propria iniziativa e ciò anche se, poi, non impiegati ai fini dell'incolpazione⁷⁸.

⁷³ E. BINDI, P. LUCCARELLI e A. PISANESCHI, *Le sanzioni*, cit., p. 579 s.

⁷⁴ Nota precedente.

⁷⁵ Con riferimento ad un rifiuto di Banca d'Italia si veda anche, Cons. St. sez. VI, 16 maggio 2022, n. 3798, in *De Jure*.

⁷⁶ Cons. St., sez. VI, 6 luglio 2016, n. 3003, in *De Jure*.

⁷⁷ E. BINDI, P. LUCCARELLI e A. PISANESCHI, *Le sanzioni*, cit., p. 580.

⁷⁸ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., pp. 216-218.

Per quanto il giudice ordinario avversi sistematicamente quella conclusione⁷⁹ la massima estensione del diritto strumentale risulta confermata tanto dal diritto interno quanto da quello europeo.

Nella prima prospettiva è da escludere che la delimitazione del diritto d'accesso ricavabile dal regolamento sanzioni possa comprimere il diritto dell'incolpato ad ottenere documenti amministrativi. Infatti, l'accesso difensivo è riconosciuto al portatore d'un interesse giuridico qualificato all'acquisizione di atti e documenti ai fini della tutela delle proprie ragioni e ciò senza alcuna limitazione. La sola prospettazione dell'impiego per fini di difesa di quanto richiesto ne impone la consegna risultando escluso che la stessa possa essere subordinata all'esito di un giudizio di probabile utilità del materiale compiuto prima dalla P.A. e poi dal giudice⁸⁰.

Accesso difensivo ancora che può esercitarsi per acquisire tutto quanto raccolto, formato e conservato dalla P.A. poiché certamente non si può dubitare che quanto a disposizione della prima rientri nell'ampia definizione di documento amministrativo [ex art. 22, co. 1, lett. d), l. 241/1990]⁸¹.

Ponendosi nella seconda prospettiva si deve ricordare come la più ampia estensione del diritto d'accesso è riconosciuta dalla normativa dell'UE [art. 41, par. 2, lett. b), CDFUE], come integrata dall'interpretazione evolutiva della normativa convenzionale fornita dal Giudice di Strasburgo [art. 52, par. 3, CDFUE, art. 6, par. 3, lett. b), CEDU].

La Corte europea, da tempo, afferma che il diritto a conoscere comprende ogni documento che l'autorità ha ottenuto in esito alla sua attività d'indagine anche se poi non tutto è stato ritenuto rilevante per la formulazione della contestazione⁸². Infatti, l'esame dell'intera documentazione raccolta ben potrebbe consentire al soggetto passivo il reperimento di argomenti difensivi o di elementi di prova dell'esistenza di fatti escludenti la responsabilità. Accesso esteso che può rivelarsi tanto più utile per l'incolpato solo si considera che la P.A. si avvale di strumenti acquisitivi di cui non dispone il privato e che consentono di mettere a disposizione elementi che quest'ultimo altrimenti non

⁷⁹ Cfr. Cass., 28 aprile 2022, n. 13337, cit. Per questa deve escludersi che il diritto al contraddittorio nel procedimento amministrativo implichi l'accesso indiscriminato a tutto il materiale raccolto dalla P.A., dovendosi ritenere soddisfatta la garanzia difensiva con la contestazione degli addebiti e l'eventuale ostensione degli atti raccolti dalla P.A. Nella pronunzia, peraltro, si legge che il procedimento delineato dalle norme Consob, «non viola l'art. 6, § 1, della Convenzione Europea dei diritti dell'uomo, perché questo esige solo che, ove detto procedimento non offra garanzie equiparabili a quelle del processo giurisdizionale, l'incolpato possa sottoporre la questione della fondatezza dell'«accusa penale» a un organo indipendente e imparziale, dotato di piena giurisdizione, come la disciplina nazionale gli consente di fare tramite l'opposizione alla Corte d'appello». Il giudice – rifiutando un'interpretazione costituzionalmente orientata dal combinato disposto dell'art. 117, co. 1, Cost. e dell'art. 6 CEDU della normativa processuale – prosegue sostenendo che anche nel giudizio di opposizione l'istante ha la possibilità d'ottenere quanto raccolto dalla P.A. e «legislativamente» sufficiente ai suoi fini. La legge, infatti, garantisce e nel contempo delimita quel diritto disponendo che nel giudizio di opposizione «l'amministrazione è tenuta a depositare esclusivamente copia del rapporto, con gli atti relativi all'accertamento e alla contestazione o notifica della violazione (art. 6 d.lgs. 150/2011)». Ulteriormente, nel giustificare una limitazione della domanda di acquisizione la Corte sottolinea come il giudice dell'opposizione non sia tenuto ad accogliere una massiva richiesta d'esibizione del materiale raccolto dalla P.A. in quanto ogni richiesta istruttoria formulata nel processo «è condizionata da un giudizio di rilevanza dei documenti, riservata» al magistrato. Facoltà quest'ultima che risulterebbe confermata dagli dalla CEDU. Alla Corte, infatti, non sembra possibile ricavare dall'art. 6 della Convenzione «un'obbligo incondizionato di dar corso all'assunzione di qualsivoglia mezzo istruttorio articolato dalla parte, a prescindere da una valutazione di rilevanza dei fatti da provare, atteso che, da un lato, l'art. 6 cit., pur garantendo il diritto ad un processo equo, non contiene alcuna disposizione riguardante il regime di ammissibilità delle prove o sul modo in cui esse dovrebbero essere valutate, trattandosi di questioni rimesse alla regolamentazione della legislazione nazionale, dall'altro, la necessità, da parte del giudice, di scrutinare la rilevanza ed ammissibilità dei singoli mezzi proposti dalla parte si coniuga ed è coerente con i principi della ragionevole durata del processo, con cui collide l'espletamento di attività processuali non necessarie o superflue ai fini della pronuncia».

⁸⁰ Cons. St., sez. II, 28 marzo 2023, n. 3160 e Cons. St., sez. IV, 14 dicembre 2021, n. 8327, in *De Jure*.

⁸¹ L'art. 3.10.5 del Manuale di gestione di Consob, infatti, prevede che la documentazione acquisita in sede ispettiva è sottoposta a scansionamento in conformità all'originale ed acquisita in un *database*.

⁸² Corte EDU, 15 gennaio 2009, Ric. n. 8927/02, *Sharomov c. Russia*, § 47.

potrebbe ottenere. Pertanto, la sua più ampia estensione costituisce estrinsecazione di una di quelle agevolazioni che il diritto sovranazionale impone siano garantite al candidato responsabile potendo contribuire ad escludere il “sospetto” dell’illecito⁸³. In secondo luogo, se non ci si inganna, l’intera disciplina Consob dedicata alla fase istruttoria “collide” – o, quanto meno entra in frizione – con le indicazioni della normativa sovranazionale – come integrata dalla giurisprudenza europea – relativa all’attuazione del principio del contraddittorio. Non sembra, infatti, che in questa fondamentale fase del procedimento – in cui si pongono le basi per la decisione – sia data all’incolpato la possibilità d’incidere effettivamente sulla formazione e selezione degli elementi che condurranno alla definizione della determinazione finale. L’esame della normativa solleva un problema ben più ampio di quello del limitato spazio riconosciuto dal regolamento all’audizione del soggetto passivo (art. 5, co. 1, reg. sanzioni)⁸⁴, considerata occasione in cui si sviluppa l’attività difensiva⁸⁵.

⁸³ Dunque, pare ragionevole ritenere che l’interpretazione costituzionalmente orientata della normativa sul processo di opposizione (art. 195 t.u.f.) ne imponga una integrazione ed il riconoscimento all’opponente del diritto all’esibizione – se richiesto – anche di tutto il materiale raccolto da Consob. Asserite esigenze di celerità processuale non possono giustificare alcuna compressione del diritto di difesa, tanto più quando eventuali argomenti potrebbero essere tratti dalla lettura dell’atto di costituzione in giudizio dell’autorità. È subito da segnalare come una simile opzione interpretativa – in sintonia con l’art. 6, § 3, lett. b), CEDU, che impone di garantire all’incolpato tutte le agevolazioni necessarie alla sua difesa – potrebbe portare al superamento di quell’irragionevole diversità di trattamento riservato a chi impugna le sanzioni di Consob rispetto a chi reagisce a quelle comminate da altre autorità (AGCM, AGCOM, ARERA, ART). È, infatti, noto che la disciplina del processo amministrativo (art. 116, co. 2, c.p.a.) consente la proposizione dell’domanda d’accesso anche nel corso del giudizio di impugnazione, innestando in quello, una fase autonoma, in cui è discussa solo l’estensione del dovere della P.A. di rilasciare quanto richiesto e non la concreta utilità del domandato rispetto alla soluzione della controversia. Deve evidenziarsi come tale eventualità non pare collidere con la circostanza che il giudizio dell’accesso spetta al giudice amministrativo. Infatti, le disposizioni costituzionali sulla giurisdizione non segnano confini rigidi (art. 103 Cost.) – che, peraltro, paiono ancora più elastici nel caso dell’accesso – ricompreso nella legislazione esclusiva per l’imbricazione di diritti ed interessi legittimi. Pertanto, l’attribuzione al giudice delle opposizioni della cognizione sulle domande di accesso svolte nel processo in cui si discute della legittimità della sanzione si pone come un correttivo necessario alla scelta di conservare – in via eccezionale alla giurisdizione ordinaria – il sindacato su d’un provvedimento di natura discrezionale, in attesa, d’un ritorno dell’impugnazione di queste sanzioni nell’ambito della giurisdizione amministrativa, come auspicato da E. BINDI, *Il giudizio*, cit., p. 308 ss.

Per la dimostrazione della natura discrezionale dei provvedimenti sanzionatori delle autorità di vigilanza, si veda G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 49 ss. Per la natura discrezionale del potere sanzionatorio, si segnala Corte di giustizia, sez. I, 26 settembre 2024, C-768/21, *Land Hessen*, §§ 37 ss. Il giudice europeo, nel prendere posizione sulla natura del potere sanzionatorio delle autorità amministrative indipendenti poste a garanzia del rispetto della normativa a tutela dei dati personali, infatti, ha escluso l’esistenza d’un obbligo della P.A. di comminare una sanzione a fronte della rilevazione d’un’infrazione riconoscendole un margine d’apprezzamento in merito a come intervenire e se, eventualmente, punire. La pronuncia pregiudiziale appare di evidente interesse perché ha come termine di riferimento una normativa strutturata sulla falsariga di quelle di matrice europea dei mercati finanziari e, così, fa tramontare l’idea radicata nella giurisprudenza ordinaria che il provvedimento sanzionatorio pecuniario abbia la sola funzione d’accertare l’esistenza d’un credito dell’amministrazione sorto in conseguenza della violazione, Cfr. M. CLARICH, *Manuale*, cit., p. 267. Per una critica a tale impostazione, funzionale alla svalutazione del ruolo e della funzione del procedimento amministrativo, si veda G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 149 ss. Anche la giurisprudenza amministrativa da tempo esclude la natura vincolata del potere sanzionatorio. Per il Consiglio di Stato (Cons. St., sez. VI, 29 gennaio 2013, n. 542, cit.), infatti, i provvedimenti punitivi delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari «sono dotati di un tasso di discrezionalità coesistente alla loro natura, sia in ordine all’accertamento dei fatti ed alla loro qualificazione giuridica (per i quali esiste una accentuata discrezionalità tecnica) sia in ordine alla quantificazione delle sanzioni». La natura discrezionale del potere punitivo di Consob, oggi, risulta indubbiamente, peraltro, confermata dalla novellazione del t.u.f. operata dall’art. 23 l. 5 marzo 2024, n. 21. Con quest’ultimo intervento è stato inserito nel documento normativo il nuovo art. 196-ter, che abilita la Commissione, ove tempestivamente richiesta, a valutare se concludere il procedimento rendendo obbligatori gli impegni proposti dal candidato responsabile, e, dunque, senza l’applicazione della sanzione.

⁸⁴ E. BINDI, *op. cit.*, p. 135 ss.; LUCCARELLI, *Profili*, cit., p. 61 s.

⁸⁵ La disposizione richiamata, rubricata «Diritto di difesa», stabilisce che «I destinatari della lettera di contestazione degli addebiti, esercitano il proprio diritto di difesa nella fase istruttoria (...) mediante la presentazione di deduzioni scritte, documenti (...) nonché l’audizione personale in merito agli addebiti contestati».

Tanto il testo della disposizione quanto la sua applicazione paiono ispirate dalla “filosofia” della compressione dei margini d’una effettiva interazione tra l’imputato e l’ufficio preposto all’istruttoria, con conseguente marginalizzazione d’incisività di questa fase. Un’ontologica differenza tra procedimento e processo escluderebbe in assoluto che alcune garanzie che caratterizzano il secondo possano, anche in parte, essere garantite nel primo.

Il contraddittorio amministrativo, in particolare, sarebbe necessariamente parziale per la prevalenza dell’interesse pubblico punitivo⁸⁶ cui si accorderebbe un’almeno temporanea superiorità poiché il confronto tra privato e P.A. si sviluppa innanzi ad una “articolazione” della seconda. Solo successivamente, dopo la comminatoria della sanzione, nel corso del processo d’impugnazione del provvedimento affittivo di fronte ad un giudice, sarebbe possibile riconoscere al punito tutte le prerogative difensive prima negate od assolutamente comprese per garantire la speditezza dell’azione amministrativa⁸⁷.

La ricognizione normativa, così come la sua corrente interpretazione, mette in dubbio che al privato sia consentito confrontarsi su d’un piano di tendenziale parità con la “tesi” proposta nell’atto di contestazione e, quindi, d’essere parte di un confronto dialettico con la divisione che ritiene fondato l’addebito⁸⁸. Infatti, le disposizioni Consob sull’istruttoria parrebbero prestare poco più d’un mero ossequio formale ai principi e alle disposizioni sovranazionali cui si ispira la legge sul risparmio (art. 24 l. 262/2005), con conseguente svilimento del procedimento a mera ritualità teatrale⁸⁹... praticamente inutile⁹⁰.

Una prima conferma della “criticità strutturale” si trae dalle disposizioni sul responsabile del procedimento, figura investita d’un ruolo fondamentale a garanzia dell’imparzialità dell’azione amministrativa.

Questa parte della normativa, infatti, pare voler ridurre significativamente i suoi margini di manovra ed apprezzamento. Infatti sembra volergli riservare una funzione limitata di “conduzione” delle varie sottofasi procedurali (fissazione della data dell’audizione; trasmissione delle controdeduzioni dell’ufficio o, prima, degli approfondimenti “istruttori” elaborati dalle divisioni al soggetto passivo; trasmissione delle proprie valutazioni conclusive). Pertanto la sua proposta finale per la Commissione non sembra potersi considerare frutto d’una imparziale considerazione degli argomenti difensivi “spesi” dall’imputato⁹¹.

L’aulica enunciazione secondo cui l’Ufficio sanzioni – tramite il responsabile del procedimento – assicura «(...) *il legittimo, adeguato, completo e tempestivo svolgimento dell’istruttoria, garantendo l’effettività del diritto di difesa dei destinatari della lettera di contestazione degli addebiti e del contraddittorio*» (art. 2, co. 2, reg. sanzioni), risulta contraddetta dalle disposizioni successive⁹². Quelle, infatti, gli assegnano compiti valutativi (formali) della documentazione, delle difese scritte del soggetto passivo, del contenuto della sua audizione perché lo privano di un proprio autonomo potere svolgere indagini e verifiche (art. 6, co. 1, reg. sanzioni).

Il regolamento – che tace sulla possibilità che il responsabile del procedimento conduca in proprio degli accertamenti sui fatti o sulla colpevolezza – prevede che ogni necessario chiarimento ed ogni altro “meritevole approfondimento” sulle difese dall’indagato sia svolto prioritariamente per

⁸⁶ Cfr. Cass., 28 aprile 2022, n. 13337, cit., assunto da cui la giurisprudenza tra la natura collaborativa e non oppositiva della relazione che si instaura tra le parti del procedimento sanzionatorio.

⁸⁷ Cfr. A. PISANESCHI, *La sentenza*, cit., p. 68.

⁸⁸ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 183 ss.

⁸⁹ Cfr. F. MERUSI, *Per il ventennale della legge sul procedimento amministrativo*, in *Rivista di diritto pubblico*, 2010, p. 941 ss.

⁹⁰ E. BINDI, *Il giudizio*, cit., p. 290.

⁹¹ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, loc. ult. cit.

⁹² G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 220 ss.

tramite della divisione che ha formulato le contestazioni (art. 6, co. 2, reg. sanzioni). Dunque l'apporto istruttorio del primo risulta depotenziato e condizionato da valutazioni "esterne", perché il superamento dei dubbi dipende da quanto scriverà nella sua relazione tecnica la divisione che s'è persuasa dell'esistenza della violazione, cui si richiede, nella sostanza, il compimento di una sorta di revisione autocritica del proprio risultato alla luce delle difese dell'incolpato.

Il richiamato silenzio del regolatore ha consentito la formazione d'una prassi che esclude che il responsabile del procedimento possa riscontrare l'attendibilità della prospettazione dell'accusa attraverso verifiche incrociate sulla correttezza della formazione delle prove poste a fondamento della prima, con conseguente emersione d'un'ulteriore profilo di contrasto tra la normativa subprimaria e le indicazioni europee (art. 4 CDFUE) nel significato ricostruito avendo riguardo all'interpretazione autentica dell'art. 6 CEDU fornita dalla giurisprudenza convenzionale.

Infatti, da quella prassi deriva la negazione all'incolpato del diritto d'esaminare e far riesaminare gli elementi impiegati per fondare l'addebito di responsabilità, qualunque essi siano (art. 6, par. 2, CEDU). Come è noto, da tempo il giudice di Strasburgo riconosce un significato ben più ampio alla prerogativa testualmente prevista dell'esame dei testimoni⁹³: ammette, invero, che quella comprenda il diritto di rivedere ogni elemento impiegato dall'accusa e, dunque, anche le dichiarazioni di tecnici o periti⁹⁴ o di verificare la genuinità delle prove documentali od il modo della loro formazione⁹⁵.

L'impostazione riferita – che ammette un contraddittorio limitato nel presupposto d'un'obiettiva attendibilità del corredo probatorio raccolto dalla divisione cui si deve la lettera di contestazione⁹⁶ – spiega, ragionevolmente, anche il perché della marginalizzazione dell'audizione. Cioè della sua riduzione da momento di confronto a mera occasione di raccolta di informazioni supplementari da parte della P.A.

Infatti, quella scelta riduttiva risulta coerente con il postulato secondo cui nel procedimento punitivo avrebbe un rilievo secondario l'interesse dell'incolpato a scongiurare la sanzione e che porterebbe al punto di subordinare l'ammissibilità di ogni attività al rispetto d'un principio da cui discenderebbe la funzionalizzazione della prima alla soddisfazione dell'interesse punitivo della P.A. Il richiamo al «rispetto del principio della leale collaborazione delle parti con la Consob» (art. 5, co. 4-bis, reg. sanzioni) ragionevolmente si spiega postulando una graduazione degli interessi.

Fermo il dubbio di fondo sulla scelta normativa dell'amministrazione, è da segnalare come quella pretesa limitazione "funzionalizzante" della difesa del candidato responsabile non trovi riscontro nel diritto interno, il cui silenzio evidenzia l'inappropriatezza del richiamo ad un principio riferibile solo, al più, ai procedimenti pretensivi ma non a quelli contenziosi⁹⁷.

⁹³ Cfr. Corte EDU, 2 ottobre 2002, Ric. n. 34209/96, *SN c. Svezia*, § 45.

⁹⁴ Corte EDU, 26 marzo 1996, Ric. n. 20524/92, §§ 81 s., *Doorson c. Olanda*.

⁹⁵ Corte EDU, 5 giugno 2009, Ric. n. 6293/04, § 158 s., *Mirilashvili c. Russia*.

⁹⁶ Particolare attendibilità, che viene riconosciuta anche dalla giurisprudenza alle parti valutative dei rapporti ispettivi e che esprime una preferenza/deferenza del magistrato italiano agli apprezzamenti delle autorità di vigilanza, apprezzati per la loro provenienza e dunque reputati, in principio, affidabili. Pertanto, la particolare attendibilità del risultato dell'attività ispettiva porta in modo naturale ad escludere che l'ufficio della medesima amministrazione possa sottoporlo ad una rivalutazione. Per una condivisibile critica all'impostazione surriferita per la sua contrarietà alla disciplina della CDFUE e della CEDU, si veda F. GOISIS, *Valutazioni*, cit., pp. 696-698.

⁹⁷ Per l'esclusione dell'esistenza d'un obbligo di collaborazione con l'autorità dei soggetti passivi d'un procedimento amministrativo e per l'affermazione di un diritto a non cooperare alla propria incolpazione, si veda Corte cost., 30 aprile 2021, n. 84, cit., § 3.3 delle considerazioni in diritto. La conclusione sia pur espressa in occasione della valutazione di legittimità costituzionale relativa ad una norma che sanzionava la mancata collaborazione con Consob, sembra avere una importanza che trascende il caso. La Consulta, infatti, conferma come nel caso di contrapposizione di posizioni tra privato e P.A. non sia consentito, neppure alla legge, subordinare le ragioni del primo a quelle della seconda anche quando quest'ultima agisce per garantire la legittimità delle condotte e la scoperta e repressione degli illeciti o, come

Come è noto, infatti, la legge sul risparmio considera separatamente l'uno e l'altro indicando i diversi criteri cui quelli devono essere improntati. La disposizione dedicata ai procedimenti ad incidenza puntuale (art. 24 l. 262/2005) impiega nel suo primo comma il termine "partecipazione", inteso, nel suo significato comune, come indicativo dell'apporto del privato ai procedimenti di carattere ampliativo o comunque in cui il primo non ha una posizione oppositiva. Insieme nel cui ambito, appunto, si può immaginare lo spazio per una collaborazione "leale" perché il richiedente ha un interesse ad orientare la P.A. ad accordargli ciò che desidera e l'ultima opera per accordare ciò che le si richiede se sussistono le condizioni contemplate dalla legge.

Impiega, invece, nel suo secondo comma, il termine "contraddittorio", quando esplicita i principi cui sono improntati i procedimenti a carattere contenzioso, tra cui sono ricompresi quelli sanzionatori. Insieme caratterizzato dal fatto che, nel corso di questi, privato e P.A. sono posizionati su fronti contrapposti e non si possono ammettere compressioni difensive o forme di funzionalizzazione delle attività del primo o un loro asservimento all'interesse della seconda per ragioni di efficienza della funzione amministrativa⁹⁸.

7. Contraddittorio e separazione tra funzione istruttoria e decisoria. Il profilo problematico della "terziarietà"

La distinzione tra fase istruttoria, affidata al responsabile del procedimento, e fase decisoria, di competenza dell'organo di vertice della Commissione, porta a riflettere su un ulteriore aspetto problematico evidenziato dalla sentenza Grande Stevens: l'idoneità della disciplina regolamentare a garantire una reale separazione tra chi "indaga e chi decide". Dunque, la sua capacità di realizzare un assetto tale da garantire un livello di imparzialità amministrativa "orientato alla terziarietà" rispetto alle posizioni in conflitto e tale da rendere quanto più obbiettivo il risultato finale in quanto, appunto, definito all'esito d'un esame equidistante delle posizioni delle parti.

Richiamando un arresto più recente della Corte di Strasburgo⁹⁹, quindi, ci si può chiedere se la disciplina Consob preveda adeguate «*misure di salvaguardia*» che consentano di superare il dato oggettivo, rappresentato dal fatto che il servizio sanzioni e la Commissione sono parte della stessa amministrazione.

Come autorevolmente evidenziato¹⁰⁰, un reale contraddittorio – in grado di incidere effettivamente sulla determinazione finale – postula l'attuazione del principio della separazione espressamente menzionato dalla legge sul risparmio (art. 24, co. 2, l. 262/2005). Principio strumentale che richiede che l'incolpato sia ascoltato da un organo almeno apparentemente non condizionabile da chi ha svolto la precedente fase ma solamente dai risultati dell'istruttoria infraprocedimentale e che, quindi, decida sulla base di quelli.

Ragionevolmente il tema delle «*misure di salvaguardia*» è stato erroneamente trascurato e non può essere svalutato ora richiamando la forza della revisione giudiziale, ora evidenziando come l'unicità dell'amministrazione cui appartengono le "strutture" che svolgono il procedimento impedisca di trarre da eventuali carenze un qualche effetto invalidante del provvedimento finale.

Non persuadono gli argomenti impiegati dal giudice ordinario per negare che nel confronto procedimentale tra privato e P.A. possa presentarsi in assoluto il problema dell'imparzialità/terziarietà

nel caso dei procedimenti sanzionatori avviati, verificare l'attendibilità dell'accertamento che è alla base dell'atto di contestazione.

⁹⁸ F. GOISIS, *La tutela del cittadino*, cit., p. 5.

⁹⁹ Corte EDU, 10 dicembre 2020, Ricc. nn. 68954/13 e 70495/13, *Edizioni del Roma c. Italia*, § 64.

¹⁰⁰ N. LONGOBARDI, *Equivoci in tema di autorità amministrative indipendenti. I nodi vengono al pettine*, in *P.A. Persona amministrazione*, n. 1, 2022, p. 210 ss.

dell'organo decidente perché in quella sede non sarebbe immaginabile un contraddittorio orizzontale che è proprio del processo. Non convince, in particolare, la distinzione (posta a base della negazione) tra quel tipo di confronto e quello diverso di natura verticale proprio del procedimento, caratterizzato da una contrapposizione tra privato e P.A. e, non come nel processo, tra privato e P.A. di fronte ad un giudice terzo¹⁰¹.

L'appartenenza alla stessa amministrazione tanto dell'ufficio istruttore che del collegio decidente non è verosimilmente sufficiente per attribuire alle disposizioni sull'organizzazione una rilevanza meramente formale. Ulteriormente quella caratteristica non permette di riqualificare l'apporto del privato al procedimento in termini di «(...) *funzione collaborativa, partecipativa e non difensiva*» del destinatario dell'atto di contestazione¹⁰².

Ancora quella distinzione non è sufficiente per escludere – nella sostanza – qualunque rilevanza funzionale sia del procedimento che delle valutazioni della P.A. perché ogni attività o verifica potrebbe essere non solo ricontrollata ma anche per la prima volta compiuta nel corso del processo d'opposizione in quanto il suo oggetto non sarebbe l'atto ma il rapporto¹⁰³.

L'erroneità della posizione giurisprudenziale¹⁰⁴ risulta confermata dalla considerazione del tipo di attività richiesta alla P.A. investita d'una funzione punitiva e dalla peculiare natura del provvedimento che la conclude. Attività e determinazione finale che sono orientati dal principio del contraddittorio a cui presidio, a livello organizzativo, è posto quello della distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie¹⁰⁵.

La conclusione secondo cui le autorità indipendenti non sono giudici, per difetto della c.d. "terziarietà"¹⁰⁶, non giustifica né la svalutazione del contraddittorio né della separazione.

I procedimenti contenziosi, infatti, per essere concepiti per consentire alla P.A. la verifica delle condizioni previste dalla legge per l'applicazione d'una regola giuridica (e non per operare scelte di valore), sono per ciò strutturati in modo tale da dar rilievo al «*conflitto d'interessi od opinioni*»¹⁰⁷ nel modo più rigoroso¹⁰⁸. Questo perché la P.A. è chiamata al compimento di un accertamento in senso giuridico su correttezza delle condotte al pari di quanto accade quando un organo dell'amministrazione è investito della decisione di un ricorso amministrativo¹⁰⁹. In tale prospettiva le garanzie

¹⁰¹ M. CLARICH, *Garanzie del contraddittorio e tutela giurisdizionale in tema di sanzioni delle Autorità amministrative indipendenti nel settore finanziario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2021, I, p. 100 ss.

¹⁰² Tra le molte, Cass., 28 agosto 2023, n. 25348 e Cass., 21 febbraio 2020, n. 4600, in *De Jure*.

¹⁰³ Cfr. M. CLARICH, *Garanzie*, cit., p. 104.

¹⁰⁴ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 221 ss.

¹⁰⁵ N. LONGOBARDI, *op. cit.*, pp. 216-217.

¹⁰⁶ Cfr. [Corte cost., 31 gennaio 2019, n. 13](#), § 5 delle considerazioni di diritto.

¹⁰⁷ N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 225, richiamando NIGRO, voce *Decisioni amministrative*, in *Enc. dir.* XI, Milano, 1962, p. 813.

¹⁰⁸ N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 226.

¹⁰⁹ È pacifico che i ricorsi amministrativi sono rimedi non giurisdizionali – tradizionalmente ricompresi nella giustizia amministrativa – che costituiscono "misure" di protezione a favore di chi si reputa leso da un provvedimento od un comportamento di una P.A. Cfr. M. IMMORDINO, *I ricorsi amministrativi*, in G. SCOCA (a cura di), *Giustizia amministrativa*, Torino, 2018, p. 598. La presentazione del ricorso obbliga l'amministrazione a risolvere una situazione controversa che vede contrapposto alla P.A. un soggetto che lamenta la lesione d'una situazione giuridica protetta con una decisione funzionale alla eventuale reintegrazione della posizione violata e non alla c.d. "composizione o selezione d'interessi". Nel porre l'accento sulle caratteristiche di questa attività diretta alla risoluzione dei conflitti affidata alla P.A. la dottrina – A. TRAVI, *Lezioni di giustizia amministrativa*, Torino, 2023, p. 148 – peraltro sottolinea come la loro «*collocazione nell'ambito della funzione amministrativa non deve (...) far passare in secondo piano la specificità della funzione amministrativa attivata da un ricorso*» in quanto strumenti di tutela di interessi qualificati quali interessi legittimi e diritti soggettivi. Dunque, si può aggiungere che la "qualità della prestazione" attesa non possa dipendere dalla circostanza che sia resa tramite un atto amministrativo od una sentenza e, quindi, non possa prescindere da un effettivo contraddittorio. Ulteriormente risulta sostenibile che la qualità della decisione possa essere inficiata dal difetto di una distanza dalla questione controversa equivalente a quella che garantisce la terziarietà del giudice rispetto alla causa o

organizzative s'impongono e devono essere rigorosamente osservate perché la natura contenziosa del procedimento – conseguenza del conflitto di interessi tra P.A. e privato – impone di scindere l'interesse che è alla base dell'istituzione da quello specifico della stessa amministrazione alla soluzione del conflitto, da raggiungere tramite una «*considerazione formalmente garantita degli interessi delle parti*»¹¹⁰. Come anticipato pare dubbio che la normativa di Consob contempli adeguate «*misure di salvaguardia*», evidenziando una continuità /osmosi tra le valutazioni dell'unità che ha curato la contestazione, l'ufficio sanzioni e il collegio che va ben oltre la possibile richiesta d'una relazione integrativa (art. 8, co. 7, reg. sanzioni). Si, prevede che il direttore generale – soggetto che controfirma l'atto di contestazione (art. 4, co. 1, reg. sanzioni) – assiste il collegio nel corso delle proprie riunioni (art. 27, co. 1, reg. org. e funz.) e, dunque, anche in quelle in cui viene assunta la decisione conclusiva del procedimento¹¹¹.

Il principio di separazione sembra ulteriormente sconosciuto da altre disposizioni che rendono dubbia la possibilità d'escludere un potenziale condizionamento da parte di chi si è persuaso della violazione su chi decide. Il regolamento di organizzazione, invero, prevede che il comitato tecnico, struttura interna incaricata di redigere l'ordine del giorno delle riunioni dell'organo decisionale e vagliare le proposte che gli uffici trasmettono alla Commissione (art. 29 reg. org. e funz.), è presieduto dal direttore generale che – si ricorda – è il dirigente che controfirma l'atto di contestazione¹¹².

8. Problematiche della fase decisionale

L'ultimo passo segnalato della sentenza Grande Stevens stimola, in fine, a riflettere sulle criticità della fase decisionale – in particolare, quelli che io ho indicato come parametri del potere punitivo¹¹³ – con il suo richiamo al principio di innocenza¹¹⁴.

Il richiamo a quel grande tema, invero, offre l'occasione per allargare l'orizzonte e considerare gli altri non meno rilevanti e discussi quali: quello del rigore probatorio richiesto ai fini della dimostrazione della sussistenza dell'illecito; quello della scelta del diritto applicabile in caso di sopravvenienza d'una legge più favorevole rispetto all'accadimento del fatto; quello del rispetto e della puntuale osservanza dei criteri normativi di determinazione della sanzione, a limitazione della discrezionalità nella fase della sua quantificazione¹¹⁵.

che l'impossibilità di raggiungere un medesimo livello di distanza consenta una svalutazione di ogni presidio organizzativo, mirante ad orientare alla terzietà l'azione amministrativa. Sull'amministrazione giudiziale, è d'obbligo rinviare a V. CERULLI IRELLI, *Amministrazione e giurisdizione*, in *Giustizia e Costituzione*, 2019, spec. pp. 1831-1836.

¹¹⁰ N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 225.

¹¹¹ Interferenza della divisione che ha contribuito all'avvio del procedimento o del Direttore generale che ha controfirmato l'atto di contestazione che rendono dubbia –almeno nella prospettiva europea- la imparzialità della Commissione e la validità stessa delle sue decisioni. La Corte UE, dall'operatività dell'art. 41 CDFUE, trae che il difetto di imparzialità oggettiva risulta accertato quando un componente d'un organismo si sia già espresso sul tema oggetto di decisione, poiché l'ultimo è astrattamente in grado d'esercitare un'influenza potenzialmente decisiva, per il fatto stesso di poter interloquire è ciò, dunque anche se non è in grado di condizionare la decisione (Corte di giustizia, 2024, C-291P, § 72, 74,76,79). Dall'emersione del difetto procedurale, quindi consegue – senza che sia addossato al ricorrente l'onere di apportare a argomenti di prova a sostegno della parzialità (§ 80).

¹¹² Direttore generale che, peraltro, in quanto responsabile verso il Presidente delle attività strumentali dell'istituto e dei relativi risultati è abilitato ad impartire direttive ai servizi [art.27, co. 1, lett. h), reg. org. e funz.] e perciò è astrattamente in grado di incidere – individuando obbiettivi e priorità – sull'attività dell'Ufficio sanzioni incaricato dell'istruttoria dei procedimenti punitivi.

¹¹³ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 95 ss.

¹¹⁴ Vedi nota 8.

¹¹⁵ Non ritengo, invece, che si debba trattare in questa sede della portata del principio del *ne bis in dem*, considerato il suo atteggiarsi ad elemento ostativo alla decisionale o, se si vuole, concentrando quest'ultima su d'una determinazione

Come anticipato, la pronuncia evidenzia la necessità che la decisione venga resa da un organo i cui componenti «*non partono dall'idea preconcepita che l'imputato abbia commesso il fatto contestato*» e che, nel dubbio, deve prevalere la presunzione di non colpevolezza. Indicazioni che, al solito, per effetto della disposizione interpretativa (art. 52, par. 3, CFDUE) valgono anche per il diritto di origine comunitaria e devono intendersi estese anche alle sanzioni amministrative¹¹⁶. Dunque, si può ricavare che gli Stati devono garantire – e le amministrazioni di settore assicurare – che la decisione punitiva sia assunta da un organo deliberante che, partendo da una posizione di imparzialità/terziarietà, verifichi la “riferibilità” dell’illecito al candidato responsabile¹¹⁷, senza impiegare scorciatoie probatorie, all’esito d’uno scrutinio rigoroso.

Nella pratica la Commissione – confortata dal suo giudice – fa ampio uso delle presunzioni e, in particolare, di quella relativa alla sussistenza dell’elemento soggettivo.

La colpa del candidato responsabile non si reputa debba essere mai provata perché si ritiene di poter ricavare dall’art. 3 l. 689/1981 una presunzione *iuris tantum* di colpevolezza per il fatto oggetto d’addebito. La lettura “ortopedica” della disposizione generale richiamata, in altri termini, attribuisce al legislatore la volontà d’una sua “incorporazione” nella condotta oggetto di contestazione e, quindi, ad una sostanziale oggettivizzazione della responsabilità¹¹⁸. Colpa perciò che si presume

procedurale anche per quanto riguarda l’eventuale sussistenza degli elementi che ne consentono, secondo la stessa giurisprudenza europea, successiva alla sentenza Grande Stevens, di derogarvi. Infatti, l’autorità che dovesse riscontrare la pregressa celebrazione di un procedimento punitivo per gli stessi fatti per cui procede – e non rileva delle condizioni ostative alla sua applicazione – deve concludere la propria azione con un provvedimento d’archiviazione. La Consulta (*Corte cost.*, 16 giugno 2022, n. 149, § 5.1.1 delle considerazioni in diritto), ricordato che la lettura dell’art. 50 CDFUE, deve interpretarsi – per rispetto alla normativa ricadente nelle materie dell’UE – nei termini fissati dall’art. 7, protocollo 4, CEDU, è costante nel ricordare che «(..) *già in base al dato letterale di tale disposizione, la garanzia convenzionale in parola mira – lo si è già poc’anzi osservato – 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 – declinata qui non quale principio "ordinamentale" a valenza oggettiva, funzionale alla certezza dei rapporti giuridici, ma quale diritto fondamentale della persona – 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*». Sui limiti d’applicazione del principio fissati, rispettivamente, dalla Corte EDU e dalla Corte di giustizia, per una sintesi si vedano, E. DESANA, *Ne bis in idem e close connection: recenti evoluzioni*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'economia.*, suppl. n. 3, 2020, p. 118 ss.; F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e pluralità di sistemi sanzionatori per lo stesso fatto*, in *Rivista delle società.*, 2023, p. 189 ss.; G. RAIMONDI, *Il ne bis in idem nella prospettiva convenzionale ed europea*, in AA.Vv., *Le sanzioni amministrative*, cit., p. 97 ss.

¹¹⁶ In senso analogo, con riferimento regime sanzionatorio della concorrenza, si veda F. GOISIS, *Valutazioni*, cit., p. 960, per quanto riguarda l’estensione dell’art. 48 CDFUE, in coerenza con l’interpretazione dell’art. 6 CEDU anche al campo del diritto amministrativo punitivo.

¹¹⁷ Ciò anche in sintonia con le stesse linee del sistema sanzionatorio interno, inaugurato con la l. 689/1981, che ancora l’imputazione dell’illecito amministrativo – in punto di fondamento soggettivo – alla colpevolezza del trasgressore, rispetto cui le presunzioni di colpevolezza costituiscono un’eccezione. Cfr. C.E. PALIERO, *Nascita*, cit., p. 32.

¹¹⁸ Per una puntuale, condivisibile, quanto sintetica critica all’impostazione dei giudici “nostrani”, si veda ancora, C.E. PALIERO, *Nascita*, cit., p. 33, secondo cui le buone intenzioni del legislatore di tener fermo lo standard garantistico della colpevolezza per la responsabilità da illecito amministrativo «*non hanno trovato la giusta eco nella giurisprudenza chiamata ad imboccare quel principio e che ha invece imboccato un percorso falsato da un equivoco di fondo*». La riproduzione nell’art. 3 l. 689/1981 del testo dell’ultimo comma dell’art. 42 c.p. ha portato i giudici a ritenere che per l’illecito amministrativo non solo fosse necessario un principio di addebitabilità dell’infrazione (dolo/colpa) continuando a seguire un’interpretazione incompatibile con il vigente sistema normativo. L’insigne studioso, infatti, rileva che «*La giurisprudenza della Cassazione civile (come detto, la fase giurisdizionale della penality amministrativa è, in modo stravagante, insediata nel terreno giusprocessuale civilistico) perpetua, infatti, una risalente interpretazione dottrinale dell’art. 42 ultimo comma c.p. orientata ad affermare che, ai fini della sussistenza dell’elemento psicologico nelle contravvenzioni, è sufficiente la mera “coscienza e volontarietà” della condotta, anche indipendentemente dalla sussistenza del dolo o, quanto meno, della colpa. Tale ricostruzione muoveva dai lavori preparatori del Codice penale, nei*

sino a che il candidato responsabile non dia una prova contraria¹¹⁹. Dunque, si reputa sussistere sino a che il soggetto passivo assolva un onere particolarmente pesante, se non impossibile, in quanto alla P.A. non è richiesto d'indicare il comportamento alternativo corretto che ci si sarebbe dovuti attendere¹²⁰.

L'impostazione seguita da Consob – distonica rispetto al passo della sentenza Grande Stevens – collide con la posizione su cui si attestano i giudici europei nell'interpretare le rispettive carte dei diritti (art. 48 CDFUE e art. 6 CEDU). Per i secondi non è possibile comminare una sanzione se ci si limita alla sola "individuazione" della condotta antidoverosa perché è imprescindibile la dimostrazione dell'elemento soggettivo dell'illecito¹²¹. Obbligo dimostrativo, si sottolinea, che non reputano ovviabile con argomenti di "carattere formale", quale l'astratta agevole superabilità della presunzione dell'elemento soggettivo, per essere il privato avvantaggiato dalla facilità teorica della dimostrazione di un fatto attinente ad una propria condotta (c.d. "principio della vicinanza o prossimità della prova").

quali si auspicava la pronta e spedita osservanza delle contravvenzioni, onde evitare e paralisi derivanti dallo scrutinio giudiziale relativo alla colpevolezza dell'autore.

Secondo un'impostazione parzialmente diversa, che accentua la dimensione probatoria rispetto a quella strutturale del criterio di ascrizione della responsabilità, ai fini dell'accertamento dell'elemento soggettivo nelle contravvenzioni vigerebbe una presunzione juris tantum di sussistenza del dolo o, comunque, della colpa, che può essere vinta dal contravventore: su cui, in ultima istanza, incombe l'onere della prova. In ultimo, si è affacciata una giurisprudenza che ha sostenuto che è consentito riconoscere la responsabilità del contravventore ove non sussistano circostanze che evidenzino una situazione eccezionale in cui il soggetto abbia agito senza dolo/colpa». Impostazione, di cui subito C.E. PALIERO, Nascita, cit., p. 33, evidenzia l'infondatezza sottolineando come la dottrina abbia ripetutamente affermato che «non esistono – né nel codice penale né in quello di rito – disposizioni che consentano di derogare ai normali criteri di accertamento e di ripartizione dell'onere della prova; che l'accertamento del dolo ovvero della colpa può rilevare anche ad altri fini (i.e. la commisurazione della pena, la dichiarazione di abitudine, professionalità e recidiva), e che pertanto il loro accertamento non può ritenersi meramente eventuale».

¹¹⁹ Come evidenzia, ancora C.E. PALIERO, Nascita, cit., p. 33, nonostante il principio di responsabilità sia stato affermato anche per i reati contravvenzionali, «sulla base delle interpretazioni più datate e formalistiche, la giurisprudenza della Cassazione civile è tutt'oggi granitica nel ritenere che in materia di illecito amministrativo sopravviva – si arriva a dire "per espressa previsione legislativa" – una presunzione di colpa, vincibile solo in casi straordinari, la cui dimostrazione grava – per giunta – sull'agente».

¹²⁰ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 148 ss. Risulta pressoché impossibile, infatti, dare la prova contraria a fronte d'una fattispecie sanzionatoria altamente indeterminata, sostanzialmente costruita su una colpa o negligenza professionale, in assenza dell'indicazione della condotta che si intende pretesa. Ragionevolmente, solo, l'individuazione da parte della P.A. del parametro di correttezza violato consente lo svolgimento di un confronto in merito alla sua eventuale doverosità e non alternatività rispetto a quella del candidato responsabile ma ritenuta insufficiente dalla P.A. Diversamente, come dimostra l'ormai costante giurisprudenza della Corte regolatrice, l'inculpato non avrà fatto mai abbastanza, in considerazione del suo ruolo, come costantemente affermato per la responsabilità degli esponenti aziendali di imprese finanziarie. Emblematico è il trattamento degli amministratori privi di deleghe di società bancarie. Per la Corte regolatrice – Cass., 7 maggio 2024 n. 12295, in *De Jure* – le normative «(...) sanciscono doveri di particolare pregnanza in capo al consiglio di amministrazione di azienda bancaria, che si incentrano, per l'intero organo collegiale, proprio in quel compito di monitoraggio e valutazione della struttura operativa. In particolare, il dovere di agire in modo informato gravante sui consiglieri non esecutivi è stato chiarito da questa Corte – con la sentenza n. 2737/2013, già citata – essere "particolarmente stringente in materia di organizzazione e governo societario delle banche, anche in ragione degli interessi protetti dall'art. 47 Cost., la cui rilevanza pubblicistica plasma l'interpretazione delle norme dettate dal codice civile": ciò, in quanto la "diligenza richiesta agli amministratori risente della 'natura dell'incarico' ad essi affidato ed è commisurata alle 'loro specifiche competenze' (art. 2392 c.c.)"». Nella sostanza, gli amministratori delle banche, per la complessità del ruolo devono essere bravissimi e dunque rispondono per tutto ciò che non incontra l'approvazione successiva della vigilanza. Per una evidenziazione del problema e dei suoi riflessi sull'affermazione della responsabilità, si veda GOISIS, *Valutazioni*, cit., p. 683 ss.

¹²¹ Corte EDU, 28 giugno 2018, Ricc. nn. 1828/06, 34163/07 e 19029/11, *G.I.E.M e a. c. Italia*, §§ 241-46; Corte EDU, 26 settembre 2023, n. 15669/20, *Yüksel Yalçınkaya c. Turchia*, § 242.

Ancora tanto la Corte di giustizia quanto quella di Strasburgo ammettono un limitatissimo impiego delle presunzioni, subordinandolo a rigorose condizioni¹²².

L'utilizzo è ammesso se la presunzione si rivela indispensabile per la tutela di un bene presidiato dalla sanzione e, nel contempo, risulti materialmente agevole per l'incolpato superare l'inversione posta a suo sfavore¹²³. Si può ammettere, quindi, un vantaggio probatorio per la P.A. se – come nel caso della disciplina sulla circolazione stradale – quella previsione normativa possa essere “soverstita” con un assai modesto sforzo dimostrativo¹²⁴.

La riflessione sull'uso delle presunzioni porta, peraltro, ad interrogarsi sui limiti del loro impiego e, dunque, a meditare sulla “qualità dei fatti” e la loro “attendibilità complessiva” ai fini della dimostrazione della colpa a carico di chi ha tenuto la condotta vietata. In particolare, ci si può chiedere quale sia il livello di precisione e concordanza degli indizi – fatti noti – da cui si ricava l'esistenza del fatto ignoto. In altri termini, qual è il grado di persuasività degli elementi che “indirettamente” sostengono l'incolpazione.

Ai fine della punizione di certe infrazioni – quali ad esempio gli abusi di mercato del c.d. “insider secondario”¹²⁵ – tanto Consob quanto il suo giudice ritengono sufficiente che i vari indizi siano idonei a far apparire probabile l'esistenza del fatto ignoto anche se dello stesso possano darsi spiegazioni alternative¹²⁶. Sia l'amministrazione che la giurisprudenza, quindi, paiono particolarmente indulgenti per un'asserita ragione d'opportunità: per garantire una sollecita reazione punitiva non si dovrebbe, infatti, gravare chi procede d'un eccessivo onere probatorio¹²⁷.

Se non ci si inganna, se ci si pone nella logica del diritto sovranazionale, non dovrebbe essere sufficiente quella ragione di “opportunità” per sostenere quella conclusione e, dunque, la legittimità dell'agevolazione dimostrativa in favore della P.A. La natura punitiva ai fini CEDU delle sanzioni Consob rende la disinvoltura con cui si asseconda quella pretesa d'ordine quanto meno dubbia, stante la necessaria e la rigorosa applicazione di tutte le garanzie probatorie a favore del candidato responsabile¹²⁸. Non è, pertanto, possibile sanzionare se non si supera ogni ragionevole dubbio sulla

¹²² Corte di giustizia, sez. I, 5 dicembre 2019, C-671/18, [Centraal Justitieel Incassobureau](#), §§ 51-57 e nella stessa direzione Corte EDU, 19 ottobre 2004, Ric. n. 66273, [Falk c. Paesi Bassi](#).

¹²³ In tal senso si veda, Corte EDU, [G.I.E.M e a. c. Italia](#), cit., § 243, per la quale, «(...) gli Stati contraenti restano liberi, in linea di principio, di punire penalmente un atto commesso fuori dal normale esercizio di uno dei diritti tutelati dalla Convenzione (sentenza Engel e altri c. Paesi Bassi dell'8 giugno 1976, § 81, serie A n. 22, p. 34, § 81) e, quindi, di definire gli elementi costitutivi di tale reato. In particolare possono, ad alcune condizioni, rendere punibile un fatto materiale od oggettivo considerato di per sé, che provenga o meno da un intento criminoso o da una negligenza; le loro legislazioni rispettive ne offrono diversi esempi. Qualsiasi sistema giuridico prevede delle presunzioni di fatto o di diritto; la Convenzione non vi pone ostacoli in linea di principio, ma in materia penale obbliga gli Stati contraenti a non superare in proposito un certo limite. Ora, risulta dalla giurisprudenza che questo limite è superato quando una presunzione ha l'effetto di privare una persona di qualsiasi possibilità di discoltarsi rispetto ai fatti di cui è accusata, privandola così del beneficio dell'articolo 6 § 2 della Convenzione (si veda, tra altre, [Salabiaku c. Francia](#), 7 ottobre 1988, §§ 27-28, serie A n. 141 A, Janosevic c. Svezia, n. 34619/97, § 68, CEDU 2002 VII, e [Klouvi c. Francia](#), n. 30754/03, § 48, 30 giugno 2011)». La Corte, quindi, prosegue rammentando «(...) che la Convenzione deve essere letta nel suo insieme ed interpretata in modo da promuovere la coerenza interna e l'armonia tra le sue varie disposizioni (si veda, tra altre, *mutatis mutandis*, [Hammerton c. Regno Unito](#), n. 6287/10, § 84, 17 marzo 2016). Tenuto conto del fatto che gli articoli 7 e 6 § 2 hanno in comune, nei loro rispettivi ambiti, la tutela del diritto di una persona di non essere sottoposta ad una pena senza che la sua responsabilità personale, compreso un nesso di natura intellettuale con il reato, sia stata debitamente accertata, la Corte ritiene che la giurisprudenza di cui sopra si applichi *mutatis mutandis* sul terreno dell'articolo 7».

¹²⁴ Corte di giustizia, [Centraal Justitieel Incassobureau](#), cit., §§ 51-57.

¹²⁵ Intenso come il soggetto che non ha accesso diretto ed “originario” all'informazione privilegiata ma ne viene a disporre successivamente e, quindi, la impieghi.

¹²⁶ Cfr. Cass., 4 dicembre 2023, n. 33769, in *Società*, 2024, p. 730 ss., con nota di M. SAGLIOCCA, *La prova dell'insider secondario*, p. 732 ss.

¹²⁷ M. SAGLIOCCA, *La prova*, loc. cit., cui si rinvia per ulteriori riferimenti bibliografici.

¹²⁸ Come osserva condivisibilmente PISANESCHI, *La sentenza*, cit., p. 268 ss., la natura punitiva della sanzione – similmente a quanto accade per quella penale – implica l'applicazione di tutto il regime più garantistico e dunque anche

colpevolezza. Come ricordato dal massimo giudice amministrativo, il diritto sovranazionale impedisce all'amministrazione di punire se gli elementi prodotti non sono in grado di condurre a conclusioni rigorosissime, non inficiate da plausibili ricostruzioni alternative proposte dall'accusato¹²⁹.

Il terzo profilo problematico è quello relativo all'applicazione del diritto successivo più favorevole al compimento del fatto oggetto di contestazione. Come è noto Consob – con la “benedizione” del suo giudice – nega la retroattività della normativa sopravvenuta più favorevole alla commissione del fatto valorizzando la circostanza che la l. 689/1981 non contiene una disposizione corrispondente all'art. 2 c.p.¹³⁰.

L'amministrazione, con il sostegno del suo giudice, dunque, si attesta su d'una da linea contraria tanto rispetto alle scelte normative UE quanto alle indicazioni della giurisprudenza sovranazionale¹³¹.

La normativa europea sulle sanzioni, da tempo, ha codificato l'opposto regime della retroattività della disciplina sopravvenuta più mite, da intendersi tanto come quella che ridefinisce le fattispecie punitive quanto quella che attenua il rigore sanzionatorio¹³².

La giurisprudenza della Corte di giustizia UE ha riconosciuto che il principio della retroattività della legge è parte delle tradizioni costituzionali comuni e, dunque, si deve intendere operante anche nel silenzio delle disposizioni punitive¹³³. Pertanto, l'obbligo d'applicazione del diritto *mitior* assunse una sua autonomia già prima del suo recepimento nel diritto primario UE (art. 49, par. 1, CDFUE) che riconosce espressamente la retroattività favorevole per i reati e questa disposizione, per effetto della normativa interpretativa (art. 52, par. 3, CDFUE) deve essere letta nei termini che la giurisprudenza convenzionale attribuisce all'art. 7 CEDU¹³⁴ e, quindi, esteso alle sanzioni amministrative.

quello relativo al rigore probatorio «*dell'oltre ogni ragionevole dubbio*». Nello stesso senso, si veda C.E. PALIERO, *Nascita*, cit., p. 36 s., per il quale il regime probatorio fissato per l'illecito amministrativo pone l'onere dimostrativo a carico dell'autorità richiedendosi ai fini della conferma della sanzione la sufficienza della prova (art. 6, co. 11, l. 150/2011), così ponendo un'autentica presunzione di innocenza in favore del ricorrente e, ulteriormente, esclude il diverso principio processual-civilistico della prevalenza della prova (art. 2679 c.c.). In termini analoghi, valorizzando le indicazioni normative sovranazionali, si esprime F. GOISIS, *Valutazioni*, cit., p. 688 ss.

¹²⁹ Cfr. Cons. St., VI, 9 maggio 2022, n. 3570, per una analisi della quale si veda, S. VICARI, *Presunzione di innocenza e sanzioni punitive: lo standard probatorio dell'oltre ragionevole dubbio*, 2023, in www.giustiziainsieme.it.

¹³⁰ Per un quadro di sintesi, si vedano, E. BINDI, P. LUCCARELLI, A. PISANESCHI, *Le sanzioni*, cit., p. 563 ss.

¹³¹ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 136 ss.

¹³² L'art. 2, § 2, Reg. CE (Euratom) n. 2988/95 del Consiglio del 18 dicembre 1995, al suo secondo periodo prevede che «In caso di successiva modifica delle disposizioni relative alle sanzioni amministrative contenute in una normativa comunitaria si applicano retroattivamente le disposizioni meno rigorose».

¹³³ Corte di giustizia, gr. sez., 3 maggio 2005, C-387/02, C-391/02 e C-403/02, *Berlusconi e a.*, § 68; Corte di giustizia, grande sez., 11 marzo 2008, C-420/06, *Jager*, § 59.

¹³⁴ È, peraltro, da ricordare che il silenzio dell'art. 7 CEDU in merito al principio della retroattività della disciplina più favorevole sopravvenuta al fatto non abbia costituito un ostacolo al suo riconoscimento da parte del giudice di Strasburgo. Per questo – Corte EDU, 17 settembre 2009, Ric. n. 10249/03, *Scoppola c. Italia*, – il silenzio dell'art. 7 «non esclude che l'imputato possa beneficiare di una pena meno grave, prevista dalla legislazione posteriore al reato» (§ 7). Ancora per la Corte «è coerente con il principio della preminenza del diritto, di cui l'articolo 7 costituisce un elemento essenziale, aspettarsi che il giudice di merito applichi ad ogni atto punibile la pena che il legislatore ritiene proporzionata. Infliggere una pena più severa solo perché essa era prevista al momento della perpetrazione del reato si tradurrebbe in una applicazione a svantaggio dell'imputato delle norme che regolano la successione delle leggi penali nel tempo. Ciò equivarrebbe inoltre a ignorare i cambiamenti legislativi favorevoli all'imputato intervenuti prima della sentenza e continuare a infliggere pene che lo Stato e la collettività che esso rappresenta considerano ormai eccessive. La Corte osserva che l'obbligo di applicare, tra molte leggi penali, quella le cui disposizioni sono più favorevoli all'imputato, si traduce in una chiarificazione delle norme in materia di successione delle leggi penali, il che soddisfa a un altro elemento fondamentale dell'articolo 7, ossia quello della prevedibilità delle sanzioni» (§ 108). Dunque, alla luce delle precedenti considerazioni, il giudice conclude che «l'articolo 7 § 1 della Convenzione non sancisce solo il principio della irretroattività delle leggi penali più severe, ma anche, e implicitamente, il principio della retroattività della legge penale meno severa».

La linea di Consob e del suo giudice, ancora, collide con le indicazioni ritraibile dal principio costituzionale di parità sostanziale (art. 3 Cost.).

La Consulta nel prendere posizione su d'una disposizione legislativa che vietava l'applicazione della sanzione amministrativa più favorevole su quella base ne ha escluso la compatibilità con la nostra Carta fondamentale¹³⁵.

Per la Corte, non può considerarsi rispettosa del principio di parità sostanziale una legge – e, si può aggiungere anche la determinazione amministrativa – che pretende di punire oggi un fatto commesso ieri, cui la stessa disposizione primaria reputa, in assoluto, non più meritevole di stigmatizzazione o rispetto cui reputa di dover intervenire con minor rigore¹³⁶.

L'ultimo profilo critico della fase decisionale, come anticipato, riguarda l'applicazione dei criteri normativi relativi alla quantificazione della sanzione. Concerne, dunque, il rispetto di quei parametri indicati dal legislatore per dare consistenza ai principi di personalità della pena e della proporzionalità della misura punitiva¹³⁷ anche con riferimento al momento della sua definizione¹³⁸.

Conseguentemente «se la legge penale in vigore al momento della perpetrazione del reato e le leggi penali posteriori adottate prima della pronuncia di una sentenza definitiva sono diverse, il giudice deve applicare quella le cui disposizioni sono più favorevoli all'imputato» (§ 109). Per una riaffermazione del principio, più di recente, si veda Corte EDU, 24 gennaio 2017, Ric. n. 67503/13, [Koprivnikar c. Slovenia](#), § 49.

¹³⁵ Corte cost., 21 marzo 2019, n. 63, cit. Per un'approfondita analisi della quale si vedano BINDI, PISANESCHI, *La retroattività*, cit.

¹³⁶ Corte cost., 21 marzo 2019, n. 63/2019, cit., § 6.2 delle considerazioni in diritto: «L'estensione del principio di retroattività della *lex mitior* in materia di sanzioni amministrative aventi natura e funzione "punitiva" è, del resto, conforme alla logica sottesa alla giurisprudenza costituzionale sviluppata, sulla base dell'art. 3 Cost., in ordine alle sanzioni propriamente penali. Laddove, infatti, la sanzione amministrativa abbia natura "punitiva", di regola non vi sarà ragione per continuare ad applicare nei confronti di costui tale sanzione, qualora il fatto sia successivamente considerato non più illecito; né per continuare ad applicarla in una misura considerata ormai eccessiva (e per ciò stesso sproporzionata) rispetto al mutato apprezzamento della gravità dell'illecito da parte dell'ordinamento. E ciò salvo che sussistano ragioni cogenti di tutela di controinteressi di rango costituzionale, tali da resistere al medesimo "vaglio positivo di ragionevolezza", al cui metro debbono essere in linea generale valutate le deroghe al principio di retroattività in *mitius* nella materia penale».

¹³⁷ Può dirsi ormai pacifico che anche la legislazione che introduce sanzioni amministrative debba bandire punizioni esemplari, non commisurate alla gravità dell'infrazione, ma modulate in funzione delle caratteristiche della stessa, riconoscendo a chi è chiamato ad applicarle un adeguato margine di apprezzamento delle circostanze concrete. In tal senso, tra le ultime pronunzie si veda [Corte cost., 10 marzo 2023, n. 40](#), che ha dichiarato incompatibile con la Carta fondamentale una sanzione fissa di euro 50.000, comminata per tutte le violazioni commesse dagli organismi di controllo della qualità dei prodotti DOP (art. 4, comma 1, primo periodo, d. lgs. 19 novembre 2004, n. 297). Per la Consulta, al pari di una sanzione penale deve considerarsi costituzionalmente illegittima anche quella amministrativa pecuniaria che equipara le condotte più gravi e pericolose a quelle di minor rilievo. Infatti, «Pure "per le sanzioni amministrative si prospetta, dunque, l'esigenza che non venga manifestamente meno un rapporto di congruità tra la sanzione e la gravità dell'illecito sanzionato" ([sentenza n. 185 del 2021](#)). Ciò discende, appunto, dal dovere di assicurare l'attuazione del principio di proporzionalità, il quale, in questo ambito, trae il proprio fondamento nell'art. 3 Cost. in combinato disposto con le norme costituzionali che tutelano i diritti di volta in volta incisi dalla sanzione ([sentenze n. 112 e n. 88 del 2019](#)). Laddove il trattamento sanzionatorio previsto dal legislatore "si riveli manifestamente irragionevole a causa della sua evidente sproporzione rispetto alla gravità del fatto", dunque, "un intervento correttivo del giudice delle leggi è possibile a condizione che il trattamento sanzionatorio medesimo possa essere sostituito sulla base di 'precisi punti di riferimento, già rinvenibili nel sistema legislativo', intesi quali 'soluzioni già esistenti, idonee a eliminare o ridurre la manifesta irragionevolezza lamentata'" ([sentenze n. 222 del 2018](#), n. [236 del 2016](#); nello stesso senso, [sentenza n. 40 del 2019](#))» (§ 5.2 delle considerazioni in diritto). In termini si veda, anche, [Corte cost., 23 settembre 2021, n. 185](#), § 6 delle considerazioni in diritto, relativa all'illegittimità d'una sanzione fissa per la punizione delle prescrizioni poste per prevenire la ludopatia (art. 7, comma 6, d.l. 13 settembre 2012, n. 158). Per un esame del sindacato svolto dalla Corte sulle disposizioni contemplanti sanzioni amministrative anche comminate da amministrazioni indipendenti, si veda BONIMI, *Sanzioni amministrative di seconda generazione, principio di proporzione, diritti fondamentali*, in [Federalismi.it](#), n. 5, 2022.

¹³⁸ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 141.

L'esame delle determinazioni punitive di Consob, sistematicamente confermate dal suo giudice, sembrano ispirate ad un'impostazione che ne svaluta la rilevanza applicativa¹³⁹.

L'amministrazione non pare considerare la doppia dimensione del principio di personalità che implica che la sanzione deve essere inflitta solo al colpevole tenendo conto dell'interesse di quest'ultimo ad una modulazione della risposta punitiva commisurata alle specificità del caso ed al suo profilo soggettivo/personale¹⁴⁰. Dunque, rispettando delle "variabili" che, orientando il potere punitivo, devono essere adeguatamente esplicitate nella motivazione al fine di consentire il controllo sulla correttezza della decisione, esplicitando trasparentemente il percorso logico seguito dalla P.A. e così rendendola, se non accettabile, quanto meno comprensibile¹⁴¹. Consob, confortata dal suo giudice, normalmente, non indica nelle sue motivazioni i parametri impiegati per la determinazione dell'entità della sanzione¹⁴². Abitualmente, infatti, si limita ad un generico riferimento all'antidoverosità della condotta, alla sua gravità senza, appunto, dar ragione dell'osservanza di quelle coordinate normative che "imbrigliano", anche nell'interesse del soggetto passivo, quella peculiare discrezionalità. Ciò perché il giudice delle opposizioni – muovendo da una svalutazione di fondo, se non negazione della funzione e ruolo della motivazione – reputa che il potere discrezionale di quantificazione della sanzione nei limiti della legge deve essere esercitato avendo riguardo alla «gravità del fatto concreto, globalmente desunta dai suoi elementi oggettivi e soggettivi» senza che sia richiesto all'autorità e, poi, al magistrato dell'opposizione di «specificare i criteri seguiti»¹⁴³.

Pare, però, quanto meno dubbio che l'amministrazione possa essere esentata dall'obbligo d'un'appropriate spiegazione delle sue scelte, quanto più perché il silenzio sul punto impedisce un controllo sulla correttezza della determinazione – se si vuole relativamente al rispetto del principio di imparzialità e terzietà, oltre che di quello di proporzionalità – incidendo negativamente sulla possibilità d'una sua revisione giurisdizionale¹⁴⁴.

Ulteriormente, quell'esenzione accordata dai giudici di Consob pare collidere con la ricchezza dei criteri indicati dalla normativa (art. 194-bis t.u.f.) che le impone, tra l'altro, di tener conto di «ogni circostanza rilevante» e ove pertinenti, considerare specificamente: la gravità della violazione; il grado di responsabilità; la capacità patrimoniale del punito; l'entità del vantaggio ottenuto dall'illecito; la cooperazione prestata all'amministrazione; le misure adottate successivamente alla violazione per riparare le conseguenze dell'illecito e prevenirne la ripetizione; le precedenti violazioni commesse dallo stesso soggetto. A prescindere dalle criticità evidenziate non sembra irragionevole sostenere che quell'indulgenza del giudice di Consob sia gravida di conseguenze negative. L'esenzione dal rigoroso obbligo di motivazione conduce, infatti, all'applicazione di sanzioni irrispettose dei principi di personalità e proporzionalità¹⁴⁵. Come esempio della criticità segnalata può richiamarsi ciò che, non infrequentemente, accade nell'ipotesi di procedimenti con più parti, avviati nei confronti dei componenti di uno stesso organo amministrativo di una società vigilata. In quei casi la depersonalizzazione della sanzione è il risultato dell'operare d'una duplice variabile, quale, rispettivamente la presunzione di colpevolezza e la appartenenza al medesimo organismo societario. La

¹³⁹ E ciò in distonia con le indicazioni della prevalente giurisprudenza amministrativa che, costantemente, ribadisce la generale rilevanza del principio di proporzionalità in sede di quantificazione delle sanzioni da parte della P.A. Si veda Cons. St., 15 maggio 2017, n. 2256, in *De Jure*.

¹⁴⁰ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 141.

¹⁴¹ Può considerarsi, d'altronde, intuitivo che la capacità preventiva dissuasiva della sanzione dipenda dall'applicazione dei parametri che, tendenzialmente, assicurino che la sua determinazione dipenda anche dalle specifiche caratteri della violazione, dall'atteggiamento del reo e dalla sua situazione patrimoniale.

¹⁴² G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 143 ss.

¹⁴³ Cfr. Cass., 28 febbraio 2020, n. 5526, in *De Jure*; Cass., 9 marzo 2020, n. 6625, *ivi*; Cass., 31 luglio 2024, n. 21502, cit.

¹⁴⁴ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 143.

¹⁴⁵ G. ROMAGNOLI, *Il potere*, cit., p. 146.

prima conduce, infatti, a ritenere irrilevanti le caratteristiche dei singoli soggetti, cui si addebita una responsabilità “omologa” in quanto a tutti sono imputate responsabilità omissive. La seconda, poi, fa sì che a tutti venga attribuito il medesimo concorso omissivo la cui gravità scolorisce la capacità patrimoniale del punito e la possibilità di farvi fronte senza sopportare sacrifici inesigibili e, quindi, l’incidenza della misura punitiva “sulla vita” del colpevole.

La disattenzione – o relativizzazione – dei criteri di quantificazione, quindi, rischia di trasfigurare la sanzione da risposta personalizzata alla violazione della regola a reazione impersonale, in una forma di stigmatizzazione assoluta, la cui correttezza dipende dall’infallibile – perché insindacabile – senso di equilibrio dell’autorità.

9. In fine... un auspicio

A conclusione di queste pagine – che vorrebbero offrire un contributo costruttivo, stimolando Consob ad una riflessione e revisione delle proprie regole – credo si debba formulare un duplice auspicio.

Un primo, diretto all’autorità, nella speranza che, liberatasi da discutibili “incrostazioni” giurisprudenziali, valorizzi le sue alte professionalità interne e, guardando anche “oltre confine”, impieghi tutte le proprie prerogative, ed in particolare autonomia normativa di cui dispone, per correggere ed innovare.

Un secondo, diretto al legislatore – e a chi è impegnato nell’opera preliminare di novellazione del t.u.f. – affinché intervenga, per aiutare l’autorità nella sua opera, su aspetti sostanziali e processuali. In particolare, per quanto concerne il primo versante, prendendo posizione sul momento e sulle modalità attraverso cui deve essere effettuato l’accertamento e precisando la portata del principio del contraddittorio, valore che è stato oggetto di un sostanziale “svotamento”. Relativamente al secondo versante, invece, rivedendo la disciplina delle opposizioni alle sanzioni Consob, per affidare la relativa cognizione al giudice amministrativo. Per garantire, in tal modo, che anche questi provvedimenti di natura indiscutibilmente discrezionale, siano vagliati da un giudice realmente specializzato nella verifica dell’esercizio del potere, nel corso di un giudizio di doppio grado al pari di quanto avviene per le altre autorità amministrative indipendenti.

ELENA BINDI - STEFANIA NINATTI

Il procedimento di opposizione alle sanzioni di Banca d'Italia e Consob: l'auspicabile ritorno al giudice amministrativo

SOMMARIO: 1. Il giudizio di opposizione alle sanzioni di Banca d'Italia e Consob: un percorso lungo e travagliato. 2. La scure della Corte costituzionale sulla scelta operata nel codice del processo amministrativo (sentt. nn. 162 del 2012 e 94 del 2014). 3. La sentenza della Corte EDU, *Grande Stevens c. Italia* del 4 marzo 2014 e il suo impatto sui procedimenti sanzionatori di Consob e di Banca d'Italia. 4. Le novità introdotte dal d. lgs. n. 72 del 2015. 5. Il controllo del giudice ordinario: non è solo un problema di deferenza, ma di carenza di strumenti adeguati per sindacare l'esercizio del potere sanzionatorio. 6. L'auspicabile ritorno al giudice amministrativo: l'art. 19^{bis}, lett. e), della legge 11 marzo 2025, n. 28.

ABSTRACT. *The essay traces the regulatory and jurisprudential evolution of the system of jurisdictional protection against administrative sanctions imposed by the Bank of Italy and Consob. The analysis starts from the original discipline of the opposition judgment, whose structure was radically modified by the intervention of the Constitutional Court (judgments nos. 162/2012 and 94/2014), which declared the constitutional illegitimacy of the cognizance of the administrative judge in the matter. Particular importance is assumed by the ECHR judgment "Grande Stevens c. Italia" (March 4, 2014) and its repercussions on the sanctioning procedures of the Bank of Italy and Consob. The legislator sought to respond to these criticalities with Legislative Decree no. 72/2015, attributing jurisdiction to the ordinary judge. However, the application experience has highlighted the inadequacy of ordinary procedural instruments in effectively reviewing the exercise of the sanctioning power of independent authorities, raising questions that transcend the mere profile of judicial deference. The contribution concludes by examining the recent reform introduced by art. 19-bis, lett. e), of law no. 28/2025, which marks a hoped-for return to administrative jurisdiction.*

1. Il giudizio di opposizione alle sanzioni di Banca d'Italia e Consob: un percorso lungo e travagliato

La storia del giudizio di opposizione alle sanzioni di Banca d'Italia e Consob è caratterizzata da un percorso lungo e travagliato, il cui punto di arrivo ha portato nuovamente ad attribuire al giudice ordinario il sindacato sui provvedimenti sanzionatori di queste due autorità indipendenti, mentre è continuata a rimanere al giudice amministrativo la competenza sui provvedimenti sanzionatori delle altre autorità indipendenti.

In verità, con riguardo al giudizio di opposizione alle sanzioni amministrative irrogate dalla Banca d'Italia e dalla Consob, la scelta originaria era stata quella di attribuire la giurisdizione al giudice ordinario, con giudizio camerale che si svolgeva in unico grado davanti alle Corti di Appello territoriali per la Consob, e davanti alla Corte di Appello di Roma per le sanzioni della Banca d'Italia¹. Un'asimmetria che in parte era stata giustificata dall'elevato livello di competenze tecniche

¹ Per le sanzioni irrogate dalla Banca d'Italia v. l'art. 145 del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB) e per le sanzioni irrogate dalla Consob v. l'art. 195 del Testo unico della finanza (TUF). Nel caso della Banca d'Italia, già l'art. 90 della legge bancaria del 1936 (r.d.l. 12 marzo 1936, n. 375) optava per la giurisdizione del giudice ordinario. Nel caso della Consob la scelta a favore del giudice ordinario, analogamente alla disciplina della legge bancaria, fu introdotta con l'art. 44 del d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415, che includeva anche la competenza territoriale della Corte d'appello di Roma poi eliminata nel TUF.

necessarie per svolgere l'attività di vigilanza richiesta alle due autorità di regolazione dei mercati finanziari. Attività di vigilanza così complessa per controllare la quale si riteneva pertanto sufficiente un modello di giudizio di tipo impugnatorio e oltremodo deformalizzato, che non si presta affatto ad un percorso di ricostruzione dei fatti, ma che è invece funzionale ad un sindacato sulle linee esterne della decisione.

La questione della giurisdizione sulle sanzioni delle autorità di regolazione dei mercati non aveva mancato di suscitare un dibattito in seno alla stessa giurisprudenza, dopo che nel 2000 il legislatore aveva esteso la giurisdizione esclusiva alla materia dei servizi pubblici².

Da questa modifica legislativa, il Consiglio di Stato aveva dedotto il superamento della competenza esclusiva e funzionale della Corte d'Appello in materia di sanzioni bancarie, visto che la nuova disposizione aveva inteso concentrare presso un'unica autorità giudicante la totalità del contenzioso in materia dei servizi pubblici. Non aveva ormai più alcuna giustificazione la distinzione tra attività di vigilanza, di competenza del giudice amministrativo, e attività sanzionatoria, attribuita invece alla competenza del giudice ordinario, in quanto l'attività sanzionatoria è «*intimamente connessa all'attività di vigilanza, posto che costituisce null'altro che il momento di effettività di tale attività, volta ad assicurare, nel superiore interesse pubblico, il corretto esercizio delle funzioni bancarie e creditizie da parte dei soggetti preposti*»³. Analoghe considerazioni erano state formulate dalla giurisprudenza anche per le sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob, secondo quanto previsto dall'art. 195 del TUF⁴.

Questo indirizzo giurisprudenziale fu peraltro in parte superato dal legislatore che, in occasione della riforma del diritto societario, ripristinò la competenza esclusiva della Corte d'Appello di Roma sia per le sanzioni in materia creditizia che per quelle in materia mobiliare (art. 1, comma 2, d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5).

Sul punto intervenne poi la Corte costituzionale che, manipolando il dettato normativo sottoposto al suo sindacato, restrinse i confini della giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, affermando che la materia dei pubblici servizi può essere oggetto di giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo solo nei casi in cui la pubblica amministrazione agisca esercitando il suo potere autoritativo ovvero, se si avvalga della facoltà, riconosciutale dalla legge, di adottare strumenti negoziali in sostituzione del potere autoritativo (sent. n. 204 del 2004)⁵. Nel testo riformulato dalla Corte, la giurisdizione esclusiva includeva pertanto anche la «*vigilanza sul credito*»⁶.

² Art. 33 del d.lgs. 31 marzo 1998, n. 80, come sostituito dalla legge 21 luglio 2000, n. 205.

³ Cfr. Cons. St., VI, 13 maggio 2003, n. 2533, in Cons. St., 2003, I, 1101 ss.

⁴ Cfr. Corte d'appello di Napoli, Sez. I, 5 luglio 2001, in *Corriere giuridico*, 2002, 500 ss. con nota di A. DI AMATO.

⁵ La Corte costituzionale, intervenuta dichiarando la parziale incostituzionalità degli artt. 33, commi 1 e 2, e 34 del d.lgs. 31 marzo 1998, n. 80, come sostituiti dall'art. 7 della l. 21 luglio 2000, n. 205, (Disposizioni in materia di giustizia amministrativa), norme che estendevano la giurisdizione esclusiva alla materia dei servizi pubblici, ha riaffermato il ruolo primario del criterio di riparto basato sulla consistenza delle posizioni giuridiche azionate in giudizio, precisando che sussistono determinati limiti costituzionali alla discrezionalità del legislatore nell'individuazione delle materie oggetto di giurisdizione esclusiva, limiti da rinvenire nel concetto di «particolari materie» di cui all'art. 103, co. 1, [Corte cost. 6 luglio 2004, n. 204](#), si può leggere in *Riv. Cons. Stato*, 2004, 1895, 2475, con note di commento; su tale sentenza cfr. F.G. SCOCA, *Sopravvivrà la giurisdizione esclusiva?*, in *Giur. cost.*, 2004, 2209 ss.; A. POLICE, *La giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo è piena, ma non è più esclusiva*, in *Giornale dir. amm.*, 2004, 974 ss., che sottolinea come in [Corte cost. 6 luglio 2004, n. 204](#) la Corte proceda a definire principi centrali per la giurisdizione amministrativa in generale; nonché, V. CARBONE, C. CONSOLO, A. DI MAJO, *Il "waltzer delle giurisdizioni" rigira e ritorna a fine ottocento*, in *Corriere giuridico*, 2004, 1125 ss.

⁶ Il testo risultante dall'intervento manipolativo prevedeva pertanto che «1. Sono devolute alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo le controversie in materia di pubblici servizi relative a concessioni di pubblici servizi, escluse quelle concernenti indennità, canoni o altri corrispettivi, ovvero relative ai provvedimenti adottati dalla pubblica amministrazione o dal gestore del pubblico servizio in un procedimento amministrativo disciplinato dalla l. 241/90,

Dopo la sentenza n. 204 del 2004 della Corte costituzionale, intervennero in più occasioni le Sezioni unite della Cassazione civile, optando per la giurisdizione del giudice ordinario nelle controversie in cui era in discussione il legittimo esercizio della potestà sanzionatoria.⁷

L'opzione a favore della giurisdizione ordinaria, avallata dalla giurisprudenza di legittimità, fu in seguito confermata anche dalla legge sul risparmio (art. 26, l. 28 dicembre 2005, n. 262⁸).

2. La scure della Corte costituzionale sulla scelta operata nel codice del processo amministrativo (sentt. nn. [162 del 2012](#) e [94 del 2014](#))

In questo quadro normativo e giurisprudenziale, si inserì infine il codice del processo amministrativo del 2010⁹, che optò nuovamente per l'attribuzione al giudice amministrativo della giurisdizione in materia di sanzioni irrogate dalla Banca d'Italia e dalla Consob¹⁰, procedendo lungo la strada dell'armonizzazione del sistema di riparto di giurisdizione tra giudice amministrativo e giudice ordinario. Non vi era difatti coerenza in un sistema che attribuiva al giudice amministrativo la giurisdizione sulle sanzioni IVASS e Antitrust e al giudice ordinario la giurisdizione sulle sanzioni Banca d'Italia e Consob, da esercitarsi con rito "atipico" in unico grado.

Il codice sul processo amministrativo aveva dunque compiuto una lodabile razionalizzazione del sistema, attribuendo la competenza sui provvedimenti sanzionatori di tutte le autorità di regolazione dei mercati alla giurisdizione esclusiva del TAR del Lazio. La soluzione accolta, oltre ad essere razionale, andava nella direzione di creare un sistema coerente tenuto conto che i procedimenti sanzionatori sono funzionalmente correlati all'attività di vigilanza, espressione quest'ultima del potere discrezionale dell'autorità amministrativa¹¹.

ovvero ancora relative all'affidamento di un pubblico servizio, ed alla vigilanza e controllo nei confronti del gestore, nonché afferenti alla vigilanza sul credito, sulle assicurazioni e sul mercato mobiliare, al servizio farmaceutico, ai trasporti, alle telecomunicazioni e ai servizi di cui alla l. 481/95". Sul seguito giurisprudenziale della sent. n. 204 del 2004, v. le sentenze della Corte costituzionale nn. 191 del 2006, 140 del 2007 e 35 del 2010; nonché più recentemente sent. n. 6 del 2018. Al riguardo, cfr., in particolare, F.G. SCOCA, *Riflessioni sulla giurisdizione esclusiva*, in *Giurisprudenza costituzionale*, 2010, 439 ss., spec. 441 ss. dove si afferma che la [Corte costituzionale con la sent. n. 35 del 2010](#) ha offerto una "nuova lettura" della giurisdizione esclusiva.

⁷ Cfr. ad esempio, Cass. civ., Sez. un., 24 gennaio 2005, n. 1362, in *Mass.* 2005, 96; Cass. civ., Sez. un., 4 febbraio 2005, n. 2205, ivi, 150; sul punto cfr. S. GROSSI, *Il procedimento sanzionatorio al vaglio delle corti di merito*, in *Le Società*, 2008, 860 ss.

⁸ Sulla l. n. 262 del 2005 cfr., *ex multis*, R. RORDORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le Società*, 2005, 819 ss.; M. CLARICH, *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005, 166 ss.; F. GOISIS, *La tutela del cittadino nei confronti della sanzione amministrativa tra diritto nazionale ed europeo*, Torino, 2019, 3° ed., 73 ss; per una più ampia prospettiva v. M. MANETTI, *Poteri e garanzie (autorità indipendenti)*, in AA.VV., *Potere e Costituzione*, in M. CARTABIA, M. RUOTOLO, Milano, 2023, 796 ss.

⁹ Approvato con d.lgs. 2 luglio 2010, n. 104 sulla base della delega concessa dall'art. 44 della legge 18 giugno 2009, n. 69; in particolare l'art. 133, «*Materie di giurisdizione esclusiva*». Cfr. AA. VV., *Il codice del processo amministrativo*, in *Foro It.*, 2010, V, 205 ss., con presentazione di A. TRAVI e saggi di M. ALLENA, *La tutela cautelare*, G. D'ANGELO, *L'istruttoria*, G. SIGISMONDI, *Le impugnazioni*, D. DALFINO, *Diposizioni di rinvio e principi generali*.

¹⁰ Più precisamente, il Codice ha proceduto a riordinare una materia precedentemente disciplinata da una pluralità di leggi speciali, introducendo tra l'altro l'innovazione assai importante relativa alla giurisdizione esclusiva su tutti i provvedimenti sanzionatori irrogati dalle autorità di garanzia, sulla scia dell'asserita connessione, sottolineata come si è visto dal Consiglio di Stato, tra potere di vigilanza e potere sanzionatorio. Cfr., sul punto, R. CHIEPPA, *Il processo amministrativo dopo il correttivo al Codice*, Milano, 2012, 762 ss.

¹¹ Sulla discrezionalità quale essenza del potere e della determinazione amministrativa, e quindi idonea a fondare la giurisdizione del giudice amministrativo v. M. C. CAVALLARO, *Determinazione amministrativa e riparto di giurisdizione*, in [P.A. Persona e Amministrazione](#), 1/2018.

Ma questa soluzione legislativa, che sembrava destinata a mettere un punto fermo nel travagliato iter del giudizio di opposizione alle sanzioni di Banca d'Italia e Consob e, in particolare, sulla storica questione dell'atipicità del rito per l'impugnazione delle sanzioni di queste autorità, fu spazzata via dall'intervento della Corte costituzionale. Quest'ultima fu adita proprio con riferimento alla norma che prevedeva la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo per le sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob, sotto il profilo, tra l'altro, dell'eccesso di delega del decreto¹².

La Corte accolse la questione (sent. n. 162 del 2012)¹³, ritenendo che i principi e i criteri direttivi non fossero sufficientemente determinati nella legge di delegazione¹⁴, e pertanto il legislatore delegato, nel momento in cui interveniva in modo innovativo sul riparto di giurisdizione tra giudici ordinari e giudici amministrativi, avrebbe dovuto tenere conto della «giurisprudenza della Corte costituzionale e delle giurisdizioni superiori» nell'assicurare la concentrazione delle tutele, secondo quanto prescritto dalla legge di delega¹⁵. Il legislatore delegato, invece, attribuendo le controversie relative alle sanzioni inflitte dalla CONSOB, alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo (con la competenza funzionale del TAR Lazio, sede di Roma, e con cognizione estesa al merito), non aveva tenuto conto della giurisprudenza delle sezioni unite civili della Corte di cassazione, ormai orientata nel considerare l'attività sanzionatoria come una attività vincolata e pertanto priva di discrezionalità amministrativa¹⁶. Nel dispositivo, inoltre, la Corte dichiarò la reviviscenza della normativa precedentemente abrogata, e cioè l'art. 147 del TUF, facendo espressamente riespandere la "vecchia" giurisdizione camerale della Corte di appello¹⁷, ritenendo la reviviscenza una soluzione necessitata quando invece tale scelta implicava una presa di posizione abbastanza netta su un tema non così pacifico quale quello degli effetti dell'abrogazione.¹⁸

Due anni dopo, e per le stesse ragioni, furono dichiarate incostituzionali le norme del decreto legislativo che attribuivano alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo le controversie in materia di sanzioni irrogate dalla Banca d'Italia (sent. n. 94 del 2014)¹⁹.

¹² Cfr. Corte d'appello di Torino, ordinanza di rimessione n. 220 del 25 marzo 2010, pubblicata in G.U. n. 45 del 26 ottobre 2011, I Serie Speciale, 87.

¹³ Corte cost., [Corte cost. 27 giugno 2012, n. 162](#), 2209 ss., con osservazione di G. SERGES, *La difficile determinazione dei confini della giurisdizione esclusiva mediante rinvio ai principi desumibili dalla giurisprudenza*, 2218 ss.; su tale sentenza v. anche il commento di M. CLARICH-A. PISANESCHI, *Le sanzioni amministrative della Consob nel "balletto" delle giurisdizioni*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2012, 1166 ss.

¹⁴ Secondo la Corte, la delega in oggetto «deve essere qualificata come una delega per il riordino e il riassetto normativo» (altrimenti definibile come testo unico). Questa prima qualificazione è decisiva per gli esiti della sentenza, poiché la giurisprudenza costituzionale in materia di eccesso di delega in ipotesi di riordino o riassetto di settori normativi è assai stringente, permettendo, come sottolinea la sentenza n. 162 del 2012, «introduzioni sostanzialmente innovative rispetto al sistema legislativo previgente soltanto nel caso in cui siano stabiliti principi e criteri direttivi idonei a circoscrivere la discrezionalità del legislatore delegato». Questa interpretazione restrittiva è logica, perché se il fine della delega è il mero riassetto della normativa vigente, eventuali norme innovative debbono trovare principi rigorosi che li giustificano, essendo la ratio della delegazione non finalizzata ad introdurre un assetto normativo nuovo ma semplicemente a ricomporre ad unità il sistema normativo vigente. Cfr. [Corte cost. 27 giugno 2012, n. 162](#), cit., punto 4.1, che rinvia alla sent. n. 293 del 2010.

¹⁵ L'illegittimità deriva dunque da un mancato rispetto dei criteri stabiliti nella legge di delega, che imponeva l'adeguamento, in materia di riparto di giurisdizione, alla giurisprudenza della Corte costituzionale e delle giurisdizioni superiori (art. 44 della legge n. 69 del 2009).

¹⁶ Al riguardo cfr. *infra* il paragrafo 5 e la bibliografia ivi citata.

¹⁷ [Corte cost. 27 giugno 2012, n. 162](#), cit., punto 5 del *Considerato in diritto*.

¹⁸ Un tema in realtà molto discusso e che avrebbe forse richiesto una motivazione più approfondita sul punto: cfr. al riguardo M. CLARICH-A. PISANESCHI, *Le sanzioni amministrative della Consob nel "balletto" delle giurisdizioni*, cit., che sottolineano che la stessa giurisprudenza della Corte costituzionale è tutt'altro che univoca sul punto, oltre anche forse la "non opportunità" di far rivivere norme che lo stesso legislatore aveva ritenuto non compatibili con l'ordinamento – provvedendo quindi ad abrogarle-.

¹⁹ [Corte cost., sent. n. 94 del 2014](#), in *Giur. cost.* 2014, 1681 ss., con osservazione di G. SERGES, *La giurisdizione in materia di sanzioni inflitte dalla Banca d'Italia tra principi elastici di delega e reviviscenza di disposizioni abrogate*, 1692

Per la verità, queste due pronunce erano espressione di una precisa scelta di politica del diritto ed erano state per così dire “sollecitate” dalle stesse autorità indipendenti che si sentivano più al sicuro se la giurisdizione tornava al giudice ordinario²⁰. Da un lato perché quest’ultimo, come vedremo, aveva già elaborato indirizzi giurisprudenziali svalutativi di una piena riconsiderazione dei vizi impugnati (basti pensare alla sentenza capostipite della Cassazione del 2009²¹) e si era mostrato deferente di fronte ai provvedimenti sanzionatori delle autorità. Dall’altro nel breve periodo intercorso tra l’entrata in vigore del codice del processo amministrativo e le suddette sentenze di accoglimento, il giudice amministrativo era stato particolarmente incisivo enunciando, ad esempio, “il principio della verificabilità delle affermazioni delle autorità, contenute nei provvedimenti sanzionatori, e della rilevanza da riconoscere alle deduzioni dei soggetti incolpati”²².

A seguito di queste pronunce, il lungo e travagliato *iter* del riparto di giurisdizione tra giudice amministrativo e il giudice ordinario in tema di sanzioni Banca d’Italia e Consob era tornato, come in un gioco dell’oca, al punto di partenza.

3. La sentenza della Corte EDU, *Grande Stevens c. Italia: l’impatto sui procedimenti sanzionatori della Consob e della Banca d’Italia*

In questo contesto irruppe la ormai famosa sentenza [Grande Stevens](#) pronunciata nei confronti dell’Italia dalla Corte EDU il 4 marzo 2014, assai importante per le ricadute sistemiche sull’ordinamento nazionale.

La Corte europea riconobbe preliminarmente il carattere penale delle sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob per *market abuse*, in linea con una ormai consolidata giurisprudenza che aveva preso avvio con la sentenza Engel²³.

ss. Con questa sentenza, infatti, la Corte costituzionale ha dichiarato l’illegittimità parziale degli articoli 133, 134 e 135 del Codice del processo amministrativo nella parte in cui attribuivano alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo e alla competenza funzionale inderogabile del TAR del Lazio, sede di Roma, le controversie relative ai provvedimenti sanzionatori adottati dalla Banca d’Italia. Anche in questo caso, analogamente a quanto affermato nella sent. n. 162 del 2012, relativa alla giurisdizione sulle sanzioni applicate dalla Consob, l’illegittimità è derivata da un mancato rispetto dei criteri stabiliti nella legge di delega. Sulle sentenze della Corte v. anche W. TROISE MANGONI, *Le sanzioni irrogate dalla Consob e dalla Banca d’Italia: riflessioni in tema di giurisdizione*, in *Dir. amm.*, 2018, 33.

²⁰ Cfr. F. MERUSI, *A volte ritornano...il correttivo del correttivo del codice del processo amministrativo*, in [Giustamm.it](#), settembre 2012.

²¹ Cfr. Cass., Sez. Un., 30 settembre 2009, n. 20935, in *Foro It.*, 2010, I, 3128 ss., su tale sentenza cfr. le osservazioni di C. CONSOLO, *Le Sezioni Unite sulla causalità del vizio nelle sentenze della terza via: a proposito della nullità indubbia ma peculiare poiché sanabile allorché emerga l’assenza in concreto di scopo del contraddittorio eliso*, in *Corriere Giuridico*, 2010, 352 ss.; e di G. FIDONE, *Il giudizio di opposizione alle sanzioni della Consob e della Banca d’Italia ex art. 195 del d. lgs. 58/1998*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2010, 1056 ss.

²² Così S. AMOROSINO, *Effettività della tutela giurisdizionale ordinaria e ruolo del giudice amministrativo in tema di sanzioni di Banca d’Italia e Consob*, in [Diritto della banca e del mercato finanziario](#), 3/2019, 391.

²³ Cfr. Corte EDU, [Engel e a. c. Paesi Bassi](#) (Plen.), 8 giugno 1976, ricc. nn. 5100/71, 5101/71, 5102/71, 5354/72, 5370/72, Corte EDU, [Lutz c. Germania](#) del 25 agosto 1987, serie A n° 123, nella quale la Corte formulò, per la prima volta, i criteri per qualificare come sostanzialmente penale una sanzione che un ordinamento interno non qualificava invece come penale (c.d. criteri *Engel*), criteri peraltro alternativi e non cumulativi (è quindi sufficiente che ve ne sia uno dei tre perché la sanzione possa essere qualificata come penale). Questi criteri sono 1) la qualificazione giuridica della misura secondo il diritto nazionale, 2) la natura dell’illecito e 3) il grado di severità della sanzione. Sul punto, volendo, E. BINDI, *L’incidenza delle pronunce della Corte EDU sui procedimenti sanzionatori delle autorità amministrative indipendenti*, in *Giurisprudenza costituzionale*, 2014, 3007 ss., e ivi ulteriori riferimenti bibliografici.

Dopo aver riconosciuto il carattere penale delle sanzioni Consob²⁴, la Corte condannò l'Italia per la mancanza di una udienza pubblica nel giudizio di impugnazione, ma allo stesso tempo censurò fortemente il procedimento di irrogazione della sanzione, privo dei caratteri di imparzialità, trasparenza e di garanzia del contraddittorio. Anche se la condanna dello Stato italiano discese unicamente dalla violazione della pubblica udienza, emerse subito chiaro, dalla motivazione della sentenza, che il procedimento di irrogazione della sanzione, per come era disciplinato nella normativa Consob, contrastava con l'art. 6 CEDU²⁵.

Le norme procedurali difatti, oltre a *non garantire la parità delle armi tra accusa e difesa*, e *non consentire alla parte di interrogare o far interrogare le persone eventualmente sentite dalla divisione competente per l'accertamento dei fatti*, *non garantivano la posizione di terzietà e d'imparzialità dell'autorità sanzionante*, poiché non vi era reale autonomia tra l'organo cui era affidata la funzione istruttoria e l'organo chiamato a decidere sull'applicazione della sanzione²⁶.

In estrema sintesi, la Corte EDU aveva fissato tre punti: a) la natura penale delle sanzioni irrogate dalla Consob per manipolazione dei mercati; b) il procedimento di irrogazione della sanzione deve garantire un equo processo c) il provvedimento sanzionatorio deve poter essere impugnato di fronte a un giudice dotato di *full jurisdiction*, che può compensare gli eventuali vizi o carenze del procedimento (c.d. teoria della continuità tra procedimento e processo)²⁷.

Gli *acquis* della Corte EDU, fissati nella sentenza *Grande Stevens*, in particolare la rilevata carenza di tutela dei principi dell'equo processo da parte del regolamento Consob, svolsero di conseguenza un ruolo decisivo, almeno indirettamente, nell'indurre la Consob a riformare il proprio regolamento nel 2015.

Un ruolo, invece, senza dubbio direttamente risolutivo nello spingerla lungo la strada della riforma regolamentare, fu giocato dalla giurisprudenza amministrativa che per prima - e subito a ridosso della sentenza *Grande Stevens* - si occupò della legittimità del regolamento Consob, nella versione del 2013, rispetto all'art. 6 CEDU²⁸. La giurisprudenza amministrativa, tuttavia, si pose dalla prospettiva di analisi di diritto interno e non invece di diritto internazionale.

Il Consiglio di Stato riaffermò, infatti, la non conformità del modello procedimentale sanzionatorio disciplinato nel regolamento Consob ai «principi del contraddittorio, della piena conoscenza degli

²⁴ Nella sentenza *Grande Stevens*, con riferimento all'illecito amministrativo di "manipolazione del mercato", la Corte EDU al fine di accertare la natura sostanzialmente penale, ha tenuto conto sia della natura dell'illecito, sia della gravità e della natura delle sanzioni (par. 94-101).

²⁵ La Corte ha poi evidenziato come la carenza di un meccanismo di interruzione del secondo procedimento instaurato, dopo che il primo si sia concluso con pronuncia definitiva (a fronte dell'identità dei fatti), determina la violazione dell'art. 4 del Protocollo n. 7 che prevede il divieto di *bis in idem*.

²⁶ Sul procedimento sanzionatorio della Consob v. W. TROISE MANGONI, *Il potere sanzionatorio della Consob. Profili procedurali e strumentalità rispetto alla funzione regolatoria*, Milano, 2012, 5 ss.; B. RAGANELLI, *Procedimento sanzionatorio Consob e giusto processo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, 769 ss.; in particolare sugli strumenti di raccolta delle informazioni v. F. TIRIO, *Le autorità indipendenti nel sistema misto di enforcement della regolazione*, Torino, Giappichelli, 2012, 53 ss.; per un inquadramento sulle sanzioni amministrative v. C.E. PALIERO- A. TRAVI, *La sanzione amministrativa. Profili sistematici*, Milano, Giuffrè, 1988. In particolare, sul ruolo del Presidente della Consob nella fase istruttoria e decisoria v. le osservazioni critiche di R. RORDORF, *Ruolo e poteri della CONSOB nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le Società* 2005, 813 ss.

²⁷ Cfr. M. ALLENA, *L'art. 6 Cedu e la continuità tra procedimento e processo*, in *P.A. Persona e Amministrazione*, 2/2018; F. GOISIS, *La full jurisdiction nel contesto della giustizia amministrativa: concetto, funzione e nodi irrisolti*, in *Dir. proc. amm.*, 2015, 546 ss.; ID., *Il canone della full jurisdiction, tra proteiformità e disconoscimento della discrezionalità tecnica come merito. Riflessioni critiche sull'art. 7, co. 1, d.lgs. 19 gennaio 2017, n. 3*, in *P.A. Persona e Amministrazione*, 2/2018; ID., *La full jurisdiction sulle sanzioni amministrative: continuità della funzione sanzionatoria v. separazione dei poteri*, in *Dir. amm.*, n. 1/2018, pp. 1 ss.

²⁸ Cfr. quanto affermato dal Consiglio di Stato (Consiglio di Stato, ordd. 2 ottobre 2014, n. 4491 e n. 4492, e Cons. Stato, Sez. VI, sent. 26 marzo 2015, n.n. 1595 e 1596 -sulle quali v. anche *infra* il paragrafo 5-), e le sollecitazioni dello stesso TAR del Lazio (cfr. TAR Lazio, 26 novembre 2014, nn. 11886 e 11887).

atti, e della distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie», sanciti esplicitamente dalla legge (artt. 187 *septies* e 195 TUF e art. 24 legge n. 262/2005) e non invece in conseguenza della applicazione al procedimento dell'art. 6 CEDU²⁹.

Questa posizione del Consiglio di Stato, ancorché non direttamente derivante dall'art. 6 CEDU, come interpretato dalla sentenza *Grande Stevens*, fu però evidentemente influenzata dal diritto internazionale. Essa ribaltava, infatti, l'orientamento consolidato interno circa il fatto che il contraddittorio garantito dal regolamento Consob sarebbe invece sufficiente a rispettare i principi di cui all'art. 187-*septies* e 195 TUF³⁰. Il ribaltamento derivava proprio dalla consapevolezza, da parte dell'organo di giustizia amministrativa, sulla afflittività di sanzioni di questo tipo, sulla natura, sostanzialmente penalistica di tali sanzioni, sulla insufficienza del contraddittorio garantito dai regolamenti Consob in questa materia.

A seguito della sentenza del Consiglio di Stato, la Consob modificò il procedimento sanzionatorio³¹ estendendo le garanzie della partecipazione, e in particolare assicurando maggiore tutela al contraddittorio, pur mantenendo alcune restrizioni al diritto di difesa giustificate -a giudizio della Consob stessa- da esigenze di efficienza, efficacia e buon andamento dell'azione amministrativa³².

In generale, la nuova normativa tende ad aumentare la trasparenza ed il contraddittorio, mentre poco modifica da un punto di vista della separazione tra attività istruttoria e attività decisoria³³.

In estrema sintesi, nel modello sanzionatorio Consob è stata introdotta la conoscenza della relazione finale e la possibilità di controdedurre ad essa, la cui mancanza costituiva oggettivamente una violazione assai macroscopica del principio del contraddittorio e della conoscenza degli atti.

²⁹ Nella specie, il Consiglio di Stato, pur pronunciando l'inammissibilità dell'appello proposto avverso la decisione del TAR del Lazio per difetto di interesse dei ricorrenti ritenendo la pretesa al "giusto procedimento" non giuridicamente rilevante e azionabile in giudizio in assenza del provvedimento sanzionatorio- ha ritenuto l'impianto sanzionatorio del regolamento Consob (nella specie, il regolamento Consob n. 15086 del 2005 all'epoca vigente) illegittimo per "violazione di legge" e non per contrasto con l'art. 6 della CEDU; ha cioè rilevato un contrasto tra normativa secondaria e legge ordinaria e non tra disciplina legislativa interna e norme CEDU. Del resto, il Consiglio di Stato, con ord. 2 ottobre 2014, n. 4491-4492, aveva già accolto la domanda cautelare relativa all'obbligo della Consob di adeguare il proprio regolamento sanzionatorio per le sanzioni "penali" in conseguenza della sentenza della Corte di Strasburgo nel caso *Grande Stevens*. Su queste pronunce cfr. B. RAGANELLI, *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale*, in *Giornale dir. amm.*, 2015, 511 ss.; E. DESANA, *Illegittimità del procedimento CONSOB: cronaca di una morte annunciata?*, in *Giur. it.*, 2015, 1434 ss.; EAD, *I procedimenti sanzionatori Banca d'Italia: l'"insostenibile leggerezza" dei termini*, ivi, 2016, 2442 ss., spec. 2447 ss.; L. TORCHIA, *Il potere sanzionatorio della Consob dinanzi alle Corti europee e nazionali*, in www.irpa.eu; W. TROISE MANGONI, *Procedimento sanzionatorio condotto dalla Consob e garanzia del contraddittorio: profili evolutivi anche alla luce della recente giurisprudenza interna e sovranazionale*, in *Dir. proc. amm.*, 2015, 597 ss., e volendo, E. BINDI, *Il Consiglio di Stato e i regolamenti sanzionatori della Consob: il primo caso di applicazione della sentenza della Corte EDU nel caso Grande Stevens c. Italia*, in Giustamm.it, 11, 2014

³⁰ Cfr. Cass., Sez. Un., 30 settembre 2009, n. 20935, cit.

³¹ La CONSOB con delibera n. 19521 del 24 febbraio 2016 aggiornò il Regolamento, pubblicato in G.U. n. 55 del 7 marzo 2016, modificando nuovamente il procedimento sanzionatorio adottato con delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013.

³² Cfr. già CONSOB, *Modifiche al Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob. Esiti della consultazione, 29 maggio 2015*, in www.consob.it, 6, dove si legge che: «La trasmissione della relazione finale USA a prescindere da concrete manifestazioni di interesse alla difesa nel procedimento in questione, favorirebbe infatti l'instaurarsi di meri comportamenti opportunistici - volti soltanto a dilazionare il termine per l'irrogazione della sanzione- al fine di privare la Commissione delle valutazioni di USA sulle deduzioni difensive. Tale adempimento deve pertanto essere correlato ad un interesse concreto alla difesa, manifestato dai soggetti interessati (evitando dunque i sopra menzionati comportamenti opportunistici). Esigenze di efficienza, efficacia e buon andamento dell'azione amministrativa inducono pertanto a non apportare le modifiche al Regolamento richieste dai rispondenti alla consultazione».

³³ Cfr. per alcune considerazioni al riguardo, E. BINDI, *L'ampliamento del contraddittorio nel procedimento sanzionatorio Consob: alcuni spunti per rafforzare un percorso già iniziato*, in *Rivista delle società*, 2023, 1, p. 128 ss.

Permane però un'impostazione di natura procedimentale: le autorità irrogano la sanzione, certamente dopo un procedimento articolato nel quale le parti possono interloquire, ma *senza che vi sia la possibilità di svolgere una reale istruttoria* su fatti che sono quasi sempre molto complessi.

Il contraddittorio è formalmente garantito, ma nella sostanza, non essendovi possibilità di istruttoria, poco utile. Predomina ancora l'idea che il punto di riferimento sia il contraddittorio procedimentale della legge sul procedimento amministrativo e non il contraddittorio orizzontale processuale. Nella sostanza la ricostruzione del fatto è inevitabilmente lasciata all'autorità amministrativa procedente³⁴. Anche la separazione tra chi istruisce la sanzione e chi la decide, come rilevato già dalla sentenza del Consiglio di Stato del 2015 è solo formale. In generale, dunque, il modello di contraddittorio seguito è di natura verticale, un rapporto cioè bilaterale tra l'autorità che esercita la pretesa sanzionatoria e il sanzionando che è destinatario del procedimento sanzionatorio, con una indubbia posizione di superiorità complessiva dell'autorità procedente³⁵.

Analoghe considerazioni si possono fare per la disciplina del procedimento sanzionatorio della Banca d'Italia, modificata nel 2016³⁶, in particolare con riguardo alla fase conclusiva della istruttoria³⁷.

Guardare poi alle prassi che negli anni sia la Consob che la Banca d'Italia hanno elaborato non induce a maggiore ottimismo, poiché emerge che i modelli valutativi delle fattispecie oggetto delle procedure sanzionatorie sono ormai standardizzati e presentano alcune "invarianti" quali, ad esempio: a) l'applicazione di un parametro generale come la *"sana e prudente gestione"* che ha permesso alle autorità di porre l'asticella sempre più alto e non conoscibile a priori, in modo che

³⁴ Sul diritto alla prova nel diritto amministrativo v. G. SCARSELLI, *La tutela dei diritti dinanzi alle autorità garanti*, Milano, 2000, 276, spec. nt. 91 per ampi riferimenti di dottrina. Sul diritto di partecipare all'assunzione dei mezzi di prova cfr. V. DENTI, *La giustizia civile: lezioni introduttive*, Bologna, 2004, 90, che parla di diritto di "difendersi provando"; E. ZUCCONI GALLI FONSECA, *Il contraddittorio davanti alle autorità amministrative indipendenti e la legittimazione ad impugnare i loro provvedimenti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2009, II, 354. *Contra* sul punto Cass. civ., Sez. II, 18 aprile 2018, n. 9517, dove si afferma che "non vi sarebbe necessità che le prove siano assunte alla costante presenza della parte interessata": cfr., su tale sentenza, i rilievi critici di G. CANALE, *Il giudizio di opposizione avverso sanzioni comminate dalla Banca d'Italia e i principi del processo*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2019, 542.

³⁵ Cfr. E. BINDI-A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia. Procedimenti e doppio binario al vaglio della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo*, Torino, 2018, 93 ss.; cfr. anche F. TIRIO, *Le garanzie nei procedimenti sanzionatori della Consob dopo la sentenza Grande Stevens e le successive modifiche regolamentari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2, 2018, 554 ss. Per un quadro generale sul contraddittorio procedimentale cfr. A. CARBONE, *Il contraddittorio procedimentale: Ordinamento nazionale e diritto europeo*, Torino, 2016, spec. 204 ss.

³⁶ La Banca d'Italia, con provvedimento del 3 maggio 2016, adottò il nuovo regolamento, pubblicato in G.U. n. 114 del 17 maggio 2016, abrogando il precedente provvedimento del 27 giugno 2011.

³⁷ Va però sottolineato che, a seguito della riforma del 2016, secondo il Regolamento della Banca d'Italia, il servizio procedente (Servizio CRE) esercita tutta l'attività istruttoria, e dopo aver esaminato le controdeduzioni, formula una proposta motivata, che viene trasmessa, unitamente agli atti del procedimento, al Direttorio, previo visto del Capo dipartimento vigilanza bancaria e finanziaria. La stessa proposta è trasmessa, entro il termine di trenta giorni, ai soggetti interessati che abbiano partecipato all'istruttoria, i quali, a loro volta, possono trasmettere al Direttorio sintetiche osservazioni scritte: ciò al fine di garantire agli interessati una più ampia difesa anche nella fase finale del procedimento di irrogazione della sanzione. Su queste basi il Direttorio, esaminate le ulteriori osservazioni eventualmente presentate dagli interessati, e acquisito il parere dell'Avvocato Generale, adotta il provvedimento, che può essere di accoglimento o di archiviazione, ma anche di richiesta di supplemento di istruttoria, o incidere sul *quantum* della proposta. Come è stato rilevato in dottrina il Regolamento della Banca d'Italia è dunque più garantista del Regolamento della Consob, sotto il profilo della trasmissione della proposta sanzionatoria ai sanzionati. "Mentre appunto il regolamento della Banca d'Italia (art. 1.5) prevede infatti, espressamente, che la proposta sanzionatoria sia trasmessa ai soggetti interessati, ai quali è concessa la facoltà, nei successivi trenta giorni, di presentare osservazioni scritte; se mai si può osservare che ciò è previsto solo per coloro che abbiano partecipato al procedimento, mentre chi ha manifestato disinteresse non viene notiziato di alcunché. Ancor'oggi carente sul punto è, invece, il regolamento Consob, il quale all'art. 6 prevede che la relazione finale con le proposte sanzionatorie sia trasmessa soltanto alla Commissione": così G. CANALE, *Il giudizio di opposizione avverso sanzioni comminate dalla Banca d'Italia e i principi del processo*, cit., 542.

nessuno sia immune da colpe; b) l'elaborazione di una c.d. *responsabilità di ruolo*, per lo più di tipo omissivo, a prescindere dalle competenze e dai concreti comportamenti individuali. Ed anche dal punto di vista delle prassi procedurali, le autorità ricorrono spesso all'apposizione del segreto d'ufficio su molti atti e documenti acquisiti al procedimento ispettivo, incluse le testimonianze. Così come non riconoscono alcun rilievo alle misure riparatorie e correttive (delle disfunzioni rilevate nell'esercizio dell'attività di vigilanza prodromica alla procedura sanzionatoria) poste in essere dai sanzionandi³⁸.

4. Le novità introdotte dal d. lgs. n. 72 del 2015

Sebbene i procedimenti sanzionatori della Banca d'Italia e della Consob non riescano a soddisfare pienamente le esigenze dell'equo processo, la Corte EDU, sempre nella sentenza *Grande Stevens*, ha ritenuto che l'esistenza di un giudizio *ex post* dotato di *full jurisdiction* sia sufficiente per "compensare" il vizio procedimentale (nella specie con riferimento al regolamento Consob).

La Corte EDU ha valutato pertanto se nel caso di specie le garanzie dell'art. 6 fossero almeno soddisfatte nel giudizio di opposizione alle sanzioni irrogate dalla Consob e, dopo avere accertato il difetto di pubblicità del procedimento giurisdizionale, ha accolto il ricorso sotto il profilo della mancanza dell'udienza pubblica.

In altre parole, la Corte EDU non ha rilevato un contrasto tra il procedimento di irrogazione della sanzione e l'art. 6 CEDU, ma soltanto una violazione dell'art. 6 nel giudizio di opposizione in relazione alla mancanza di pubblica udienza. Questo perché le garanzie del giusto processo possono trovare piena attuazione in maniera "differita" in sede di opposizione avverso il procedimento sanzionatorio. Il procedimento amministrativo finalizzato all'applicazione delle sanzioni, infatti, sarebbe solo la prima fase di un procedimento unitario seguita da due successive fasi rappresentate dal giudizio di opposizione e dal giudizio innanzi alla Corte di cassazione, nell'ambito delle quali la decisione amministrativa della Consob viene sottoposta al controllo di organi giurisdizionali (*tesi della continuità tra procedimento e processo*).

Il procedimento di impugnazione delle sanzioni Consob è stato pertanto riformato con il d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, che ha modificato i procedimenti di opposizione alle sanzioni amministrative, sia di Consob che di Banca d'Italia, secondo un medesimo modello³⁹.

È rimasta la giurisdizione della Corte di Appello in unico grado, nonché la competenza esclusiva della Corte di Appello di Roma per i procedimenti di impugnazione delle sanzioni della Banca d'Italia.

Con tale decreto, il procedimento assume una forma ibrida, con molte caratteristiche tipiche della giurisdizione sommaria, ma con qualche elemento di maggiore formalizzazione del processo. In particolare, è stabilito il diritto della parte ad essere sentita, sono stabiliti dei termini per la realizzazione del contraddittorio scritto, è prevista una udienza, nella quale la Corte di Appello può disporre «*anche d'ufficio i mezzi di prova che ritiene necessari*, nonché l'audizione personale delle

³⁸ Così S. AMOROSINO, *Effettività della tutela giurisdizionale ordinaria e ruolo del giudice amministrativo in tema di sanzioni di Banca d'Italia e Consob*, cit., 394-395.

³⁹ Per un esame delle novità introdotte dal decreto legislativo n. 72 del 2015 cfr. E. BINDI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia: il punto dopo gli interventi del Consiglio di Stato, la riforma del regolamento Consob e le nuove norme dettate dal legislatore italiano*, in *Giustamm.it.*, ottobre 2015; R. DELLA VECCHIA, P. TAMBURELLO, *Il regime sanzionatorio in materia bancaria e finanziaria: novità normative e spunti di riflessione*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it.*, luglio 2016; E. DESANA, *I procedimenti sanzionatori Banca d'Italia: l'“insostenibile leggerezza” dei termini*, in *Giur. it.*, 2016, 2442 ss.; F. SALERNO, *Poteri sanzionatori e responsabilità congiunta dei controllori*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it.*, 17, 2018 1 ss., spec. 21 ss.

parti che ne abbiano fatta richiesta» ed è prevista «successivamente» la discussione orale della causa.

La sentenza è depositata in cancelleria entro sessanta giorni e, quando una delle parti manifesti interesse alla pubblicazione anticipata del dispositivo, questo è pubblicato entro sette giorni dall'udienza di discussione. Con la sentenza la Corte di Appello può rigettare l'opposizione, e può accoglierla in tutto o in parte, riducendo anche l'ammontare della sanzione⁴⁰.

Nonostante qualche elemento di maggiore formalizzazione, il giudizio presenta ancora molti elementi ancora tipici del rito sommario. In particolare, l'istruzione probatoria è ancora regolata come un potere del giudice e non invece come un diritto delle parti⁴¹. È dunque il giudice che stabilisce, discrezionalmente, la necessità o meno dell'istruzione probatoria. L'udienza in questione, peraltro, non è dedicata all'ammissione dei mezzi di prova, poiché in essa vengono anche sentite le parti che ne abbiano fatto richiesta, e teoricamente ancora in quella stessa udienza può discutersi del merito della causa («successivamente le parti procedono alla discussione orale della causa» recita la norma).

Non vi è dunque la tradizionale scansione del processo di cognizione tra introduzione della causa, fase istruttoria e fase decisoria, poiché queste ultime due fasi sono sostanzialmente riunite, e, in ogni caso, la scelta di separarle spetta alla insindacabile valutazione discrezionale del giudice. Il giudizio di opposizione alle sanzioni Consob e Banca d'Italia, anche nella sua versione riformata dal d.lgs. n. 72 del 2015, presenta dunque delle deroghe rilevanti rispetto ai giudizi a cognizione piena. Questo determina alcune problematiche di compatibilità di questi riti assai più con l'ordinamento interno che con l'ordinamento convenzionale.

In definitiva, nel panorama complessivo dei procedimenti di opposizione alle sanzioni amministrative solo le sanzioni di Consob e di Banca d'Italia sono rimaste devolute nel nostro ordinamento ad una giurisdizione di unico grado con cognizione sommaria, in deroga ai principi generali di diritto interno e alle garanzie dell'equo processo convenzionali. Si continua dunque a mantenere ferma la soluzione a favore della giurisdizione della Corte di Appello, con rito camerale, soluzione, come si è visto, che non deriva da un processo di rinnovazione legislativa consapevole, ma solo da due sentenze della Corte costituzionale, che hanno deciso a favore della riespansione di una precedente normativa abrogata da un decreto legislativo (il "codice del processo amministrativo"), in seguito ritenuto viziato non nel merito, ma per eccesso di delega.

5. Il controllo del giudice ordinario: non è solo un problema di deferenza, ma di carenza di strumenti adeguati per sindacare l'esercizio del potere sanzionatorio

Per la verità, il diritto vivente ha cercato di porre rimedio in parte a tali carenze difensive. Come è stato giustamente sottolineato, mentre stante il dettato legislativo il ricorrente può replicare alla memoria dell'autorità resistente soltanto oralmente nell'unica udienza di trattazione prevista, le Corti d'Appello generalmente concedono al ricorrente un termine per replicare alla memoria depositata dall'autorità, alla quale a sua volta concedono un termine per replicare, fissando poi una seconda udienza di trattazione⁴².

Ciò non toglie che il controllo effettuato dal giudice ordinario rimane un controllo assai poco incisivo. In primo luogo, come si è detto, il rito prescritto, anche nella versione riformata dal d.lgs. n.

⁴⁰ Cfr., ancora, E. BINDI-A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia*, cit., 150 ss.

⁴¹ Come si è sopra detto, la norma recita «all'udienza la Corte d'appello dispone, anche d'ufficio, i mezzi di prova che ritiene necessari».

⁴² Così S. AMOROSINO, *Effettività della tutela giurisdizionale ordinaria e ruolo del giudice amministrativo in tema di sanzioni di Banca d'Italia e Consob*, cit., 399.

72 del 2015, presenta già delle deroghe rilevanti rispetto ai giudizi a cognizione piena e quindi mal si confà ad una *full jurisdiction*, vi è cioè un'inconciliabilità tra la funzione sostanziale di ricostruzione della vicenda che il giudice ordinario sostiene di effettuare, e la forma del rito sommario con unico grado di giudizio, che ancora caratterizza il giudizio di opposizione alle sanzioni Banca d'Italia e Consob.⁴³

Inoltre, per quanto il giudizio di opposizione alla sanzione sia dotato di *full jurisdiction*, questo è comunque sempre un giudizio che viene svolto su fatti acclarati non in contraddittorio, e quindi sostanzialmente un giudizio sulla prospettazione, fattuale e giuridica, proposta dall'autorità amministrativa. Ne consegue che il giudice non può che sindacare l'atto della pubblica amministrazione sulla base di quella prospettazione, e non di una diversa che non ha invece avuto accesso al provvedimento finale. Il che significa che una non corretta decisione per così dire "di primo grado", conseguente ad una istruttoria parziale, è idonea a compromettere il giudizio successivo, dato che quest'ultimo è sempre e comunque un giudizio di natura impugnatoria⁴⁴.

È vero che per giurisprudenza costante della Cassazione, il giudizio "*investe il rapporto e non l'atto e, quindi sussiste la cognizione piena del giudice*"⁴⁵, ma alla fine, dietro il rinvio alla sede giurisdizionale della tutela del diritto di difesa del soggetto sottoposto a procedimento sanzionatorio delle autorità indipendenti, giustificato dall'esercizio di un sindacato pieno del giudice, si cela il rischio che le garanzie di difesa non vengano soddisfatte né prima né dopo⁴⁶.

Senza dimenticare poi un rilievo troppo spesso trascurato che, in termini di ricadute sulla sfera soggettiva del privato, il vedersi accogliere il ricorso in opposizione con conseguente annullamento della sanzione, è ben diverso dall'ottenere l'archiviazione del procedimento senza l'irrogazione della sanzione⁴⁷.

Soprattutto nel settore dei mercati finanziari, nei quali le sanzioni irrogate incidono direttamente, in modo rilevante, sulla reputazione dei sanzionati, essendo soggette per legge alla pubblicazione, con l'ulteriore danno di compromettere la capacità dei quest'ultimi di assumere ulteriori incarichi o partecipazioni rilevanti presso gli intermediari vigilati.

Del resto, il controllo effettuato dal giudice ordinario in sede di opposizione non è incisivo non soltanto per un atteggiamento deferente⁴⁸, ma soprattutto perché a differenza del giudice

⁴³ Cfr. E. BINDI-A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia*, cit., 136 ss. spec. 153-155. Sul punto cfr. anche S. AMOROSINO, *Effettività della tutela giurisdizionale ordinaria e ruolo del giudice amministrativo in tema di sanzioni di Banca d'Italia e Consob*, cit., 400-401.

⁴⁴ C. DEODATO, *Sanzioni formalmente amministrative e sostanzialmente penali: i problemi procedurali connessi all'applicazione delle sanzioni Consob in materia di market abuse (e alcune soluzioni)*, in [Federalismi.it](https://www.federalismi.it), 23, 2019.

⁴⁵ Così Cass., Sez. un., 28 gennaio 2010, n. 1786. In particolare, con riferimento ai provvedimenti sanzionatori emanati dalla Banca d'Italia, si veda, tra le altre, Cass. civ., Sez. II, 14 giugno 2013, n. 15019; Cass. civ., Sez. I, 7 agosto 2014, n. 17799; Cass. civ., Sez. II, 14 dicembre 2015, n. 25141. Con riguardo alle sanzioni irrogate dalla Consob, cfr. Cass. civ., Sez. II, 29 ottobre 2018, n. 27365; Cass. civ., Sez. II, 6 dicembre 2018, n. 31635.

⁴⁶ Sul punto cfr. E. BINDI-A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia*, cit., 176.

⁴⁷ Cfr. W. TROISE MANGONI, *L'impugnazione delle sanzioni irrogate dalla Banca d'Italia e dalla Consob: l'insoddisfacente qualificazione dei vizi attinenti alla motivazione del provvedimento nella prospettiva giurisprudenziale del giudizio sul rapporto*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2020, 2, 98 ss. Al riguardo cfr. anche quanto affermato dalla Corte Edu nella sentenza *Grande Stevens*, cit. e in particolare l'*Opinione in parte concordante e in parte dissenziente* dei giudici Karakaş e Pinto de Albuquerque, spec. parr. 32-33, dove si sottolinea che il sanzionando ha il diritto di non essere sanzionato e non soltanto quello di reagire, se sanzionato, ottenendo la revisione dell'atto sanzionatorio da parte della Corte d'Appello. Ritiene condivisibili le osservazioni della relazione di minoranza dei giudici Karakaş e Pinto de Albuquerque W. TROISE MANGONI, *(Procedimento sanzionatorio condotto dalla Consob e garanzia del contraddittorio: profili evolutivi anche alla luce della recente giurisprudenza interna e sovranazionale)*, cit., p. 637, nt. 57 e 638, nt. 6.

⁴⁸ Cfr. R. COSTI, *La difesa del sanzionato: una missione impossibile*, in *Banca Impresa Società*, 2019, fasc. 1, 3. La casistica sembra, difatti, dimostrare che assai di rado i giudizi di opposizione a queste sanzioni si concludono con sentenze di accoglimento che sostituiscono la valutazione dell'autorità con quella del giudice. E dato che oltre il 90% dei giudizi vengono definiti da pronunce di rigetto, gli avvocati del sanzionato si affannano nella ricerca di vizi formali del

amministrativo non ha strumenti adeguati per sindacare l'esercizio del potere sanzionatorio. Quest'ultimo, difatti, ha ormai a disposizione strumenti per «l'accertamento di fatti o l'acquisizione di valutazioni che richiedono particolari competenze tecniche» (art. 63, co. 4, cod. proc. amm.), che gli permettono di esercitare un controllo più incisivo. E soprattutto esercita il sindacato sull'eccesso di potere amministrativo che, attraverso le sue figure sintomatiche, costituisce ancora oggi lo strumento per assicurare, da un lato, quella sfera insindacabile della scelta amministrativa che è connaturata all'esercizio della funzione amministrativa e, dall'altro lato, la miglior garanzia per i cittadini circa il corretto esercizio del potere. Del resto, se il giudizio è sul rapporto e non sull'atto, l'eccesso di potere non si può dedurre, come ci ha ricordato la stessa Cassazione in una recente pronuncia⁴⁹.

Non convince poi l'orientamento prevalente, specialmente nella giurisprudenza della Cassazione ma accolto anche nella giurisprudenza amministrativa, che distingue tra potere regolamentare e potere sanzionatorio, discrezionale il primo, vincolato il secondo, sia in relazione all'*an* che in relazione al *quantum* della sanzione. L'attività sarebbe quindi vincolata al mero accertamento del profilo oggettivo e soggettivo della violazione, a seguito di una attività interpretativa di norme, tanto che la sanzione verrebbe assunta solo sulla base della gravità della violazione e, pertanto, non in forza di una operazione connotata da discrezionalità amministrativa che implica una ponderazione tra interessi primari e secondari⁵⁰.

Questo orientamento è peraltro ormai da tempo oggetto di critiche da parte della dottrina, che si interroga su quale sia la vera natura del potere sanzionatorio e lo inquadra nell'ambito della discrezionalità amministrativa e non in quello della mera interpretazione normativa⁵¹. In primo luogo, perché l'attività sanzionatoria delle autorità di regolazione dei mercati finanziari involge l'applicazione di concetti giuridici indeterminati, di natura largamente valoriale, che attribuiscono all'autorità un ampio spazio valutativo e quindi assumono determinatezza solo a seguito di una valutazione e ponderazione dell'interesse pubblico sussidiato (la stabilità, il buon funzionamento del mercato) con gli altri interessi determinati nella norma⁵². In secondo luogo, perché in relazione al *quantum* della sanzione irrogabile, la forbice tra il minimo e il massimo è amplissima.

Solo quindi un giudice dotato degli strumenti adeguati quale è il giudice amministrativo può assicurare, da un lato, quella sfera insindacabile della scelta amministrativa che è connaturata all'esercizio di un potere discrezionale e, dall'altro lato, la miglior garanzia per i cittadini circa il corretto esercizio del potere⁵³.

Continuare a lasciare al giudice ordinario la giurisdizione in materia di sanzioni Banca d'Italia e Consob equivale a creare, in un settore sensibile quale quello finanziario, una innegabile spaccatura nel livello delle garanzie, tutela dei diritti, e certezza del diritto.

Infine, non possono essere sottovalutate le rilevanti divergenze giurisprudenziali sulla natura penale della sanzione amministrativa tra giudice ordinario e giudice amministrativo. Mentre il

provvedimento (ad esempio, la non osservanza di termini entro i quali debba essere contestata la violazione) che non possono ovviamente essere neutralizzati da un atteggiamento deferente.

⁴⁹ Cfr. Cass. civ., Sez. II, n. 24081 del 21 febbraio 2019, (dep. 26 settembre 2019)

⁵⁰ Cfr. ad es. Cass. civ., Sez. un. 11 luglio 2001 n. 9383, dove si afferma che "il criterio legale che la detta scelta deve seguire è soltanto la commisurazione della sanzione all'entità della violazione, conformemente al contenuto tipico di ogni potere punitivo, sia di tipo penale che di carattere amministrativo".

⁵¹ Cfr. S. CIMINI, *Il potere sanzionatorio delle amministrazioni pubbliche: uno studio critico*, Napoli, 2017, 91 ss.; F. GOISIS, *Discrezionalità ed autoritatività nelle sanzioni amministrative pecuniarie, tra tradizionali preoccupazioni di sistema e nuove prospettive di diritto europeo*, in *Riv.it.dir.pubbl.com.*, 2013, 79 ss.

⁵² Cfr. Cons. di Stato, Sez. VI, 15 luglio 2019, n. 4990.

⁵³ Cfr. ancora Cons. di Stato, Sez. VI, 15 luglio 2019, n. 4990, cit.

Consiglio di Stato si conforma ai principi convenzionali come interpretati dalla Corte EDU⁵⁴, la giurisprudenza della Corte di cassazione⁵⁵ si scontra inevitabilmente con i criteri *Engel* elaborati con ormai granitica giurisprudenza della Corte europea⁵⁶ e accolti anche dalla Corte di Giustizia. E proprio attraverso la tecnica del *distinguishing*, portata all'eccesso, tra sanzioni per *market abuse* e tutte le altre sanzioni irrogate da Banca d'Italia e Consob, risolve a monte il problema dell'estensione delle garanzie dell'art. 6 ai procedimenti sanzionatori delle autorità di regolazione dei mercati⁵⁷. In altre parole, la Cassazione riesce a non rinnegare il principio – e quindi la astratta supremazia della decisione e della fonte sulla quale essa si basa – ma a lasciare, nella sostanza, le cose come sono.

Rimangono, in definitiva, rilevanti divergenze giurisprudenziali in tema di natura della sanzione irrogata da Banca d'Italia e Consob tra giurisdizione civile e giurisdizione amministrativa con conseguente incertezza del diritto e diversità di trattamento del sanzionato a seconda -a parità di situazione- della giurisdizione alla quale si è sottoposti.

Quanto detto è ulteriore conferma di quanto sia importante la questione della giurisdizione in materia di sanzioni irrogate dalla Banca d'Italia e dalla Consob, sulla quale il d.lgs. 72 del 2015, come si è visto, non è intervenuto. Attribuire la competenza al giudice amministrativo anche le sanzioni di queste due autorità indipendenti non solo riporterebbe coerenza nel sistema, visto che è il giudice amministrativo competente in relazione al giudizio di opposizione avverso l'atto sanzionatorio delle altre autorità indipendenti, ma contribuirebbe anche a creare un modello di giurisdizione sostanzialmente uniforme nei confronti delle sanzioni di tutte le autorità di regolazione dei mercati finanziari che, indubbiamente, presentano caratteristiche comuni.

6. *L'auspicabile ritorno al giudice amministrativo: l'art. 19bis, lett. e), della legge 11 marzo 2025, n. 28*

Traendo le fila di questo *excursus* sul giudizio di opposizione alle sanzioni Banca d'Italia e Consob, non si può che giungere ad un auspicio: il ritorno alla giurisdizione del giudice amministrativo del

⁵⁴ Cfr., ad esempio, Cons. Stato, Sez. VI, 28 marzo 2019, n. 2042 e n. 2043, sulle quali cfr. E. BINDI, A. PISANESCHI, *Il Consiglio di Stato annulla il regolamento sulle procedure sanzionatorie dell'IVASS. Quale il rationale della giurisdizione ordinaria sulle sanzioni Consob e Banca d'Italia?*, in *Giustamm.it*, 2019.

⁵⁵ Legge 11 marzo 2025, n. 28, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n. 66 del 20 marzo 2025, e entrata in vigore il 21 marzo 2025.

⁵⁶ Non si possono nutrire dubbi su quale sia l'orientamento consolidato della giurisprudenza convenzionale, visto che la Corte europea si è espressa ormai con fermezza sulla natura punitiva delle sanzioni formalmente amministrative, se sussiste *almeno uno* dei due criteri sostanziali *Engel* (cioè, o la natura stessa della sanzione o il *grado di severità* della medesima), distinguendo semmai le sanzioni amministrative sostanzialmente penali a seconda del grado della loro afflittività: in *minor offences*, ovvero sanzioni che, pur rientrando nei criteri *Engel*, sono tuttavia di *lieve entità*; e *criminal offences*, sanzioni che maggiormente si avvicinano all'*hard core of criminal law*, in quanto afflittive rispetto alla persona e non solo rispetto al patrimonio (e in questa categoria rientrano le sanzioni per *market abuse*). Sul punto sia consentito rinviare a E. BINDI, A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia*, cit., 72 ss.

⁵⁷ La tesi del *distinguishing* è stata indirettamente criticata dalla stessa Corte costituzionale nella recente sentenza n. 63 del 2019, con la quale la Corte ha ritenuto di poter applicare alle sanzioni Consob – il caso proposto riguardava gli abusi di mercato – il principio di retroattività favorevole. In tale decisione la Corte aggiunge che la giurisprudenza EDU deve essere interpretata al di là dei casi espressamente considerati. Su questa sentenza cfr. M. SCOLETTA, *Retroattività favorevole e sanzioni amministrative punitive: la svolta, finalmente, della Corte costituzionale*, in *Dir. pen. cont.*, 2 aprile 2019; G. VITALI, *I recenti approdi della Consulta sui rapporti tra Corte e Corti. Brevi considerazioni sulle sentenze n. 20 e 63 del 2019 della Corte costituzionale*, in *Federalismi.it*, 22 maggio 2019; S. CATALANO, *Doppia pregiudizialità: una svolta opportuna della Corte costituzionale*, ivi; E. BINDI-A PISANESCHI, *La retroattività in mitius delle sanzioni Consob*, in *Giur. comm.* 2019, 1015 ss.

sindacato su tali sanzioni. Del resto, che sia questa la soluzione cui arriverà il legislatore delegato trova fondamento nell'art. 19 *bis*, *lett. e*, della legge delega del 11 marzo 2025, n. 28⁵⁸.

Alla *lett. e*) di tale articolo si disciplina, infatti, la «revisione delle competenze giurisdizionali e del rito applicabile in materia di ricorsi avverso le sanzioni previste dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, prevedendo la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo per qualsiasi domanda conseguente all'emanazione della sanzione e la competenza funzionale del tribunale amministrativo regionale della Lombardia, sede di Milano».

Le ragioni alla base del trasferimento della giurisdizione al giudice amministrativo sono, difatti, evidenti per tutti i motivi già ricordati⁵⁹.

In particolare, per esigenze di razionalizzazione e coerenza del sistema, visto che il sindacato sui provvedimenti sanzionatori di tutte le altre autorità di regolazione è attribuito alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo.

In secondo luogo, l'applicazione di concetti indeterminati richiedono valutazioni di tipo discrezionale, e come si è visto il giudice della discrezionalità nel nostro ordinamento è il giudice amministrativo.

In terzo luogo, se il giudizio verte sul rapporto e non sull'atto, come costantemente ribadito dalla Cassazione, l'eccesso di potere non si può dedurre. Quindi, il giudizio sul rapporto ha come conseguenza la svalutazione totale o comunque potenziale non solo delle garanzie procedurali, ma forse anche dello stesso ruolo delle autorità indipendenti e della proceduralizzazione al loro interno.⁶⁰ E per non svalutare il loro ruolo, occorre sindacare l'atto amministrativo e quindi il sindacato nel nostro ordinamento non può che spettare al giudice amministrativo.

In quarto luogo, come già sottolineato dal Consiglio di Stato nel 2003⁶¹, ai fini dell'attribuzione della giurisdizione, non ha alcuna giustificazione la distinzione tra attività di vigilanza e attività sanzionatoria. Se i provvedimenti sanzionatori sono funzionalmente collegati all'attività di vigilanza, su cui è competente il giudice amministrativo, non vi è ragione di attribuire alla giurisdizione ordinaria la competenza sui provvedimenti sanzionatori. Lo stretto collegamento tra le due attività si è reso, del resto, ancor più evidente con la crisi del 2008, a seguito della quale le autorità hanno utilizzato i provvedimenti sanzionatori come un essenziale strumento di vigilanza, rendendo più labile la distinzione tra attività di vigilanza e attività sanzionatoria.

⁵⁸ La tesi del *distinguishing* è stata indirettamente criticata dalla stessa Corte costituzionale nella recente sentenza n. 63 del 2019, con la quale la Corte ha ritenuto di poter applicare alle sanzioni Consob – il caso proposto riguardava gli abusi di mercato – il principio di retroattività favorevole. In tale decisione la Corte aggiunge che la giurisprudenza EDU deve essere interpretata al di là dei casi espressamente considerati. Su questa sentenza cfr. M. SCOLETTA, *Retroattività favorevole e sanzioni amministrative punitive: la svolta, finalmente, della Corte costituzionale*, in *Dir. pen. cont.*, 2 aprile 2019; G. VITALI, *I recenti approdi della Consulta sui rapporti tra Corte e Corti. Brevi considerazioni sulle sentenze n. 20 e 63 del 2019 della Corte costituzionale*, in [Federalismi.it](https://www.federalismi.it), 22 maggio 2019; S. CATALANO, *Doppia pregiudizialità: una svolta opportuna della Corte costituzionale*, *ivi*; E. BINDI, A. PISANESCHI, *La retroattività in mitius delle sanzioni Consob*, in *Giurisprudenza Commerciale* 2019, 1015 ss.

⁵⁹ L'indifferibilità di questa soluzione non viene meno neppure se il giudice ordinario dovesse superare il proprio atteggiamento di deferenza, sebbene secondo alcuni al momento questa ipotesi sia piuttosto remota per il timore dell'impopolarità di pronunce a favore della "casta" bancaria o finanziaria: cfr. G. ROMAGNOLI, *La giurisdizione sui "regolamenti sanzionatori" di Consob spetta al giudice amministrativo. Nota a Consiglio di Stato, Sez. VI, 26 febbraio 2019, n. 1355*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, aprile-giugno, 16. Tuttavia per un esempio di piccoli passi in tale direzione cfr. la sentenza della Cassazione civile, Sez. II, 25 febbraio 2020, n. 4962. Per approfondimenti sul punto, sia consentito rinviare a E. BINDI, *Il procedimento di opposizione alle sanzioni di Banca d'Italia e Consob: un'anomalia del sistema italiano*, in [Rivista della Regolazione dei Mercati](https://www.rivista.regolazione.it), 2020, 2, 280 ss.

⁶⁰ Cfr. M. CLARICH, *Sanzioni delle autorità indipendenti e garanzie del contraddittorio*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2020, 2, 40 ss.

⁶¹ Cfr. Cons. St., VI, 13 maggio 2003, n. 2533, cit.

Quanto detto, non vuol significare perdere di vista la necessaria distinzione tra le due attività, tra attività di amministrazione attiva e attività sanzionatoria, tra il sorvegliare e il punire, perché occorre bilanciare tra le ragioni dell'effettività dell'azione delle autorità e le ragioni della garanzia della difesa, (applicando ai relativi procedimenti -di vigilanza e sanzionatori- il regime giuridico più appropriato agli effettivi poteri esercitati)⁶². Significa soltanto attribuire al medesimo giudice il controllo su due attività funzionalmente connesse, ma che non devono confondere i relativi strumenti di azione.

L'auspicabile ritorno al giudice amministrativo (che ha elaborato strumenti in grado di assicurare, da un lato, quella sfera insindacabile della scelta amministrativa che è connaturata all'esercizio della funzione amministrativa e, dall'altro lato, la miglior garanzia per i cittadini circa il corretto esercizio del potere) non deve, tuttavia, far perdere di vista due ulteriori obiettivi da raggiungere.

Il primo obiettivo concerne gli interventi sui regolamenti sanzionatori cui ancora le autorità debbono porre mano per colmare, se non altro, le carenze in termini di separazione tra attività istruttoria e attività decisoria, ancora sussistenti nonostante le riforme del 2015 per Consob e del 2016 per Banca d'Italia. Carenze presenti, secondo la Corte costituzionale, anche nel procedimento sanzionatorio dell'Antitrust in tema di concorrenza, dove manca una reale separazione tra le funzioni istruttorie -attribuite agli uffici amministrativi alle dipendenze del Segretario generale-, e funzioni decisorie -attribuite al collegio dei componenti, guidato dal Presidente dell'Autorità-⁶³. Carenze quindi presenti anche in un procedimento, qual è quello dell'Antitrust, che invece costituisce un possibile punto riferimento, dal punto di vista delle garanzie del contraddittorio, per i procedimenti sanzionatori di Banca d'Italia e Consob⁶⁴.

Con riguardo a questo obiettivo, ancora l'art. 19 *bis*, alla *lett. c)* prevede adesso la «revisione delle disposizioni sulle procedure sanzionatorie, nel rispetto dei principi del contraddittorio, della piena conoscenza degli atti istruttori, della pubblicità, della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie e di celerità e certezza dei termini».

L'altro obiettivo da raggiungere è l'intervento legislativo per evitare che dietro l'etichetta "sanzione amministrativa" si celi una sanzione penale, per evitare cioè le ipotesi di doppio binario sanzionatorio. Il legislatore dovrebbe quindi introdurre un meccanismo deterrente a sanzioni crescenti: dagli illeciti amministrativi per le condotte meno lesive, alla repressione penale nei casi più gravi, assumendo come parametro discrezionale la proporzionalità tra entità dell'offesa e tutela dei beni giuridici in gioco⁶⁵.

Solo facendo chiarezza tra le categorie di sanzioni si ottempera ai principi convenzionali e costituzionali. I procedimenti sanzionatori delle autorità indipendenti, anche quelli più garantistici quale quello dell'Antitrust, non possono soddisfare i requisiti richiesti per irrogare una sanzione sostanzialmente penale, in quanto sulla fondatezza dell'accusa penale giudica un'autorità che è

⁶² Cfr. N. VETTORI, *Sistema amministrativo e sanzioni Consob nella recente giurisprudenza interna e sovranazionale: alcune implicazioni*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'Economia.*, 2020, 2, 185 ss.

⁶³ Cfr. [Corte cost., 31 gennaio 2019, n. 13](#), con osservazione di M. CHIARELLI, *L'Autorità garante della concorrenza non è giudice: nota a Corte costituzionale 31 gennaio 2019, n. 13*, in *Federalismi.it*, 2019.

⁶⁴ Cfr. E. BINDI-A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia*, cit., 129 ss.

⁶⁵ Come appunto attualmente accade nel Regno Unito. Sul punto cfr. G. GIORGINI PIGNATIELLO, *Regno Unito e Italia: qualche riflessione sul* ne bis in idem *sostanziale in materia di manipolazione del mercato*, in *Arch. pen.*, 2018, fasc.1, 3 ss., spec. 22. Così come un modello cui guardare è quello francese; la Francia ha recentemente introdotto un meccanismo di coordinamento tra AMF (*Autorité de Marchés Financiers*) e autorità giudiziaria che assicura l'alternatività tra l'esercizio dell'azione penale e l'instaurazione del procedimento amministrativo, così da garantire l'unicità del procedimento punitivo a carico della medesima persona per uno stesso fatto di abuso di mercato: cfr. la legge francese n. 2016-819 del 21 giugno 2016. Sul punto cfr. M. SCOLETTA, *Il* ne bis in idem *"preso sul serio": la Corte EDU sulla illegittimità del doppio binario francese in materia di abusi di mercato (e i possibili riflessi nell'ordinamento italiano)*, in *Dir. pen. cont.*, 17 giugno 2019. Per un excursus sull'evoluzione del modello sanzionatorio delle autorità di regolazione dei mercati in Francia, cfr., A. TONETTI, *Il nuovo procedimento sanzionatorio della Consob*, in *Giornale dir. amm.*, 2005, 1229 ss.

carente dell'“essenziale requisito della terzietà” (come evidenziato sempre dalla Corte costituzionale⁶⁶). E il successivo sindacato del giudice, che sia ordinario o amministrativo, per quanto pieno (la c.d. *full jurisdiction*), giunge sempre dopo che la sanzione ha già inciso, come si è visto, sui diritti fondamentali del sanzionato, tra cui il diritto al lavoro.

Ma anche con riguardo a questo obiettivo, sempre l'art. 19 *bis*, alla *lett. a)* prevede finalmente l'«individuazione, selezione, determinazione e coordinamento delle condotte illecite e dei trattamenti sanzionatori, anche in ragione della rilevanza delle condotte e della loro continuazione, nonché distinguendo l'ambito delle sanzioni amministrative e penali sulla base del criterio di offensività»; inoltre, alla *lett. b)* prevede l'«individuazione dei casi di applicazione del principio del *ne bis in idem* ai fini della più adeguata valorizzazione di tale principio e, ove opportuno, individuazione delle ipotesi di retroattività della *lex mitior* in materia di sanzioni amministrative». Infine nell'ottica di una maggiore collaborazione tra sanzionandi e autorità alla *lett. c)* è stata disposta la «facilitazione del ricorso a strumenti di definizione preventiva o alternativa dei procedimenti sanzionatori amministrativi in funzione deflattiva del contenzioso, anche mediante la previsione di meccanismi di applicazione concordata della sanzione».

In conclusione, alla luce della legge delega n. 28 del 2025 si può dire che nel procedere attraverso questo lungo, travagliato e a tratti oscuro percorso si stia finalmente intravedendo la luce.

⁶⁶ Cfr. [Corte cost., 31 gennaio 2019, n. 13](#), cit., punti 4e 5 del *Considerato in diritto*.

MARCO MARIA SCOLETTA

Il doppio binario sanzionatorio degli abusi di mercato: limiti e prospettive

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il doppio binario punitivo degli abusi di mercato nella disciplina interna. – 3. Gli obblighi di tutela derivanti dal diritto UE sul piano penale e amministrativo: necessità o facoltà? – 4. Il doppio binario punitivo nella giurisprudenza della Corte europea e della Corte di Giustizia. – 5. La doppia valenza “sostanziale” e “processuale” del principio del *ne bis in idem* nella giurisprudenza della Corte costituzionale. 6. Il recepimento della giurisprudenza europea sul *ne bis in idem* nella giurisprudenza “domestica” sugli abusi di mercato – 7. Dubbi di legittimità costituzionale dell’art. 187-terdecies e la (ancora) incerta compatibilità con la garanzia convenzionale di *ne bis in idem*.

ABSTRACT. *The essay addresses the problematic compatibility of the dual sanctioning track in matters of market abuse with the principle of ne bis in idem, examining the interaction between domestic law, European Union law and the European Convention on Human Rights. The analysis starts from the reconstruction of the national punitive system which provides for the coexistence of criminal and administrative sanctions for market abuse, questioning the nature – optional or mandatory – of the protection obligations deriving from EU law on the criminal and administrative level. The contribution critically examines the case law of the ECHR and the Court of Justice of the European Union on the dual punitive track, highlighting the interpretative tensions between the two Courts. Particular attention is devoted to the dual value, substantive and procedural, of the principle of ne bis in idem in the jurisprudence of the Constitutional Court and the reception of European jurisprudence by national judges in cases concerning market abuse. The study concludes with the examination of doubts about the constitutional legitimacy of art. 187-terdecies TUF, highlighting the persistent uncertainty about the compatibility of the national system with the conventional guarantee of ne bis in idem and calling for a clarifying legislative intervention or, alternatively, a definitive jurisprudential solution.*

1. Premessa

L’apparato punitivo degli abusi di mercato è composto da un sistema sinergico di sanzioni penali e sanzioni amministrative, che integrano un modello punitivo c.d. “a doppio binario” (fondato, appunto, sulla previsione sia di illeciti amministrativi, previsti agli artt. 187-bis ss., sia di illeciti penali, previsti agli artt. 184 e 185).

Più precisamente, si tratta di un doppio binario “cumulativo”, perché il gradualismo sanzionatorio non si esprime con un ‘passaggio’ dalla comminatoria di sanzioni amministrative – per gli illeciti meno gravi – a quella di sanzioni penali – per gli illeciti più gravi (secondo il modello di doppio binario “alternativo”), ma si realizza con la previsione, per i fatti più gravi, di sanzioni penali “in aggiunta” a quelle amministrative.

Trova così attuazione una duplicazione punitiva dei medesimi fatti illeciti, che trova riscontro non solo sul piano sostanziale (cumulo di misure sanzionatorie) ma anche su quello processuale (cumulo di procedimenti sanzionatori).

Ebbene, l’assetto punitivo così congegnato e attualmente vigente nel nostro ordinamento pone una serie di questioni problematiche, che attengono sia alla sua conformità ai vincoli costituzionali e convenzionali – non solo rispetto al parametro del *ne bis in idem*, ma anche rispetto alle istanze di legalità della pena ex art. 25 Cost. – sia alla corretta interpretazione dell’ampio disposto normativo dell’art. 187-terdecies (e, di conseguenza, alla sua concreta portata applicativa in sede giudiziaria).

Al fine di fare emergere tali persistenti problematiche occorre, anzitutto, una ricognizione del quadro legislativo eurounitario nel quale la disciplina punitiva nazionale degli abusi di mercato trova la propria fonte; in secondo luogo, una sintetica ricostruzione della giurisprudenza europea e “domestica” che disegna il “volto attuale” del doppio binario sanzionatorio alla luce dell’operatività del principio fondamentale di *ne bis in idem*.

2. Il doppio binario punitivo degli abusi di mercato nella disciplina interna.

Ai fini della presente indagine, è innanzitutto necessario evidenziare che, se è possibile che alcuni fatti costituiscano esclusivamente illeciti amministrativi – così ad esempio (oltre alle violazioni sanzionate dall’art. 187-*quater*) le condotte di manipolazione del mercato che restano sul piano del “pericolo astratto” (art. 187-*ter*) – è sostanzialmente impossibile che gli abusi penalmente tipici non costituiscano altresì illeciti amministrativi. Così, le condotte manipolative che raggiungono la soglia del “pericolo concreto” tipizzata all’art. 185 (risultando cioè caratterizzate dalla concreta idoneità a determinare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari) integreranno contestualmente anche una delle forme di manipolazione del mercato descritte dall’art. 15 del Regolamento UE n. 596/2014 (MAR) e sanzionate dall’art. 187-*ter*; per quanto riguarda poi l’abuso di informazioni privilegiate si assiste ad una sostanziale sovrapposizione tra le condotte penalmente rilevanti descritte dall’art. 184 e quelle descritte dall’art. 14 MAR e sanzionate sul piano formalmente amministrativo dell’art. 187-*bis* (per cui, in questo caso, il cumulo sanzionatorio si prospetta come un effetto strutturale del sistema, risultando ciascuna condotta di *insider trading* “doppiamente tipica”).

Invero, il cumulo punitivo – e dunque il “concorso reale” tra le due norme sanzionatorie del medesimo fatto – è espressamente previsto nella formulazione legislativa degli illeciti amministrativi (artt. 187-*bis* e 187-*ter*), che – derogando alla regola generale del “concorso apparente” tra illeciti penali e illeciti amministrativi che si pongono in rapporto di specialità (ex art. 9 legge n. 689/1981)¹ – fanno “*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*”.

Agli artt. 187-*decies* ss. è poi disciplinato il rapporto tra i due procedimenti sanzionatori dello stesso fatto, prevedendosi una serie di istituti di coordinamento tra le autorità procedenti (CONSOB e organi giudiziari), nonché e soprattutto – segnatamente all’art. 187-*terdecies* – uno specifico meccanismo di compensazione punitiva, che – come vedremo *infra* – consente di scomputare almeno una parte delle sanzioni già irrogate, così attenuando gli effetti del cumulo materiale tra le pene irrogabili all’esito dei due procedimenti e in questo modo rispondendo alle generali istanze del principio di *ne bis in idem* sostanziale².

Il regime punitivo a doppio binario risale alla legge n. 69/2005, cioè la legge che ha recepito la Direttiva 2003/6/CE (MAD I) ed ha introdotto gli illeciti amministrativi di abuso di mercato, integrando in questo modo la precedente tutela punitiva esclusivamente affidata alle fattispecie penali³.

¹ M. DALLACASA, *Principio di specialità e rinascita di un sistema di diritto dell’illecito amministrativo*, in *Ind. pen.*, 1984, 29; G. PICA, *I rapporti tra illecito penale ed amministrativo alla luce dell’art. 9 l. 24 novembre 1981 n. 689: spunti critici e profili di incostituzionalità. Comunicazione presentata al Convegno sulle “Modifiche al sistema penale organizzato dalla I.S.I.S.C., Siracusa, 14-17 aprile 1983*, in *Giust. pen.*, 1985, 367; C. PIERGALLINI, *Il concorso di norme penali e norme sanzionatorie amministrative al banco di prova della Corte Costituzionale: chiaroscuri di una decisione importante*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1989, 772.

² N. MADIA, *Ne bis in idem europeo e giustizia penale*, Cedam, Padova, 2020, 44; A.F. TRIPODI, *L’ente nel doppio binario punitivo. Note sulla configurazione metaindividuale dei doppi binari sanzionatori*, in *Sist. pen.*, 28.12.2020, 9; in generale su tale principio v. ora M. SCOLETTA, *Idem crimen. Dal “fatto” al “tipo” nel concorso apparente di norme penali*, Giappichelli, Torino, 2023, 286 e ivi ampi riferimenti.

³ G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell’abuso di mercato*, in *riv. Soc.*, 2004.

Tale assetto sanzionatorio – la cui compatibilità con la garanzia del *ne bis in idem* nella sua dimensione convenzionale (art. 4 Prot. Cedu) era stata posta vivacemente in dubbio (v. *infra*) – è stato poi pienamente confermato dalla legge di riforma del TUF (d.lgs. n. 107/2018)⁴, che ha recepito i nuovi vincoli di tutela punitiva derivanti dalla nuova Direttiva 2014/57/UE (MAD II) e dal già ricordato Regolamento UE n. 596/2014 (MAR) dello stesso anno⁵.

L'unico adeguamento sistematico ha riguardato la ridefinizione del meccanismo di compensazione punitiva predisposto dal suddetto art. 187-*terdecies*⁶: nella versione originaria – rubricata “Esecuzione delle pene pecuniarie e delle sanzioni pecuniarie nel processo penale” – si prevedeva: *“Quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell’ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell’articolo 187-septies, la esazione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall’Autorità amministrativa”*;

(ii) nella nuova formulazione – rubricata “Applicazione ed esecuzione delle sanzioni penali ed amministrative” – si prevede: *“Quando per lo stesso fatto è stata applicata, a carico del reo, dell’autore della violazione o dell’ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell’art. 187-septies ovvero una sanzione penale o una sanzione amministrativa dipendente da reato: a) l’autorità giudiziaria o la CONSOB tengono conto, al momento dell’irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate; b) l’esazione della pena pecuniaria, della sanzione pecuniaria dipendente da reato ovvero della sanzione pecuniaria amministrativa è limitata alla parte eccedente quella riscossa, rispettivamente, dall’autorità amministrativa ovvero da quella giudiziaria”*.

La nuova versione della clausola di compensazione estende quindi il meccanismo dello scomputo sanzionatorio anche oltre i confini delle sanzioni punitive pecuniarie (entro i quali era previsto dalla previgente formulazione normativa), consentendo di attuare uno scomputo anche tra sanzioni eterogenee (ad esempio, tra sanzione amministrativa pecuniaria e pena detentiva).

In questo modo, il legislatore nazionale mirava segnatamente a soddisfare le istanze costituzionali veicolate dal *ne bis in idem* europeo (art. 4 Prot. 7 CEDU e art. 50 CDFUE), quale parametro interposto di legittimità ex art. 117 Cost. (su cui v. *infra*).

Il modello punitivo a doppio binario, che abbiamo sopra illustrato in relazione alla responsabilità individuale delle persone fisiche, si ripropone, peraltro, anche rispetto alla responsabilità collettiva delle persone giuridiche⁷. I fatti di abuso di mercato, infatti, risultano ascrivibili agli enti collettivi ai sensi dell’art. 25-*sexies* d.lgs. n. 231/2001 e altresì ai sensi dell’art. 187-*quinquies*.

⁴ In generale su tale riforma E. BASILE, *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel d. lgs. 107/2018*, in *Dir. pen. proc.*, 2019, 329; F. MUCCIARELLI *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Dir. pen. contemp.*, 10.10.2018; L. ROCCATAGLIATA, [La riforma del diritto sanzionatorio per illeciti finanziari. Guida ragionata al D.lgs. 107/2018](#), in *Giur. pen.*

⁵ Per un’analisi complessiva di tali atti E. BASILE, *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?*, in *Dir. pen. contemp.* – *Riv. trim.*, 5/2017, 271; F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Dir. pen. contemp.*, 10.10.2018; M. SCOLETTA, *Abusi di mercato e ne bis in idem: il doppio binario (e la legalità della pena) alla mercé degli interpreti*, in *Le Soc.*, 2019, 533.

⁶ E. BASILE, *Riforma del Market Abuse: quando la toppa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo)*, in *Dir. pen. contemp.*, 14.11.2017; F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, cit.; F. BINDI, A. PISANECHI, *La soluzione legislativa italiana al problema del doppio binario nel market abuse*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 1/2019, 75 ss.; M. SCOLETTA, *Abusi di mercato e ne bis in idem: il doppio binario (e la legalità della pena) alla mercé degli interpreti*, cit., 534.

⁷ M. RICCARDI, *Doppio binario sanzionatorio e responsabilità «derivata» degli enti in materia di market abuse: il ne bis in idem in societatem*, in *Resp. amm. soc.*, 2, 2020, 205; A.F. TRIPODI, *Il nuovo volto del ne bis in idem convenzionale agli occhi del giudice delle leggi. Riflessi sul doppio binario sanzionatorio in materia fiscale*, in *Giur. cost.*, 2018, 530, 1.

Anche in questo caso risulta applicabile il meccanismo di compensazione sanzionatoria – espressamente richiamato – predisposto dall’art. 187-*terdecies* (in senso contrario, erroneamente⁸, con la conseguenza che le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate (e riscosse) ai sensi dell’art. 187-*quinquies* dovranno essere scomputate da quelle che siano successivamente inflitte all’esito del processo *de societate* ai sensi del d.lgs. n. 231/2001. D’altra parte, risultando applicabile anche la lett. a) dell’art. 187-*terdecies* – che, come visto, impone di tenere conto di qualsiasi “misura punitiva” già irrogata – il meccanismo di compensazione trova applicazione anche rispetto ad altre tipologie sanzionatorie irrogabili nei confronti delle persone giuridiche (scongiurando, ad esempio, la duplicazione degli effetti punitivi della confisca)⁹. Attualmente non si pone un problema di compensazione tra sanzioni eterogenee, poiché in relazione agli abusi di mercato non sono comminate specifiche sanzioni interdittive nei confronti degli enti (neppure quelle previste dall’art. 9 del d.lgs. n. 231/2001).

3. Gli obblighi di tutela derivanti dal diritto UE sul piano penale e amministrativo: necessità o facoltà?

Occorre, a questo punto, chiedersi se il modello sanzionatorio a “doppio binario” sopra illustrato risulti in qualche modo imposto o anche solo annoverato dal legislatore europeo come una delle possibili (e astrattamente legittime) opzioni di tutela del mercato finanziario rispetto ai fatti di *market abuse*. In altre parole se il tale assetto punitivo – per quanto debba essere disciplinato in modo da risultare compatibile con la garanzia del *ne bis in idem* – costituisca l’attuazione di un vincolo normativo al quale gli Stati nazionali erano chiamati ad adeguarsi per realizzare l’obiettivo dell’armonizzazione della tutela punitiva all’interno dell’Unione.

Originariamente, la MAD I non imponeva alcun cumulo sanzionatorio (la “Comunità europea” era d’altra parte priva di competenze, anche solo indirette, nella materia *stricto sensu* penale), limitandosi a “fare salvo” il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali; il vincolo normativo (art. 14), in sostanza, era quello di garantire una “tutela minima” comune a tutti i Paesi membri, da attuarsi quantomeno attraverso l’adozione di sanzioni amministrative, garantendo in ogni caso il carattere di “efficacia, proporzionalità e dissuasività” delle misure adottate (c.d. obbligo di tutela funzionale)¹⁰.

Ciò significava che le violazioni in materia di abusi di mercato, in linea teorica, avrebbero potuto essere sanzionate negli ordinamenti giuridici nazionali anche solo in via esclusivamente penale (precludendo cioè del tutto dal binario amministrativo), fermo il suddetto vincolo di adeguatezza funzionale rispetto allo scopo di tutela. Certamente, in astratto, restava percorribile anche l’opzione per il doppio binario, sia nella forma “alternativa” – prevedendo cioè il binario sanzionatorio amministrativo per le violazioni meno gravi e quello penale per quelle più gravi – sia nella forma “cumulativa”.

Il doppio binario dunque, benché certamente non imposto, non trovava neppure alcuno sbarramento di principio nel testo della direttiva europea.

⁸ M. SCOLETTA, *Principio europeo di ne bis in idem e i modelli punitivi “a doppio binario”*, in C. Amalfitano, M. D’Amico, S. Leone (a cura di), *La Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea nel sistema integrato di tutela*, Torino, 2022, 346.

⁹ A.F. TRIPODI, *Ne bis in idem e sanzioni tributarie: la Corte di Cassazione “sfronda” il test della sufficiently close connection in substance and time*, in *Dir. pen. contemp.* Riv. trim., 3/2018, 270, 6.

¹⁰ cfr. M. SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *Le Soc.*, 2016, 218.

Successivamente, con la Direttiva e il Regolamento del 2014, la strategia europea di contrasto agli abusi di mercato suggerisce l'adozione del doppio binario alternativo. Infatti, seppure puntino espressamente sul sistema integrato di sanzioni amministrative – previste dalla MAR – e penali – imposte dalla MAD II per le violazioni “più gravi” –, non impongono mai cumulo punitivo e raccomandando l'attenzione al rispetto del *ne bis in idem*¹¹.

La possibilità di ricorrere esclusivamente alla sanzione penale, ovvero – in alternativa – di prevedere il cumulo punitivo, sembrerebbe quindi rientrare nello spettro delle scelte che restano riservate alla piena discrezionalità del legislatore interno, ma, come si ribadisce, nei *Considerando*, è necessario rispettare il principio del *ne bis in idem*¹².

Ciò che conta è che il vincolo punitivo per gli Stati membri, indipendentemente dalla tipologia sanzionatoria prescelta, resti quello “funzionalista”: l'opzione (esclusiva) a favore della sanzione penale non deve comunque compromettere l'efficacia della cooperazione tra le autorità (amministrative) competenti in materia di abusi di mercato, che dunque non dovrebbero essere depotenziate o estromesse dalle attività di indagine a seguito dell'instaurazione del procedimento penale dinanzi all'autorità giudiziaria¹³.

Ebbene, tenendo fermo questo “vincolo di efficienza” dell'apparato amministrativo – che i legislatori nazionali sono chiamati a garantire nel disciplinare i rapporti tra i procedimenti sanzionatori (e tra le rispettive autorità) –, il superiore principio di *ne bis in idem*, nella sua dimensione

¹¹ Invero, ancorché il MAR I ribadisca la teorica legittimità del cumulo punitivo, affermando – al Considerando (72) – che “Anche se nulla osta a che gli Stati membri stabiliscano regole per sanzioni amministrative oltre che sanzioni penali per le stesse infrazioni”, nello stesso Considerando si aggiunge che “gli Stati membri non dovrebbero essere tenuti a stabilire regole in materia di sanzioni amministrative riguardanti violazioni del presente regolamento che sono già soggette al diritto penale nazionale, entro il 3.7.2016. Conformemente al diritto nazionale, gli Stati membri non sono tenuti a imporre sanzioni sia amministrative che penali per lo stesso reato, ma possono farlo se il loro diritto nazionale lo consente”; ancora, all'art. 30, comma 1, § 2, si prescrive che “Gli Stati membri possono decidere di non stabilire norme relative alle sanzioni amministrative di cui al primo comma se le violazioni di cui alle lettere a) o b) di tale comma sono già soggette a sanzioni penali nel rispettivo diritto nazionale entro il 3.7.2016”.

Anche la MAD II, al Considerando (22), non sembra discostarsi da tale approccio: “Gli obblighi previsti nella presente direttiva di prevedere negli ordinamenti nazionali pene per le persone fisiche e sanzioni per le persone giuridiche non esonerano gli Stati membri dall'obbligo di contemplare in tali ordinamenti nazionali sanzioni amministrative e altre misure per le violazioni previste nel Regolamento (UE) n. 596/2014, salvo che gli Stati membri non abbiano deciso, conformemente al Regolamento (UE) n. 596/2014, di prevedere per tali violazioni unicamente sanzioni penali nel loro ordinamento nazionale”. Cfr. M. SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, cit., 218.

¹² Sennonché, al successivo Considerando (23) della MAD II, si legge che “Nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del *ne bis in idem*»; e ancora, al Considerando (25), si afferma a chiare lettere che «La presente direttiva rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi sanciti nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione (la Carta)», tra i quali viene espressamente richiamato l'art. 50, che positivizza proprio il principio di *ne bis in idem*, cioè “il diritto di non essere giudicato o punito due volte in procedimenti penali e per lo stesso fatto”; con la fondamentale precisazione che a tale diritto dovrebbe essere attribuito – alla luce del chiaro disposto dell'art. 52, § 3 della stessa Carta – lo stesso significato e la stessa portata dell'omonima garanzia prevista dalla Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo (rimandando pertanto al contenuto precettivo dell'art. 4 del Protocollo 7 definito dalla giurisprudenza della Corte di Strasburgo). Cfr. C. AMALFITANO, R. D'AMBROSIO, *Art. 50, Diritto di non essere giudicato o punito due volte per lo stesso reato*, in R. Mastroianni, O. Pollicino, S. Allegrezza (a cura di), *Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea*, Milano, 2017, 1610; F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della Consulta un assist ai giudici comuni*, in *Dir. pen. contemp.*, 16.5.2016.

¹³ Come ribadito anche dal Considerando (72) del Regolamento, dove si legge che “il mantenimento delle sanzioni penali in luogo delle sanzioni amministrative per le violazioni del presente Regolamento o della Direttiva 2014/57/UE non dovrebbe ridurre o incidere altrimenti sulla capacità delle autorità competenti di cooperare, di avere accesso a informazioni o di scambiare informazioni tempestivamente con le autorità competenti di altri Stati membri ai fini del presente regolamento, anche dopo che le autorità giudiziarie competenti per l'azione penale siano state adite per le violazioni in causa”.

convenzionale, costituisce un chiaro limite alla duplicazione punitiva, idoneo a limitare i margini di discrezionalità che pure le fonti europee sembrano concedere agli Stati membri.

4. Il doppio binario punitivo nella giurisprudenza della Corte europea e della Corte di Giustizia.

I dubbi sulla legittimità (e i limiti di applicabilità) dei modelli punitivi a doppio binario (nella versione del “cumulo”) derivano, come detto, dalla operatività del principio fondamentale di *ne bis in idem*, che viene ribadito dalle direttive europee summenzionate e trova principalmente riconoscimento, sul piano europeo, all’art. 4 Prot. 7 CEDU e all’art. 50 CDFUE¹⁴.

Tuttavia, la concreta estensione di tale garanzia, nella sua duplice dimensione sostanziale (come divieto di una duplicazione di pene per lo stesso fatto) e processuale (come divieto di una duplicazione di giudizi in funzione punitiva dello stesso fatto), risulta particolarmente incerta¹⁵. Ciò in ragione di un’evoluzione della giurisprudenza delle corti sovranazionali – soprattutto della Corte Europea – che se per certi versi può apparire forse oscillante, per altri versi risulta, ancora oggi, certamente vaga nella definizione dei criteri che definiscono la portata precettiva del divieto di punire due volte lo stesso fatto, soprattutto in relazione ai limiti di ammissibilità dei modelli normativi a doppio binario (di cui quello vigente in materia di abusi di mercato, insieme e quello in materia tributaria, costituisce esempio paradigmatico). Tanto è vero, che la stessa Relazione tecnica allo Schema del decreto legislativo n. 107/2018 ha espresso i propri dubbi sulla compatibilità del meccanismo di doppio binario – anche a seguito della modifica estensiva dell’art. 187-terdecies – con la garanzia europea, riservandosi anzi di valutare l’opportunità di un nuovo intervento legislativo funzionale eventualmente ad adeguare il sistema a successive e chiarificatrici indicazioni della giurisprudenza europea¹⁶.

Pare dunque necessario ricostruire, in forma sintetica, il quadro evolutivo della giurisprudenza sovranazionale, evidenziando gli approdi più recenti e che disegnano il volto attuale del *ne bis in idem*, inteso non solo quale parametro di legittimità ma anche quale criterio ermeneutico strumentale a definire i limiti di operatività del vigente modello di doppio binario sanzionatorio degli abusi di mercato.

Innanzitutto, i dubbi sulla legittimità dei sistemi punitivi a doppio binario al cospetto del contenuto convenzionale del principio di *ne bis in idem*, sono sorti, con riguardo al nostro ordinamento,

¹⁴ C. AMALFITANO, R. D’AMBROSIO, Art. 50, *Diritto di non essere giudicato o punito due volte per lo stesso reato*, cit., 1016; M.C. CARTA, *Il principio del ne bis in idem nell’art. 50 della Carta dei diritti fondamentali UE e nella recente giurisprudenza della Corte di giustizia*, in [Diritto@Storia](#), 17, 2019, 3; P. DE PASQUALE, *Tutela dei diritti fondamentali: antinomie giurisprudenziali in materia di divieto di ne bis in idem*, in E. Triggiani, F. Cherubini, I. Ingravallo, E. Nalin, R. Virzo (a cura di), *Dialoghi con Ugo Villani*, Bari, 2017, 289; B. NASCIMBENE, *Ne bis in idem, diritto internazionale e diritto europeo*, in [Dir. pen. contemp.](#), 2.5.2018, 2; A. ORIOLO, *Il diritto di non essere giudicato o punito due volte per lo stesso reato nell’art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell’UE*, in A. Di Stasi, A. Lang, A. Iermano, A. Oriolo, R. Palladino (a cura di), *Tutela dei diritti fondamentali e spazio europeo di giustizia. L’applicazione giurisprudenziale del Titolo VI della Carta*, Napoli, 2019, 367; M. SCOLETTA, *Principio europeo di ne bis in idem e i modelli punitivi “a doppio binario”*, cit. 315; A. TURMO, *Ne bis in idem in European Law: A Difficult Exercise in Constitutional Pluralism*, in [European Papers](#), 5, 2020, 1341; W.B. VAN BOCKEL, *Ne Bis in Idem in EU Law*, Cambridge, 2016.

¹⁵ L. BIN, *Anatomia del ne bis in idem: da principio unitario a trasformatore neutro di principi in regole*, in *Dir. pen. contemp.* – Riv. trim., 3/2020, 98; N. MADIA, *Ne bis in idem europeo: la definitiva emersione della sua efficacia anche sostanziale in materia di pluralità di sanzioni e proporzionalità della pena*, in *Cass. pen.*, 2019, 642; M. SCOLETTA, *Idem crimen. Dal “fatto” al “tipo” nel concorso apparente di norme penali*, cit. 286; A.F. TRIPODI, *L’ente nel doppio binario punitivo. Note sulla configurazione metaindividuale dei doppi binari sanzionatori*, in [Sist. pen.](#), 28.12.2020, 117.

¹⁶ M. SCOLETTA, *Abusi di mercato e ne bis in idem: il doppio binario (e la legalità della pena) alla mercé degli interpreti*, cit. 535 ss.

a seguito della sentenza *Grande Stevens* del 2014¹⁷ che ha censurato in modo netto proprio l'assetto normativo di double processings in materia di abusi di mercato¹⁸.

In quel caso, infatti, la Corte di Strasburgo ha giustiziato il doppio binario interno riconoscendo una chiara violazione dell'art. 4 del Protocollo 7 nella circostanza che, dopo la conclusione di un procedimento sanzionatorio per una condotta di abuso di manipolazione del mercato, lo stesso fatto continuasse ad essere oggetto di un processo penale. Secondo la Corte Europea, la violazione della garanzia del *ne bis in idem* era appunto evidente: lo stesso fatto storico/naturalistico (*idem*) veniva sottoposto a due procedimenti a carattere sostanzialmente punitivo (*bis*). La Corte – sulla base degli *Engel criteria* – riconosce infatti senza incertezze il carattere sostanzialmente punitivo delle sanzioni formalmente amministrative, così attraendole nella sfera delle garanzie fondamentali della “materia penale”¹⁹.

La versione ‘estrema’ della garanzia del *ne bis in idem*²⁰ – delineata dalla sentenza *Grande Stevens* – imponeva al contrario che alla conclusione in via definitiva di un procedimento sanzionatorio seguisse in ogni caso l'interruzione dell'altro ancora in corso e fosse ovviamente inibita l'instaurazione di un nuovo procedimento punitivo per lo stesso fatto (indipendentemente dalla circostanza che ad essere concluso per primo fosse il procedimento penale o quello amministrativo).

Particolarmente significativo il fatto che nessuna rilevanza, in questa prospettiva, veniva attribuita dalla Corte europea alla presenza del meccanismo compensatorio dell'art. 187-terdecies, come a riconoscere il carattere inderogabilmente processuale della garanzia del *ne bis in idem*, quindi del tutto indifferente rispetto a valutazioni di tipo sostanziale sulla proporzionalità del cumulo punitivo conseguente ad un – comunque inammissibile – cumulo procedimentale. Tale rigido orientamento appariva poi trovare conferma, nella giurisprudenza della Corte di Strasburgo, in una serie di pronunce che censuravano altresì anche i meccanismi di doppio binario in materia tributaria vigenti nei Paesi scandinavi²¹.

Sennonché, con la sentenza *A e B* del 2016²² avente ad oggetto proprio un caso di doppio binario sanzionatorio in materia tributaria degli ordinamenti scandinavi, la Grande Camera della Corte europea ha meglio (ri)definito portata e contenuto del principio di *ne bis in idem*, riconoscendo la legittimità dei meccanismi di doppio binario sanzionatorio in cui i due procedimenti siano legati da una “connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta”, siano cioè talmente integrati da poter essere sostanzialmente considerati come due filoni di un unico procedimento punitivo²³.

La Corte ha indicato, a tal fine, una serie di criteri funzionali a svolgere il *test* di *close connection* tra procedimenti paralleli aventi ad oggetto un *idem factum* in capo al medesimo soggetto: la

¹⁷ Corte EDU, 4 marzo 2014, *Grande Stevens e altri c. Italia*.

¹⁸ G. M. FLICK, V. NAPOLEONI, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto?*, in *Rivista AIC*, 2014, 1; F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della Consulta un assist ai giudici comuni*, in *Dir. pen. contemp.*, 16.5.2016; M. VENTORUZZO, *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia*, in *Riv. soc.*, 2014, 693.

¹⁹ F. MAZZACUVA, *Il ne bis in idem dimezzato: tra valorizzazione delle istanze di proporzione della sanzione e dissolvimento della dimensione processuale*, in *Giur. comm.*, 2020, 940;

²⁰ A. PROCACCINO, *Metamorfosi del ne bis in idem: da “certezza del diritto” a “divieto di doppio processo” a “possibilità di procedimenti integrati”*, in D. Chinnici, A. Gaito (a cura di), *Regole europee e processo penale*, Milano, 2018, 325.

²¹ Corte EDU, 20 maggio 2014, *Nykänen c. Finlandia*; *Id.*, 27 novembre 2014, *Lucky Dev c. Svezia*; *Id.*, 10 febbraio 2015, *Kiiveri c. Finlandia*.

²² Corte EDU, G.C., 15 novembre 2016, *A. e B. c. Norvegia*.

²³ Su tale sentenza v. F. VIGANÒ, *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in *Dir. pen. contemp.*, 18.11.2016; A.F. TRIPODI, *Corte europea dei diritti dell'uomo e sistemi sanzionatori in materia di abusi di mercato e di violazioni tributarie: la quiete dopo la tempesta?*, in *Le Soc.*, 2018, 80; G. DE AMICIS, P. GAETA, *Il confine di sabbia: la Corte edu ancora di fronte al divieto di ne bis in idem*, in *Cass. pen.*, 2017, 469.

complementarità degli scopi perseguiti dalle due fattispecie, essendo sufficiente che l'accertamento abbracci anche solo aspetti differenti della stessa condotta illecita;

(ii) la prevedibilità del cumulo punitivo e procedimentale;

(iii) l'esistenza di un meccanismo di coordinamento inter-processuale, specie in relazione alla raccolta e alla valutazione del materiale probatorio, in modo da evitare un onere eccessivo come conseguenza del cumulo procedimentale;

(iv) la previsione, soprattutto, di un sistema di compensazione quanto alla determinazione delle misure punitive, in modo da assicurare una risposta sanzionatoria complessivamente proporzionata al disvalore del fatto;

(v) la contiguità temporale tra i procedimenti consecutivi, si da scongiurare una eccessiva durata degli oneri conseguenti al cumulo procedimentale.

Ebbene, indipendentemente dal fatto che si tratti di un *revirement* giurisprudenziale o invece di una puntualizzazione di contenuto – in linea con alcuni precedenti che già avevano valorizzato il profilo della *close connection* (soprattutto in materia di circolazione stradale) – è indubbio che la sentenza della Grande Camera abbia sensibilmente ridimensionato il contenuto della garanzia che traspariva dalla sentenza [Grande Stevens](#).

Tanto più la garanzia risulta indebolita se si considera che la Grande Camera non solo ammette la deroga alla rigidità del divieto di *bis in idem* processuale, ma, soprattutto, offre una criteriologia indiziaria della sufficiente integrazione procedimentale dai contorni particolarmente flessibili, quindi in astratto facilmente riconoscibili nella predisposizione legislativa dei meccanismi *intenzionalmente*²⁴ a doppio binario, quando solo offrano qualche elemento normativo di collegamento procedimentale e sanzionatorio²⁵.

D'altra parte, se è vero che il fattore di debolezza di tale sentenza deriva principalmente dalla eccessiva vaghezza del *test* di stretta connessione, è altresì vero che, ciò non ostante, in decisioni successive, la Corte Europea ha comunque riconosciuto la violazione della garanzia al *ne bis in idem* facendo applicazione concreta proprio della criteriologia indiziaria della *close connection* definita dalla sentenza *A e B*.

Ciò è avvenuto soprattutto rilevando la carenza della connessione temporale²⁶, rispetto a casi in cui, in seguito ad una fase di più o meno lungo svolgimento parallelo e simultaneo dei due procedimenti punitivi, uno dei due (di solito quello penale) era proseguito ancora per alcuni anni (in alcuni casi anche 'solo' per poco più di due) dopo la definitiva chiusura dell'altro (di solito quello amministrativo).

Non solo. In alcune di quelle pronunce²⁷ la Corte europea ha anche decisamente valorizzato profili indiziari della carenza di connessione sostanziale, censurando – segnatamente (sentenza *Nodet*) in relazione all'assetto punitivo degli abusi di mercato vigente nell'ordinamento francese (sul

²⁴ Sulla distinzione tra doppio binario intenzionale e doppio binario accidentale, cfr. M. SCOLETTA, *Riaccentramento del sindacato di legittimità ed effettività dei diritti fondamentali europei: l'esempio della garanzia del ne bis in idem*, in *Rivista AIC*, 2023, 358.

²⁵ E. BINDI, *Divieto di bis in idem e doppio binario sanzionatorio nel dialogo tra giudici nazionali e sovranazionali*, in [Federalismi.it](#), 12.9.2018; A.F. TRIPODI, *Il doppio binario sanzionatorio all'esame del giudice delle leggi: una decisione in materia di abusi di mercato tra corsi e ricorsi storici (Corte cost., 12 maggio 2016 n. 102)*, in *Giur. cost.*, 2016, 1047; C. SILVA, *Sistema punitivo e concorso apparente di illeciti*, Giappichelli, Torino, 2018.

²⁶ [Corte EDU, 18 maggio 2017, Jóhannesson e a. c. Islanda](#), sulla quale v. F. VIGANÒ, *Una nuova sentenza di Strasburgo su ne bis in idem e reati tributari*, in *Dir. pen. contemp.*, 5, 2017, 392; [Id.](#), 16 aprile 2019, [Bjarni Armannsson c. Islanda](#), sulla quale v. A. GALLUCCIO, *Non solo proporzione della pena: la Corte Edu ancora sul bis in idem*, in *Dir. pen. contemp.*, 7.5.2019; [Id.](#), 6 giugno 2019, [Nodet c. Francia](#), sulla quale v. M. SCOLETTA, *Il ne bis in idem "preso sul serio": la Corte EDU sulla illegittimità del doppio binario francese in materia di abusi di mercato (e i possibili riflessi nell'ordinamento italiano)*, in *Dir. pen. contemp.*, 17.6.2019; [Id.](#), 21 luglio 2020, [Velkov c. Bulgaria](#); [Id.](#), 31 agosto 2021, [Bragi Gudmundur c. Islanda](#).

²⁷ Corte EDU, 16 aprile 2019, [Bjarni Armannsson c. Islanda](#); [Id.](#), 6 giugno 2019, *Nodet c. Francia*; [Id.](#), 31 agosto 2021, [Bragi Gudmundur c. Islanda](#).

quale v. AMF, *Autorité des marchés financiers, L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché. Proposition de réforme*, 19 mai 2015, rapp.) – la identità degli obiettivi perseguiti attraverso i procedimenti punitivi (dunque la carenza del requisito di complementarità di scopo) e l'insufficiente coordinamento processuale sul piano dell'accertamento probatorio (che aveva portato ad una duplicazione dei medesimi atti di indagine). È significativo evidenziare come la violazione del *ne bis in idem*, in questo caso (come nel caso *Grande Stevens*), sia stata riconosciuta ancorché fossero presenti meccanismi di compensazione del carico punitivo, a conferma del fatto che – nella prospettiva convenzionale – la dimensione “processuale” della garanzia non può essere completamente assorbita in quella “sostanziale”, specificamente attinente alla complessiva proporzionalità della risposta sanzionatoria²⁸.

Occorre a questo punto raffrontare i principi affermati dalla Corte europea con la giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia di *ne bis in idem*.

Nella prospettiva dell'Unione europea, la legittimità del ricorso al modello punitivo a doppio binario aveva trovato un fondamentale riconoscimento con la sentenza *Fransson* pronunciata dalla Corte di Giustizia nel 2013²⁹: la Grande Camera aveva allora riconosciuto che qualora alla sanzione amministrativa (nella specie, una sovrattassa tributaria) sia attribuibile una natura sostanzialmente punitiva – ai sensi dei criteri *Bonda*, corrispondenti agli *Engel criteria* della Corte europea – allora il principio di *ne bis in idem* sancito all'art. 50 CDFUE, in linea teorica, “osta a che procedimenti penali per gli stessi fatti siano avviati nei confronti di una stessa persona”; tuttavia, la Corte proseguiva la propria argomentazione precisando fundamentalmente come il contrasto del doppio binario punitivo rispetto al divieto di *bis in idem* potesse essere azionato dal giudice nazionale (disapplicando una delle sanzioni, ovvero interrompendo il secondo procedimento punitivo) solo “a condizione che le rimanenti sanzioni siano effettive, proporzionate e dissuasive”.

Risultava pertanto evidente la logica ‘funzionalista’ già richiamata, sottesa a tale affermazione, da cui deriva la sostanziale subordinazione della garanzia del *ne bis in idem* al raggiungimento degli obiettivi – in questo caso finanziari – perseguiti dal diritto dell'Unione. La limitazione imposta all'opzione legislativa a favore del sistema punitivo a doppio binario era infatti condizionata all'adeguatezza funzionale del binario sanzionatorio unico; il cumulo procedimentale e punitivo era considerato tollerabile qualora una sola sanzione punitiva non fosse stata ritenuta idonea a soddisfare l'obiettivo di tutela.

Come noto, con tre importanti sentenze del 2018, la Corte si è nuovamente pronunciata – a ciò sollecitata proprio alla luce della evoluzione della giurisprudenza convenzionale – proprio in merito alla compatibilità con il divieto di *bis in idem* dei sistemi a doppio binario punitivo previsti nell'ordinamento italiano, non solo in materia tributaria, con la sentenza *Menci*³⁰, ma anche in merito all'assetto sanzionatorio degli abusi di mercato, con le sentenze *Garlsson* e *Di Puma*³¹.

In queste pronunce i giudici lussemburghesi riconoscono come i sistemi sanzionatori a doppio binario sottoposti al vaglio della Corte integrano senz'altro un *bis in idem* e pongono pertanto

²⁸ Specificamente sul punto, v. M. SCOLETTA, *Il ne bis in idem “preso sul serio”: la Corte EDU sulla illegittimità del doppio binario francese in materia di abusi di mercato (e i possibili riflessi nell'ordinamento italiano)*, cit.

²⁹ Corte giust. UE, 26 febbraio 2013, *Fransson*; cfr. D. VOZZA, *I confini applicativi del principio del ne bis in idem interno in materia penale: un recente contributo della Corte di Giustizia dell'Unione europea. Nota a Corte di Giustizia dell'UE (Grande Sezione), sentenza del 26 febbraio 2013, Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson, C-617/10*, in *Dir. pen. contemp.-Riv. trim.*, 3/2013, 294.

³⁰ Corte giust. UE, Grande Sezione, 20 marzo 2018, cause riunite C-524/15, *Menci*.

³¹ Corte giust. UE, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-537/16, *Garlsson Real Estate*; Id., 20 marzo 2018, cause riunite C-596/16 e C-597/16, *Di Puma* e *Zecca*. Su tali decisioni v. L. BIN, *Anatomia del ne bis in idem: da principio unitario a trasformatore neutro di principi in regole*, cit. 98; E. BASILE, *Il doppio binario sanzionatorio degli “abusi di mercato” in Italia e la trasfigurazione del ne bis in idem europeo*, in *Giur. comm.*, 2019, 129; F. CONSULICH, *Il prisma del ne bis in idem nelle mani del Giudice eurounitario*, in *Dir. pen. proc.*, 2018, 949.

problemi di compatibilità con la garanzia fondamentale dell'art. 50. Si tratta allora di valutare se la previsione legislativa di tale meccanismo punitivo – per come concretamente disciplinato nell'ordinamento nazionale – preveda “limitazioni ammissibili” ai sensi dell'art. 52, comma 1, della Carta, ovvero la norma che definisce le condizioni per derogare legittimamente alla operatività dei diritti fondamentali. Ai sensi di tale disposizione le limitazioni, oltre a dover essere “rispettose del contenuto essenziale” del diritto, devono essere “proporzionate”, “necessarie” e “funzionali al perseguimento di finalità di interesse generale”.

Sebbene adottando tale prospettiva di giudizio, la Corte di Giustizia, nelle tre decisioni sopra richiamate, recepisce essenzialmente gli snodi argomentativi della sentenza *A e B* della Corte europea.

In primo luogo, la Corte riconosce che la previsione di un sistema a doppio binario cumulativo corrisponde ad “un obiettivo di interesse generale” – valorizzabile quindi ai sensi dell'art. 52 – individuato nello scopo di “tutelare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e la fiducia del pubblico negli strumenti finanziari”. Considerata la particolare rilevanza di tale obiettivo – prosegue la Corte – “un cumulo di procedimenti e di sanzioni di natura penale può essere giustificato qualora tali procedimenti e tali sanzioni perseguano [...] scopi complementari riguardanti, eventualmente, aspetti diversi del medesimo comportamento illecito interessato, circostanza che spetta al giudice del rinvio verificare”. Ciò premesso, i giudici europei osservano che, nel sistema del doppio binario disciplinato dal TUF, (a) il procedimento amministrativo è funzionale a “scoraggiare e reprimere ogni violazione, intenzionale o meno, del divieto di manipolazione del mercato applicando sanzioni amministrative stabilite, se del caso, in maniera forfettaria”; (b) il procedimento penale, invece, è funzionale “a scoraggiare e reprimere violazioni gravi di tale divieto, che sono particolarmente dannose per la società e che giustificano l'adozione di sanzioni penali più severe”.

(ii) In secondo luogo, la Corte di Giustizia riconosce l'astratta compatibilità del doppio binario punitivo con il suddetto vincolo di “proporzionalità della limitazione”, in ragione del fatto che – in assenza di armonizzazione della materia (abbiamo visto infatti che la normativa eurolunitaria sugli abusi di mercato facoltizza l'adozione di meccanismi di doppio binario nella misura in cui siano compatibili con il *ne bis in idem*) – rimane affidata alla discrezionalità dello Stato la scelta relativa alle modalità sanzionatorie attraverso la quale realizzare l'obiettivo della tutela punitiva.

(iii) Quanto, infine, al vaglio sul “carattere strettamente necessario” del doppio binario, quale ulteriore requisito di legittimità della limitazione al principio di *ne bis in idem*, la Corte lo mette in relazione (a) alla chiarezza e alla precisione delle norme che disciplinano il cumulo punitivo, (b) all'assenza di oneri eccessivi connessi alla duplicazione dei procedimenti e (c) alla complessiva proporzione del cumulo punitivo rispetto alla gravità del fatto.

Nulla quaestio in merito al primo profilo (corrispondente alla esigenza di prevedibilità richiesta dalla Corte di Strasburgo), posto che la previsione del doppio binario cumulativo trova una chiara base legale nell'ordinamento interno. Anche l'assenza (*recte*: la riduzione entro lo stretto necessario) degli oneri “procedimentali” è liquidata in poche battute, registrando genericamente la cooperazione e il coordinamento tra CONSOB e Pubblico ministero ai sensi dell'art. 187-*decies* TUF.

In merito alla complessiva proporzionalità della risposta punitiva, la Corte rileva invece come la sanzione pecuniaria amministrativa irrogabile a seguito della definizione di un procedimento penale rischia potenzialmente di superare il limite della proporzione (e quindi può esorbitare i confini dello “strettamente necessario”). Ciò può accadere, continua la Corte, quando ad esempio la sanzione penale concretamente inflitta risulti già di per sé efficace, proporzionata e dissuasiva rispetto alla gravità del fatto: in questa ipotesi, infatti, il meccanismo compensatorio di cui all'art. 187-*terdecies* TUF viene giudicato inidoneo ad evitare l'eccesso del cumulo sanzionatorio (e la conseguente violazione del *ne bis in idem*), in quanto – nella sua formulazione originaria (*v.infra*) – era limitato ad operare solo rispetto al cumulo delle sanzioni pecuniarie (e non rispetto ad altre tipologie

sanzionatorie) e non prevedeva alcun sistema di ragguaglio funzionale a scomputare sanzioni eterogenee (ad esempio allo scopo di compensare attuare un scomputo nella sommatoria tra pene detentive e sanzioni pecuniarie).

In conclusione, la Corte censura il sistema di doppio binario punitivo dei *market abuse* solo in relazione al profilo sostanziale dei rischi di sproporzione sanzionatoria, in quanto consente di applicare sanzioni amministrative punitive anche a seguito della inflizione di sanzioni penali che possono risultare *ex se* adeguate rispetto alla gravità del fatto e non consente di graduare adeguatamente le sanzioni penali irrogabili a seguito della inflizione di sanzioni amministrative.

Si tratta – a ben vedere – di una conclusione coerente con il tradizionale approccio funzionalista, conformemente al quale l’adeguatezza della sanzione punitiva rappresenta il predicato imprescindibile della risposta punitiva, idoneo a legittimare anche l’adozione di meccanismi di doppio binario cumulativo, nei limiti entro cui siano “necessari” rispetto a tale scopo³².

Secondo la Corte, in assenza di un meccanismo legislativo che garantisca il rispetto di tali limiti, è il giudice ordinario che – facendo diretta e doverosa applicazione dell’art. 50 CDFUE – è tenuto a valutare l’efficacia e la proporzione della sanzione penale già irrogata, fino a disapplicare, all’occorrenza, le norme interne che, potendo determinare un ‘eccesso’ della risposta punitiva, risultino in contrasto con la garanzia fondamentale del *ne bis in idem*.

Più recentemente, un’ulteriore previsione legislativa di doppio binario punitivo in materia tributaria, quella vigente nell’ordinamento francese, è stata sottoposta al giudizio della Corte di Giustizia³³ l’impostazione concettuale è sempre quella adottata nel 2018, ma il giudizio è ancora di più assorbito dalla valutazione di complessiva proporzionalità sanzionatoria (restando del tutto in ombra la dimensione processuale). In tale prospettiva, la Corte ha comunque rilevato il possibile contrasto con la garanzia del *ne bis in idem*, poiché – esattamente come nel doppio binario finanziario ‘censurato’ dalla sentenza *Garlsson* – non era chiaramente previsto, sul piano legislativo, un meccanismo di compensazione astrattamente utilizzabile anche tra sanzioni eterogenee, ovvero tra quelle amministrative pecuniarie e quelle detentive irrogabili all’esito del processo penale.

5 .La doppia valenza “sostanziale” e “processuale” del principio del *ne bis in idem* nella giurisprudenza della Corte costituzionale

La giurisprudenza europea sul *ne bis in idem* ha avuto un impatto immediato sul giudizio interno di costituzionalità, per quanto, come vedremo, non specificamente in materia di abusi di mercato, proprio perché, in questo ambito la giurisprudenza “domestica” considera l’assetto punitivo vigente conforme alle indicazioni provenienti dalla giurisprudenza europea (v. *infra*).

La Corte costituzionale ha quindi avuto modo di esprimersi sull’operatività del principio nel nostro ordinamento, nella sua declinazione “sostanziale” e “processuale”.

Inizialmente, a seguito della pronuncia della Corte EDU *Grande Stevens*³⁴, le questioni di legittimità si erano soprattutto appuntate sull’art. 649 c.p.p. – cioè sulla disposizione legislativa che

³² M. C. CARTA, *Il principio del ne bis in idem nell’art. 50 della Carta dei diritti fondamentali UE e nella recente giurisprudenza della Corte di giustizia*, cit. 3; P. I. D’ANDREA, *Ne bis in idem e repressione delle omissioni IVA: le indicazioni della Corte di Giustizia per i giudici nazionali*, in *Oss. AIC*, 20.5.2018; M. SCOLETTA, *Abusi di mercato e ne bis in idem: il doppio binario (e la legalità della pena) alla mercé degli interpreti*, cit. 538.

³³ *Corte giust. UE*, 5 maggio 2022, C-570/20, BV.

³⁴ Per un quadro complessivo dell’impatto giudiziario di tale sentenza v. S. CONFALONIERI, *Ne bis in idem e reati tributari: il Tribunale di Monza solleva eccezione di legittimità costituzionale dell’art. 649 c.p.p. Quale possibile destino della questione pendente, dopo la pronuncia A e B c. Norvegia?*, in *Dir. pen. contemp.*, 5.12.2016; G. ANGIOLINI, *Una questione ancora irrisolta: il principio di ne bis in idem europeo e l’Italia*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2018, 2109; A.F. TRIPODI, *Corte*

sancisce il *ne bis in idem* processuale nel diritto penale (ovvero il divieto di essere nuovamente giudicato per lo stesso fatto su cui sia già intervenuta sentenza definitiva) –, censurato nella parte in cui non è applicabile a tutta la “materia penale” (ovvero anche alle previsioni normative che determinano il cumulo tra procedimenti punitivi amministrativi e procedimenti penali in senso stretto). Tuttavia, come detto, le questioni in materia di abusi di mercato (che nel merito sembravano inesorabilmente destinate all’accoglimento) erano state rigettate in punto di ammissibilità³⁵ – ovvero per ragioni di tipo processuale –, finalmente.

È stata invece la sentenza della [Corte cost. n. 43/2018](#), segnatamente chiamata a valutare la legittimità del doppio binario in materia tributaria, che ha portato ad un decisivo mutamento di contenuto del parametro interposto di legittimità costituzionale (art. 4 Prot. 7 CEDU). In particolare, in questa sede, la Corte ha letto nella sentenza A e B il fondamentale spostamento del baricentro della garanzia europea del *ne bis in idem* dal versante processuale (il divieto di un doppio procedimento punitivo per lo stesso fatto) al versante sostanziale (il divieto una duplicazione sanzionatoria), con la centralità assunta dalla valutazione di complessiva proporzionalità sanzionatoria³⁶.

Secondo la Corte costituzionale “è chiaro il carattere innovativo che la regola della sentenza A e B contro Norvegia ha impresso in ambito convenzionale al divieto di *bis in idem*, rispetto al quadro esistente al tempo dell’ordinanza di rimessione. In sintesi, può dirsi che si è passati dal divieto imposto agli Stati aderenti di configurare per lo stesso fatto illecito due procedimenti che si concludono indipendentemente l’uno dall’altro, alla facoltà di coordinare nel tempo e nell’oggetto tali procedimenti, in modo che essi possano reputarsi nella sostanza come preordinati a un’unica, prevedibile e non sproporzionata risposta punitiva, avuto specialmente riguardo all’entità della pena (in senso convenzionale) complessivamente irrogata. In precedenza, come si è visto, l’autonomia dell’uno rispetto all’altro escludeva in radice che essi potessero sottrarsi al divieto di *bis in idem*. Oggi, pur dovendosi prendere in considerazione il loro grado di coordinamento probatorio, al fine di ravvisare il legame materiale, vi è la possibilità che in concreto gli stessi siano ritenuti sufficientemente connessi, in modo da far escludere l’applicazione del divieto di *bis in idem*, come testimonia la stessa sentenza A e B contro Norvegia, che proprio a tali procedimenti si riferisce”.

La questione è poi tornata all’attenzione della Corte costituzionale anche successivamente alla triade di sentenze della Corte di Giustizia che, nel 2018, sembrava aver risolto definitivamente i dubbi sulla legittimità del *dual proceeds* nel nostro ordinamento. Il giudice *a quo* del caso [Menci](#) (siamo quindi sempre nel contesto del doppio binario tributario), sul quale era intervenuta in via pregiudiziale la Corte di Giustizia, ha infatti pervicacemente eccepito la violazione del divieto di *bis in idem* sulla base di una più stringente lettura dei criteri indiziari indicati dalla sentenza A e B.

A fronte di tali rilievi, è stato sufficiente, per la Consulta³⁷, richiamare e ribadire le inequivocabili statuizioni della Corte di Lussemburgo allo scopo di riaffermare la compatibilità strutturale del doppio binario punitivo in materia tributaria con la garanzia dell’art. 50 CDFUE (a tal fine valorizzando

europea dei diritti dell’uomo e sistemi sanzionatori in materia di abusi di mercato e di violazioni tributarie: la quiete dopo la tempesta?, cit. 80.

³⁵ [Corte cost. 12 maggio 2016, n. 102](#) e sent. [20 maggio 2016, n. 112](#), sulle quali v. M. BONTEMPELLI, *Ne bis in idem e legalità penale nel processo per gli abusi di mercato*, in *Arch. pen.*, 2016, 389; P. SALVEMINI, *Riflessioni sulla legittimità costituzionale ed europea del doppio binario sanzionatorio a margine di corte cost. nn. 102 e 112 del 2016*, in *Rivista AIC*, 2017, 1; A.F. TRIPODI, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L’Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. contemp.*, 9.3.2014, 1498.

³⁶A. GALLUCCIO, *Ne bis in idem e reati tributari: la Consulta restituisce gli atti al giudice a quo perché tenga conto del mutamento giurisprudenziale intervenuto con la sentenza A. e B. c. Norvegia*, in *Dir. pen. contemp.*, 3, 2018, 234; A.F. TRIPODI, *Il nuovo volto del ne bis in idem convenzionale agli occhi del giudice delle leggi. Riflessi sul doppio binario sanzionatorio in materia fiscale*, cit. 530.

³⁷[Corte cost. 24 ottobre 2019, n. 222](#); nello stesso senso poi anche [Corte cost. 12 giugno 2020, n. 114](#) e sent. [01 luglio 2021, n. 136](#).

una serie ulteriore di profili normativi comprovanti la interconnessione sostanziale tra il giudizio penale e quello amministrativo, dunque il loro carattere “integrato”). Il giudice interno, secondo la Corte, è chiamato nondimeno a valutare eventuali violazioni contingenti dei vincoli normativi derivanti dal principio di *ne bis in idem* ed eventualmente a dare diretta attuazione alla garanzia fondamentale all’interno del processo³⁸.

Un importante “cambio di prospettiva” si registra, infine, con la sentenza [Corte cost. n. 149/2022](#)³⁹ in tema di doppio binario sanzionatorio in materia di diritto d’autore.

Con tale decisione, infatti, nel ribattere all’eccezione dell’Avvocatura relativa alla omessa argomentazione dell’ordinanza in merito alla sproporzionalità del trattamento sanzionatorio cumulativo, la Corte osserva decisamente come “il diritto al *ne bis in idem* riconosciuto dall’art. 4 Prot. n. 7 CEDU mira [...] in primo luogo, a tutelare la persona contro le sofferenze e i costi di un nuovo procedimento per i medesimi fatti già oggetto di altro procedimento definitivamente concluso. Pertanto, nella prospettiva del rimettente, la mera circostanza della pendenza di un secondo procedimento per i medesimi fatti una volta divenuta definitiva la sanzione irrogata in esito al primo procedimento è sufficiente a rendere operante la garanzia, in assenza di una stretta connessione sostanziale e temporale tra i due procedimenti. A prescindere – dunque – dall’esito del secondo». Lo stesso concetto è successivamente ribadito nel motivare la fondatezza della questione: «la garanzia convenzionale in parola mira – lo si è già poc’anzi osservato – 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 – declinata qui non quale principio ordinamentale a valenza oggettiva, funzionale alla certezza dei rapporti giuridici, ma quale diritto fondamentale della persona – 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”. È dunque chiaro il “recupero” della dimensione che tradizionalmente definiamo “processuale” della garanzia e che sembrava essere stata fagocitata dalla dimensione “sostanziale”. Con questa pronuncia, la Corte costituzionale – del tutto correttamente – coglie nella giurisprudenza convenzionale successiva alla sentenza *A e B* (v. *supra*) una perdurante rilevanza della garanzia anche nel suo versante autonomamente processuale, che può risultare compromesso anche senza che venga in gioco il profilo (pretamente “sostanziale”) della proporzionalità complessiva del trattamento sanzionatorio.

6. Il recepimento della giurisprudenza europea sul *ne bis in idem* nella giurisprudenza “domestica”

Come anticipato, all’indomani delle sentenze [Garlsson](#) e [Di Puma](#), la Corte di cassazione – e ancor prima la giurisprudenza di merito⁴⁰ – ha immediatamente sposato un’interpretazione dell’assetto punitivo vigente “conforme” alle fondamentali indicazioni provenienti dalla Corte di Giustizia, sulla

³⁸ 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.

³⁹ Sulla quale v. 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 *Sist. pen.*, 23.6.2022.

⁴⁰ Trib. Milano, Sez. I, ord. 6 dicembre 2016, in *Dir. pen. cont.*, 23.12.2016, con nota adesiva di E. Fusco, *La tutela del mercato finanziario tra normativa comunitaria, ne bis in idem e legislazione interna*, in [Dir. pen. contemp.](#), 23.12.2016; criticamente, invece, S. MANACORDA, *Equazioni complesse: il ne bis in idem “incipite” sul “doppio binario” per gli abusi di mercato al vaglio della giurisprudenza*, in *Dir. pen. proc.*, 2017, 515; Corte App. Bologna, Sez. III civ., 3 marzo 2017, in *Giur. pen. web*, 2017, 5, con nota di M.F. CUCCHIARA, *Market Abuse e doppio binario sanzionatorio: l’applicazione dei criteri elaborati dalla Grande Camera EDU al caso in cui il processo penale sia definito con sentenza di patteggiamento*, in [Giur. pen. \(web\)](#), 2017, 5.

base della quale vengono puntualmente respinte le eccezioni di legittimità costituzionale ripetutamente sollevate in sede difensiva⁴¹.

In particolare, la Cassazione, riprendendo pedissequamente i *dicta* della sentenza [Garlsson](#), ha riconosciuto che i requisiti della “complementarità dello scopo” e del “coordinamento procedimentale” costituiscono profili strutturali del sistema, in quanto già garantiti, sul piano generale e astratto, dalla configurazione legislativa dell’assetto punitivo.

In relazione, invece, al profilo della “complessiva proporzionalità sanzionatoria” – in merito al quale la Corte di Giustizia aveva evidenziato la inadeguatezza del meccanismo compensativo dell’art. 187-terdecies (in quanto limitato al mero scomputo delle sanzioni pecuniarie) – la Corte Cassazione ha ribadito il potere/dovere del giudice nazionale: (a) di valutare e garantire, ai sensi dell’art. 133 c.p., la proporzionalità delle pene risultanti in concreto dal cumulo sanzionatorio e (b) di procedere eventualmente alla disapplicazione, parziale o anche totale, di quelle irrogabili all’esito del secondo procedimento (di solito quello penale ‘in senso stretto’).

In altre parole, spetterebbe al giudice comune il compito specifico di valutare l’adeguatezza della sanzione irrogata all’esito del primo giudizio e di “tenerne conto” nella fase della commisurazione della seconda sanzione, anche nell’ottica o di non applicare del tutto oppure di applicare anche al di sotto dei minimi edittali le pene comminate dalla fattispecie punitiva applicabile nel secondo giudizio.

In particolare, secondo la Cassazione, qualora la sanzione irrogata nel primo procedimento sia valutata già in sé proporzionata rispetto al disvalore del fatto o qualora il cumulo punitivo astrattamente imposto dalla legge all’esito del secondo giudizio risulti sproporzionato, il giudice dovrà procedere alla disapplicazione delle norme interne che rendono il sistema incompatibile con la garanzia del *ne bis in idem*.

Più nel dettaglio: la prima ipotesi è quella che può determinarsi nel caso – meno frequente nella prassi – in cui si sia preventivamente emanata una sentenza penale di condanna e la sanzione irrogata sia valutata dal giudice del procedimento amministrativo – all’esito di un giudizio di proporzionalità condotto attraverso i parametri indicati nell’art. 133 c.p. – come idonea ad abbracciare anche il disvalore dell’illecito amministrativo. In queste ipotesi, il giudice dovrà valutare l’adeguatezza della sanzione penale già irrogata, potendo arrivare eventualmente ad operare una disapplicazione totale, che cioè “investa *in toto*” la fattispecie sanzionatoria amministrativa, nell’eventualità in cui valuti che l’entità della sanzione penale già irrogata “assorba” completamente anche il disvalore complessivo del fatto ancora *sub iudice*;

(ii) la seconda ipotesi è invece quella – assai più frequente nella prassi – in cui sia

⁴¹ Cass., Sez. V, 21 settembre 2018, n. 49869, Chiarion Casoni; Id., 10 ottobre 2018, n. 45829, Franconi; Id., 5 febbraio 2019, n. 5679, Erbetta; Id., 27 settembre 2019, n. 39999, Respigo; Id., 9 gennaio 2020, n. 397, Rosso; Cass., Sez. V, 15 aprile 2021, n. 31507, Cremonini; Id., 1 febbraio 2022, n. 3555, Coen; v. anche, nella giurisprudenza civile, Cass. civ., Sez. tributaria, 30 ottobre 2018, n. 27564, [Garlsson Real Estate](#).

Su tale orientamento giurisprudenziale, cfr. V. FELISATTI, *Il ne bis in idem domestico. Tra coordinazione procedimentale e proporzionalità della sanzione*, in *Dir. pen. contemp.-Riv. trim.*, 3/2018, 119; 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. (web)*, 2019, 2; E. FUSCO, G. BAGGIO, *Recenti pronunce in materia di market abuse*, in *Dir. pen. contemp.*, 1, 2019, 67; N. MADIA, *Ne bis in idem europeo: la definitiva emersione della sua efficacia anche sostanziale in materia di pluralità di sanzioni e proporzionalità della pena*, in *Cass. pen.*, 2019, 662; F. MUCCIARELLI, *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem: la Corte di Cassazione e i criteri di stretta connessione e di proporzionalità*, in *Dir. pen. contemp.*, 17.10.2018; M. SCOLETTA, *Abusi di mercato e ne bis in idem: il doppio binario (e la legalità della pena) alla mercé degli interpreti*, cit. 533. In materia tributaria v. per tutte Cass., Sez. III, 14 febbraio 2018, n. 6993, in *Dir. pen. cont.*, 16.3.2018, con nota di A.F. TRIPODI, *Cumuli punitivi, ne bis in idem e proporzionalità*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2017, 1047; per una completa ricostruzione della giurisprudenza della Cassazione in materia tributaria v. M. SCOLETTA, *Crisi e splendore del doppio binario. Vincoli di interpretazione conforme, profili di illegittimità costituzionale e aporie sistematiche nel vigente assetto punitivo degli illeciti tributari*, in *Riv. dir. trib.*, 2023, 1.

preventivamente stata irrogata una sanzione punitiva amministrativa, che di regola non esaurisce completamente il disvalore del fatto. Nondimeno è possibile che la sommatoria con la pena irrogabile all'esito del secondo giudizio – quantunque calcolata nel minimo edittale e facendo applicazione il meccanismo compensativo dell'art. 187-terdecies – determini comunque una sproporzione (per eccesso) del complessivo carico punitivo. In queste ipotesi, allo scopo di adeguare la sanzione cumulativa al disvalore del fatto, il giudice del secondo procedimento dovrà procedere ad una sorta di “disapplicazione *in mitius*” dei minimi edittali di pena, cioè ad una disapplicazione parziale della norma la cui applicazione determinerebbe la violazione del *ne bis in idem* (salvo solo il limite minimo di quindici giorni di cui all'art. 23 c.p., ritenuto inderogabile).

Ebbene, tale potere giudiziario, originariamente riconosciuto in via pretoria facendo applicazione diretta del principio eurounitario, ha poi trovato espressa copertura legislativa, attraverso la riforma dell'art. 187-terdecies: come già ricordato, tale fattispecie oggi prevede un generalissimo dovere in capo all'autorità giudicante (penale o amministrativa) del secondo procedimento di “tenere conto” di tutte le sanzioni già irrogate all'esito del primo procedimento.

Stando a come la previsione viene comunemente interpretata, la stessa attribuisce, oltre che il dovere di commisurare la seconda sanzione punitiva sulla base di quella già irrogata (in modo da assicurare un trattamento complessivamente proporzionato), altresì anche il potere di disapplicare – in tutto o in parte – le sanzioni previste dalla fattispecie punitiva applicabile all'esito del giudizio; ciò nel caso in cui tali sanzioni siano valutate, nella sommatoria con quelle già irrogate, come in concreto sproporzionate rispetto al disvalore unitario del fatto⁴².

In particolare, l' “interpretazione conforme” dell'art. 187-terdecies – funzionale a garantire il pieno rispetto delle statuizioni della Corte di Giustizia nella sentenza [Garlsson](#) – comporta che, ai fini del giudizio di complessiva proporzionalità, debbano essere prese in considerazione tutte le “misure punitive” precedentemente irrogate: non solo le pene principali, ma anche quelle accessorie e la eventuale confisca (caratterizzata dalla natura sostanzialmente punitiva), nonché persino il risarcimento del danno alla CONSOB, in ragione della natura polifunzionale della tutela risarcitoria ex 187-undecies TUF (connotata anch'essa non solo da una finalità compensativo-ripristinatoria, ma anche da una funzionalità preventivo-dissuasiva e sanzionatoria-punitiva)⁴³.

L'ampia formulazione dell'art. 187-terdecies consente senz'altro di far operare il meccanismo di compensazione anche tra pene eterogenee: così, le sanzioni pecuniarie, le sanzioni interdittive e la confisca irrogate in sede amministrativa (nonché il risarcimento del danno ivi disposto) potranno essere eventualmente utilizzate non solo ai fini dello scomputo della sanzione tipologicamente omogenea in sede penale, ma – nel contesto del giudizio di proporzionalità – anche per compensare la sanzione detentiva (finanche a determinarne la completa disapplicazione).

È bene evidenziare – a scanso di equivoci – che, ai fini della compensazione sanzionatoria disposta dall'art. 187-terdecies, non è affatto necessario che il primo giudizio sia concluso con decisione dichiarata irrevocabile. La “irrevocabilità” della sentenza avente ad oggetto l'*idem factum* è infatti requisito necessariamente richiesto allo scopo di azionare *ex post* la violazione del principio di *ne bis in idem*; al contrario, la complessiva proporzionalità del trattamento sanzionatorio è il presupposto strumentale a legittimare *ex ante* il cumulo procedimentale e punitivo dello stesso fatto.

In altre parole, il meccanismo di scomputo previsto dall'art. 187-terdecies è funzionale a garantire il carattere realmente “integrato” del doppio binario sanzionatorio e dunque il coordinamento tra i

⁴² 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. contemp.](#), 15.3.2019; E. BASILE, Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel d. lgs. 107/2018, cit. 329; A.F. TRIPODI, Il doppio binario sanzionatorio all'esame del giudice delle leggi: una decisione in materia di abusi di mercato tra corsi e ricorsi storici (Corte cost., 12 maggio 2016 n. 102), cit. 1047.

⁴³ In questi termini cfr. Cass., Sez. V, 9 gennaio 2020, n. 397, Rosso e Id., 1 febbraio 2022, n. 3555, Coen.

due procedimenti, che pure siano celebrati parallelamente, anche nella fase della commisurazione delle sanzioni punitive.

Tale conclusione, d'altra parte, è perfettamente coerente con la lettera della legge ed appare anzi da essa imposto alla luce dell'inequivocabile riferimento – alla lett. a) dell'art. 187-terdecies – al dovere in capo al giudice del secondo procedimento di tenere conto delle misure punitive “già irrogate”, senza alcun richiamo al loro carattere di irrevocabilità.

Il riferimento alla “irrogazione”, peraltro, fa sì che il giudizio di complessiva proporzionalità e il conseguente scomputo punitivo possano altresì prescindere dalla concreta “esecuzione” delle sanzioni precedentemente irrogate. Il giudice del secondo procedimento, pertanto, dovrà “tenere conto” non solo delle sanzioni già eseguite all'esito di un procedimento punitivo parallelo, ma anche di quelle che siano state semplicemente irrogate (ma ancora in attesa di esecuzione).

La lett. b) dell'art. 187-terdecies, tuttavia, risulta poco coerente con tale conclusione: si prevede, infatti, che la “esazione” delle sanzioni pecuniarie irrogate all'esito del secondo giudizio sia limitata alla “parte eccedente quella riscossa” all'esito del primo giudizio. Solo in questo caso – rispetto al quale lo scomputo sanzionatorio è meramente aritmetico – il meccanismo di compensazione non opera nella fase della commisurazione, bensì nella fase dell'esecuzione/esazione della sanzione pecuniaria.

La previsione della lett. a) appare in effetti funzionale – in una logica di *favor rei* – allo scopo di svolgere la compensazione tra la sanzione penale detentiva e le precedenti sanzioni amministrative: in questo caso, infatti, sarà possibile mitigare la pena detentiva “tenendo conto” delle sanzioni amministrative che siano state semplicemente irrogate, ancorché non ancora eseguite. La soluzione opposta, infatti, comporterebbe una ricaduta *in malam partem* sulla entità della pena detentiva – che sarebbe proporzionalmente attenuata solo subordinatamente alla esecuzione delle sanzioni amministrative – e quindi sulla libertà personale del reo.

In ogni caso, l'autorità giudiziaria o amministrativa del secondo procedimento non può sottrarsi alla valutazione di complessiva proporzionalità e ai vincoli di compensazione sanzionatoria imposti dall'art. 187-terdecies. Si tratta di valutazioni che presuppongono la ponderazione di tutti gli elementi fattuali che possono assumere rilievo nella prospettiva dell'art. 133 c.p. (nel contesto del quale assumono rilevanza anche l'entità del danno al mercato e il valore degli strumenti oggetto di negoziazione) e risulta quindi preclusa all'apprezzamento del giudice di legittimità.

Pertanto, qualora tale doveroso apprezzamento non sia stato puntualmente svolto in sede di merito, il riconoscimento della “violazione di legge” che ne consegue impone una pronuncia di “annullamento con rinvio” della sentenza impugnata⁴⁴. Il giudice del rinvio, in particolare, è stato chiamato a valutare anche la possibilità di non applicare affatto la pena detentiva o di rideterminarla al di sotto dei limiti edittali.

Peraltro, è bene sottolineare che, in alcuni casi, la Cassazione non ha ritenuto sussistente la violazione di legge – cioè il contrasto con la puntuale applicazione dell'art. 187-terdecies, nella sua interpretazione conforme ai vincoli europei – in ragione del solo fatto che le sanzioni irrogate nei due procedimenti erano state comunque determinate in misura vicina ai minimi edittali, in questo modo potendosi escludere un trattamento punitivo complessivamente sproporzionato⁴⁵.

⁴⁴ Cass., Sez. V, 21 settembre 2018, n. 49869, Chiarion Casoni; Id., 27 settembre 2019, n. 39999, Respigo; Id., 9 gennaio 2020, n. 397, Rosso.

⁴⁵ Cass., Sez. V, 10 ottobre 2018, n. 45829, Franconi; v. anche, sebbene valorizzando anche altri profili, Cass., Sez. V, 15 aprile 2021, n. 31507, Cremonini; Id., 1 febbraio 2022, n. 3555, Coen.

7. *Dubbi di legittimità costituzionale dell'art. 187-terdecies e la (ancora) incerta compatibilità con la garanzia convenzionale di ne bis in idem*

L'assetto punitivo a doppio binario nell'ambito degli abusi di mercato, così come articolato nel diritto vivente, appare – ad un primo impatto – perfettamente conforme alla dimensione europea del principio di *ne bis in idem*. Nondimeno, ad una più attenta lettura, si espone ad alcuni, non secondari, rilievi critici che fanno dubitare della sua compatibilità con l'ordinamento costituzionale e convenzionale.

Innanzitutto, occorre rilevare che, a ben vedere, l'impatto concreto di tale meccanismo normativo di mitigazione del cumulo punitivo – funzionale ad assicurare la complessiva proporzionalità sanzionatoria (e *la close connection in substance*) – è stato fino ad oggi molto limitato, se non meramente simbolico⁴⁶.

Ciò che la Cassazione ha specificamente valutato e censurato – nelle pronunce sopra ricordate – è stato il fatto che nei giudizi di merito non si fosse affatto “tenuto conto” delle sanzioni precedentemente irrogate (se non nei limiti della compensazione quantitativa tra sanzioni pecuniarie, già prevista dalla originaria formulazione dell'art. 187-terdecies); in questo modo, infatti, il giudice di merito avrebbe contravvenuto al chiaro vincolo europeo, che imponeva di valutare la possibile compensazione anche tra sanzioni eterogenee, qualora ciò risultasse coerente al giudizio di complessiva proporzionalità.

Viceversa, quando il giudice del secondo procedimento (normalmente quello penale) ha dichiarato di avere “tenuto conto” delle sanzioni precedentemente irrogate, la Cassazione ha puntualmente escluso la violazione dell'art. 187-terdecies, riconoscendone l'applicazione conforme ai vincoli europei. Tanto più la Suprema Corte esclude il vizio di legge quando altresì rileva che, come molto spesso accade (e accadeva già in passato), le sanzioni punitive – soprattutto quelle penali – sono irrogate in misura prossima ai minimi edittali, ciò che costituirebbe *ex se* un importante indice della proporzionalità del cumulo punitivo.

In sostanza, l'ampia e poco stringente formulazione dell'art. 187-terdecies – privo di parametri funzionali a vincolare il giudizio di proporzionalità e a svolgere lo scomputo tra sanzioni eterogenee – attribuisce al giudicante un potere discrezionale enorme e difficilmente sindacabile.

Da qui sorgono dunque i dubbi di legittimità costituzionale, sotto almeno due profili:

(i) In primo luogo, nel momento in cui è chiamato a decidere sulla complessiva proporzionalità del trattamento punitivo – allo scopo di poter procedere alla eventuale disapplicazione (totale o parziale) della seconda sanzione punitiva – il giudice del fatto “si fa” giudice della legge, perché deve valutare l'adeguatezza della previsione legale astratta rispetto al fatto concreto. Tale valutazione oltrepassa i tradizionali confini della “legalità della pena”, cioè i limiti che consentono al giudice di “graduare” proporzionalmente la risposta punitiva all'interno della forbice edittale espressiva del giudizio di adeguatezza svolto dal legislatore.

Anche l'utilizzo dell'art. 133 c.p., richiamato dalla Corte di cassazione per circoscrivere e legittimare l'esercizio di tale potere, non risolve affatto il problema: tale disposizione, infatti, è in grado di guidare la discrezionalità del giudice nella prospettiva di commisurare la pena all'interno dei limiti tassativamente posti dal legislatore; ma diventa inidonea a svolgere il ben più complesso giudizio di proporzionalità e adeguatezza della pena, sostanzialmente svincolato dalle forbici edittali.

Le istanze costituzionali di legalità della pena vanno poi ulteriormente in tensione se si considera la discrezionalità concessa al giudice ordinario nello svolgere la compensazione tra pene

⁴⁶ M. SCOLETTA, *Principio europeo di ne bis in idem e i modelli punitivi “a doppio binario”*, cit., 352.

eterogenee, in totale assenza di criteri di ragguaglio del tipo di quelli previsti all'art. 135 c.p. (proprio di tali specifici criteri ha fatto uso, in via analogica, un giudice di merito)⁴⁷.

In questa prospettiva, l'art. 187-*terdecies*, lett. a) appare sospetto di illegittimità costituzionale per violazione del principio di legalità penale (art. 25 Cost.), nella parte in cui attribuisce all'organo giudicante un ruolo riservato al legislatore, nonché nella parte in cui non prevede parametri legali sufficientemente precisi sulla base dei quali svolgere il giudizio di compensazione sanzionatoria⁴⁸. I dubbi di legittimità si approfondiscono quando tali poteri sono addirittura esercitati dall'autorità amministrativa (la CONSOB), nei casi in cui sia stata precedentemente irrogata dall'autorità giudiziaria⁴⁹.

(ii) In secondo luogo, i medesimi profili possono essere altresì valorizzati per mettere in dubbio la reale conformità del meccanismo di compensazione oggi previsto dall'art. 187-*terdecies* con il vincolo europeo di complessiva proporzionalità della pena, considerato quale presupposto di compatibilità tra il sistema punitivo a doppio binario e il principio fondamentale di *ne bis in idem* (artt. 50 e 52 CDFUE) (v. *supra*).

La formulazione vaga e generica dell'art. 187-*terdecies*, lett. a) presta il fianco a facili aggiramenti, rischiando di tradire la corretta e piena attuazione del vincolo di complessiva proporzionalità della pena imposto dal diritto dell'Unione europea allo scopo di rendere legittimi i meccanismi a doppio binario.

In sostanza, tale fattispecie non garantisce né la ragionevole prevedibilità della pena complessiva, né la limitazione entro lo "stretto necessario" del cumulo delle sanzioni inflitte, contrariamente a quanto invece richiesto dalla Corte di Giustizia allo scopo di ammettere – ai sensi dell'art. 52 CDFUE – le limitazioni all'operare del divieto di *bis in idem* (v. *supra*: sentenza [Garlsson](#)).

Tanto più che, di recente (nella già ricordata sentenza Corte giust. UE, 5.5.2022, C-570/20, BV: v. *supra*), la Corte di Giustizia ha espressamente affermato che osta al rispetto dell'art. 50 della Carta (è cioè in contrasto con la garanzia fondamentale del *ne bis in idem*) "una normativa nazionale che non garantisce, in caso di cumulo di una sanzione pecuniaria e di una pena detentiva, con norme chiare e precise, eventualmente come interpretate dai giudici nazionali, che l'insieme delle sanzioni inflitte non ecceda la gravità del reato accertato". In particolare, a fondamento di tale decisione, la Corte ha ribadito che il requisito della "proporzionalità delle pena" – funzionale a legittimare appunto il cumulo di procedimenti sanzionatori dello stesso fatto – "si applica, senza eccezioni, a tutte le sanzioni inflitte cumulativamente e, pertanto, tanto al cumulo di sanzioni di uguale natura quanto al cumulo di sanzioni di natura diversa, come quello delle sanzioni pecuniarie e delle pene detentive. La mera circostanza che le autorità competenti intendano imporre sanzioni di natura diversa non può esonerarle dall'obbligo di assicurarsi che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte non ecceda la gravità dell'infrazione constatata, risultando altrimenti violato il principio di proporzionalità".

Nel caso oggetto del giudizio, la Corte – facendo applicazione di tale principio – ha quindi rilevato come la normativa francese in materia tributaria, nella quale non era riconosciuto alcun limite al cumulo materiale di sanzioni eterogenee irrogate all'esito di distinti procedimenti – non fosse idonea a garantire la proporzionalità, cioè "la corrispondenza tra la gravità dell'infrazione e la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte". Non solo: la Corte precisa ulteriormente, e decisamente, come

⁴⁷ Cfr. Trib. Milano, 15 novembre 2018, n. 14767; su tale pronuncia v. 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, cit.

⁴⁸ M. SCOLETTA, *Abusi di mercato e ne bis in idem: il doppio binario (e la legalità della pena) alla mercé degli interpreti*, cit. 533.

⁴⁹ E. BINDI, A. PISANESCHI, *La clausola della proporzionalità nel doppio binario sanzionatorio*, in *Giur. comm.*, 2/2020, 281 ss.

non sia sufficiente il riconoscimento di un generico dovere giudiziario di assicurare la proporzionalità attraverso “il potere di modulare la sanzione penale in funzione delle circostanze del caso di specie”, essendo necessario che tale obbligo risulti “in maniera chiara e precisa dalla normativa nazionale di cui trattasi”.

Risulta pertanto avvalorato – e senz’altro meritevole di un rinvio interpretativo alla Corte di Giustizia – il dubbio sulla compatibilità dell’art. 187-*terdecies*, lett. a) con il vincolo europeo di complessiva proporzionalità della pena, indicato dalla Corte stessa come requisito necessario (ai sensi dell’art. 52 CDFUE) per rendere il doppio binario sanzionatorio degli abusi di mercato conforme alla garanzia del *ne bis in idem* (art. 50 CDFUE).

Più in generale, e più “a monte”, residuano perplessità sulla legittimità della previsione del doppio binario punitivo degli abusi di mercato alla luce del principio convenzionale di *ne bis in idem*, valutato alla luce della giurisprudenza della Corte europea.

Il contenuto precettivo della garanzia, nella lettura prospettata dalla Corte di Giustizia e poi consolidatasi nella giurisprudenza nazionale (e nel diritto vivente), sembra essersi fondamentalmente “ridotto” alla sua dimensione sostanziale, intesa come proporzionalità complessiva del cumulo punitivo, penale e amministrativo, rispetto al fatto di abuso di mercato⁵⁰.

La dimensione processuale, per quanto certamente interessata dalla criteriologia che definisce la “connessione sufficientemente stretta” tra i procedimenti sanzionatori, è stata obliterata nella prassi giudiziaria successiva alla sentenza A e B, schiacciata dalla valutazione sostanziale di complessiva proporzionalità sanzionatoria.

Paradigmatica di questo *trend* è la valutazione giudiziaria – come indizio della *close connection* – della “complementarità teleologica” tra i procedimenti punitivi dello stesso fatto.

Nel decidere in merito alla sussistenza di tale requisito con riferimento al doppio binario punitivo dei fatti di *market abuse*, la Corte di Giustizia osserva che “sembra legittimo che uno Stato membro voglia, da un lato, scoraggiare e reprimere ogni violazione, intenzionale o meno, del divieto di manipolazione del mercato applicando sanzioni amministrative stabilite, se del caso, in maniera forfetaria e, dall’altro, scoraggiare e reprimere violazioni gravi di tale divieto, che sono particolarmente dannose per la società e che giustificano l’adozione di sanzioni penali più severe”. Sulla stessa linea si pone l’argomentazione della Corte di cassazione, quando afferma che “gli scopi delle diverse previsioni sanzionatorie non sono, dunque, *in toto* sovrapponibili, risultando, comunque, complementari e danno vita a un sistema integrato che, per un verso, chiama in causa, di regola in prima battuta (e, comunque, attraverso procedimento che garantiscono la convergenza degli apporti conoscitivi), l’autorità amministrativa portatrice di peculiari competenze tecniche nelle complesse dinamiche dei mercati finanziari e, per altro verso, fa leva sulla tutela penale rispetto alle più gravi violazioni della disciplina in tema di abusi di mercato”.

Ebbene, non si può non rilevare come si tratti di affermazioni dal sapore tautologico e assertivo, che si prestano a legittimare qualsiasi forma di doppio binario nella misura in cui sia semplicemente considerato strumentale alla tutela di un “interesse generale” sistematicamente rilevante (qual senz’altro è quello alla tutela dell’integrità dei mercati finanziari e della fiducia del pubblico negli strumenti finanziari). Le suddette affermazioni potrebbero anzi essere lette per confermare esattamente il contrario di quanto cercano di sostenere, ovvero la comune direzionalità teleologica dei due procedimenti sanzionatori, in quanto entrambi diretti a punire gli stessi fatti in quanto offensivi dei medesimi interessi⁵¹.

⁵⁰ E. BINDI, *Divieto di bis in idem e doppio binario sanzionatorio nel dialogo tra giudici nazionali e sovranazionali*, cit.; C. SILVA, *La deriva del ne bis in idem verso il canone di proporzionalità*, in Arch. pen. (web), 2019, 1.

⁵¹ M. SCOLETTA, *Principio europeo di ne bis in idem e i modelli punitivi “a doppio binario”*, cit. 353.

D'altra parte, come già illustrato, la Corte europea ha dimostrato – proprio nel censurare un meccanismo di doppio binario strutturalmente analogo a quello vigente in materia di abusi di mercato (sentenza *Nodet*) – di “prendere sul serio” anche gli requisiti indiziari della *close connection* ulteriori rispetto alla complessiva proporzionalità della pena, riconoscendo un valore autonomo e decisivo, al fine di escludere la “stretta connessione”, anche al mancato riscontro della complementarità degli scopi perseguiti dai due distinti procedimenti sanzionatori. Complementarità che – come del resto già sottolineava la sentenza A e B – dovrebbe poggiare sulla valorizzazione di profili del fatto “almeno in parte differenti” e che non sono riscontrabili nella relazione di quasi perfetta identità strutturale tra gli illeciti amministrativi e quelli penali che si rintraccia soprattutto nel caso degli abusi di mercato.

Nella medesima ottica di garanzia, anche il requisito del “coordinamento procedimentale”, strumentale a minimizzare gli oneri supplementari che derivano dal cumulo, è ritenuto sbrigativamente soddisfatto dalla Corte di Giustizia – e poi dalla Corte di cassazione – facendo richiamo agli obblighi di cooperazione tra CONSOB e autorità giudiziaria disciplinati dall'art. 187-*decies* TUF. Anche in relazione a tale profilo, tuttavia, si dovrebbe riflettere – tra l'altro – sulla circostanza che il materiale probatorio formatosi nel processo amministrativo, se può essere recepito nel fascicolo delle indagini preliminari (entro questi limiti realizzandosi quella “convergenza di apporti conoscitivi” che la Cassazione reputa sufficiente a realizzare la connessione procedimentale), non può senz'altro essere utilizzato nel giudizio penale senza che siano puntualmente osservate le fondamentali garanzie di rito nella formazione della prova penale⁵². Dovrebbero essere poi attentamente valutate le implicazioni sistematiche – anche nell'ottica della supposta *close connection* – derivanti dalla circostanza che la CONSOB, autorità sanzionatoria nel procedimento amministrativo, diventa addirittura parte processuale – legittimata a costituirsi parte civile – nel procedimento penale.

Anche la Corte costituzionale, nella sentenza n. [149/2022](#) (cfr. *supra*), ha svolto delle argomentazioni di carattere generale che testimoniano inequivocabilmente l'attenzione alla dimensione autonomamente processuale del *ne bis in idem*. In tale prospettiva, in sostanza, la garanzia non tollera la celebrazione di due procedimenti punitivi dello stesso fatto, quando entrambi perseguono un comune obiettivo di tutela; un obiettivo che potrebbe essere perseguito attraverso un solo procedimento, senza far gravare (inutilmente) sulla persona incolpata il peso della duplicazione. In conclusione, il doppio binario punitivo attualmente vigente in materia di abusi di mercato si espone ancora – come già nella vicenda [Grande Stevens](#) – a dubbi di legittimità costituzionale se vagliato attraverso il filtro della giurisprudenza convenzionale sul *ne bis in idem*. Il parametro interposto (l'art. 4 Prot. 7 CEDU) si presenta nondimeno incerto, soprattutto se ricostruito alla luce della lettura datane dalla Corte di Giustizia, poi recepita e consolidata dalla giurisprudenza interna. Per questo motivo, la questione meriterebbe di essere riportata al cospetto della Corte europea, sollevando un ricorso che, muovendo dall'accertamento della violazione rispetto al fatto concreto, sia tuttavia strumentale a chiarire definitivamente la compatibilità strutturale dell'assetto normativo vigente con la garanzia convenzionale.

⁵² E. BASILE, *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel d. lgs. 107/2018*, cit. 329, 271 ss.

FRANCESCO MUCCIARELLI

Una norma comunque inutile: l'art. 187-terdecies TUF

SOMMARIO: 1. L'accidentata evoluzione normativa. – 2. La previsione vigente. – 3. I confini del *ne bis in idem*. – 3.1. La controversa nozione di *matière pénale*. – 4. Il problema del "doppio binario" sanzionatorio. – 5. I rapporti tra i diversi apparati punitivi. – 6. La giurisprudenza sovranazionale sul *ne bis in idem*. – 6.1. L'ermeneutica delle Corti europee. – 6.1.1. La prevedibilità. – 6.1.2. La complementarità. – 6.1.3. La connessione per materia e per tempo. – 6.1.4. La proporzionalità punitiva. – 7. La via italiana al cumulo sanzionatorio del *market abuse*. – 7.1. I paradossi del vigente assetto. – 7.2. Le possibili direttrici di revisione.

ABSTRACT. *This essay traces the regulatory evolution of the sanctioning system in the field of market abuse, highlighting its critical issues with respect to the ne bis in idem principle. The analysis begins with a reconstruction of the difficult legislative path that led to the current framework, examining its problematic aspects in light of conventional and EU standards of protection. The contribution explores the application boundaries of ne bis in idem, with particular attention to the controversial notion of "matière pénale" developed by supranational case law, and to the problem of the "dual track" sanctioning system that characterizes the Italian market abuse regime. Considerable space is devoted to examining the relationships between different punitive systems (criminal and administrative) and the approaches developed by European Courts, analyzing the compatibility criteria for cumulative sanctions: foreseeability, complementarity, connection in subject matter and time, and punitive proportionality. The study focuses on the "Italian approach" to cumulative sanctioning in market abuse, highlighting the paradoxes of the current regulatory framework, which conflicts with the principles established by the ECHR and the Court of Justice. The work concludes by identifying possible directions for system reform, proposing de iure condendo solutions aimed at ensuring full compliance with European standards for the protection of fundamental rights.*

1. L'accidentata evoluzione normativa

Fino al 29 settembre 2018 (data di entrata in vigore delle modifiche al TUF da parte del d. lgs. 10 agosto 2018, n. 107) l'art. 187-terdecies TUF era una norma concernente in modo pressoché esclusivo l'esecuzione della pena della multa e della corrispondente sanzione pecuniaria dipendente da illecito amministrativo: tale era infatti il contenuto precettivo della disposizione, introdotta nel TUF dall'art. 9 co. 2 l. 18 aprile 2005, n. 62 e rimasta immutata anche dopo le modifiche ad essa apportate dall'art. 3 co. 19 d. lgs 29 dicembre 2006, n. 303 (limitate in effetti all'adeguamento di un rinvio interno ad altra disposizione del TUF).

Questa matrice "esattoriale" (condensata nella regola che pena e sanzione amministrativa pecuniarie vengono rimosse per la quota eventualmente eccedente quest'ultima, ove già applicata) rimane inalterata non soltanto nella sua letterale trasposizione nella lettera b) del primo comma dell'art. 187-terdecies TUF (così come sostituito dall'art. 4 co. 17 d. lgs 107/2018), ma informa di sé l'intera disposizione, sebbene la medesima fosse stata chiamata al ben diverso compito di rendere compatibile il sistema del doppio binario sanzionatorio cumulativo con il principio del *ne bis in idem*. Un richiamo – si badi – che ha fonte autorevole, insuscettibile di equivoco: in modo esplicito il *Considerando 23* della direttiva 57/2014 (MAD 2) stabilisce infatti che «nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del *ne bis in idem*».

Richiamo ripreso, seppur in forma meno icastica e netta, dall'art. 11 co. 1 lett. m) della l. 114/2015, per il quale, nell'esercizio della delega per l'attuazione della direttiva 57/2014, «il Governo è tenuto a seguire, oltre ai principi e criteri direttivi di cui all'art. 1 comma 1, anche i seguenti principi e criteri direttivi specifici (...) m) evitare la duplicazione o il cumolo di sanzioni penali e amministrative per uno stesso fatto illecito, attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentano l'applicazione della sola sanzione più grave ovvero che impongano all'autorità giudiziaria o alla CONSOB di tenere conto, al momento della irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate».

Conviene fissare alcune note sui punti essenziali prima di proseguire nella cronaca all'interno della quale si colloca la travagliata evoluzione dell'art. 187-terdecies. I referenti normativi innanzi citati dipingono un quadro così sintetizzabile: il *Considerando 23* stabilisce in modo inequivoco l'obbligo di rispettare il principio del *ne bis in idem* per il legislatore nazionale che intenda conformare la disciplina interna in materia di *market abuse* secondo il modello del doppio binario sanzionatorio cumulativo: il nitore della disposizione non lascia dubbi in proposito.

L'art. 11 co. 1 lett. m) l. 114/2015 muove dal riconoscimento dello stesso principio, seppure contratto alla sola componente sostanziale («evitare la duplicazione o il cumolo di *sanzioni* penali o amministrative») senza alcun riferimento al versante processuale (la duplicazione di procedimenti), cui fanno seguito indicazioni al legislatore delegato in ordine ai criteri e ai modi per perseguire lo scopo.

Nella individuazione delle modalità attraverso le quali dovrebbe essere assicurato il rispetto del divieto del *bis in idem* (pur ridotto al profilo sostanziale) vengono enunciati tre paradigmi: i primi due sono senz'altro pienamente coerenti con lo scopo di «evitare la duplicazione o il cumolo» sanzionatorio, contemplando gli stessi alternativamente «la distinzione delle fattispecie» ovvero la previsione di disposizioni che «consentano l'applicazione della sola sanzione più grave», previsioni entrambe che elidono – pur in modo diverso – il problema alla radice (da un lato, creando fattispecie differenziate per le due tipologie d'illecito, dall'altro facendo prevalere quella più grave, nella quale resta 'assorbita' quella meno severa).

Non altrettanto può dirsi dell'altro paradigma, che introduce il criterio del “tener conto” della sanzione in precedenza irrogata da parte dell'autorità (giudiziaria o amministrativa) che si trova ad applicare successivamente la propria misura punitiva (ovviamente per il medesimo fatto). In quest'ultimo scenario, è all'evidenza manifesto che, pur all'interno di una prospettiva sostanziale, il cumulo sanzionatorio viene soltanto mitigato avendo riguardo alla complessiva risposta dell'ordinamento, atteso che questo significato pare essere l'unico attribuibile all'incerta formula del “tener conto”. Notato che la previsione da ultimo rammentata sembra anticipare la soluzione che darà corpo alla felicemente definita *editio minor*¹ del principio del *ne bis in idem*, conviene ora riprendere l'accidentato percorso che ha, al suo esito, condotto alla vigente versione dell'art. 187-terdecies TUF.

Il citato art. 11 per vero *non* compariva nel Disegno di legge comunitaria 2014 in quanto, in modo sorprendente, nella Relazione a detto Disegno di legge si affermava che «è stata espunta la direttiva 2014/57/UE poiché, come comunicato dal Ministero della Giustizia (...) non risultano necessarie misure nazionali per la sua adozione in quanto l'ordinamento interno è già conforme». Che si tratti di una svista non marginale è evidente sol che si consideri che anche un lettore distratto della direttiva 57/2014, conoscendo la disciplina interna all'epoca vigente, si sarebbe avveduto che molteplici erano gli ambiti di non conformità, a cominciare da quello della non incriminazione dell'*insider*

¹ Lo nota acutamente G. CONSULICH, *Il prisma del ne bis in idem nelle mani del Giudice eurounitario*, *Dir. pen. proc.*, 7/2018, 949, in particolare 952 e 953, che puntualmente rileva inoltre che già prima della decisione della Corte EDU, Gr. Ch., sent. 15 novembre 2016, *A e B c. Norvegia*, ric. n. 24130/11 e 29758/11, analogo principio era stato formulato dalla stessa Corte EDU nella decisione 13 dicembre 2005 *Nilsson vs Svezia*.

secondario, invece espressamente richiesto da MAD 2. Alla lacuna pose rimedio il Parlamento, inserendo appunto il citato art. 11.

Prescindendo da ogni rilievo in ordine alla vaghezza dei “criteri specifici” indicati nella disposizione ora rammentata², destinati a riprodursi sostanzialmente identici nella legge di delegazione del 2016³, il legislatore delegato rimase del tutto insensibile anche a tali pur generiche indicazioni, evidentemente convinto – *contra factum* – che la disciplina interna in materia di *market abuse* fosse conforme a quella eurounitaria (MAD 2 e regolamento 596/2014).

Né miglior sorte tali suggerimenti ebbero se si guarda la l. 163/2017 (Delega al Governo per il recepimento delle Direttive europee e altri atti dell’Unione europea): a fugare ogni dubbio in proposito sta la constatazione che nell’art. 8 della citata legge non si rintraccia alcun riferimento (di nessun genere e in nessuna forma) a MAD 2. L’ipotesi che l’inerzia del legislatore abbia continuato a riposare sulla convinzione (errata) della conformità della normativa domestica a quella eurounitaria trova conferma nel rilievo che occorrerà attendere la procedura d’infrazione a seguito della quale l’art. 26 – *Disposizioni sanzionatorie in materia di abusi di mercato. Procedura d’infrazione n. 2019/2130*, contenuto nella l. 23 dicembre 2021, n. 238, pose rimedio al perdurante stato d’incoerenza, a ciò non avendo certo provveduto l’affrettato intervento del d. lgs 10 agosto 2018, n. 107, compiuto pressoché a ridosso della scadenza del termine di efficacia della legge di delegazione⁴.

È proprio al d. lgs 107/2018 che si deve l’attuale testo dell’art. 185-terdecies TUF, che risente senz’altro della ricordata fretteolosità e di una preesistente insensibilità del legislatore pur di fronte a sollecitazioni molteplici. Tralasciando quelle dell’unanime dottrina⁵ e limitando i riferimenti a quelli essenziali di matrice istituzionale, conviene dapprima rammentare il pur timido (ma comunque esplicito) segnale del Servizio Studi del Senato che, concludendo la nota tecnica datata aprile 2018 (in epoca dunque anteriore al 16 maggio 2018 quando il Governo licenzia il testo della bozza del disegno di decreto legislativo in discorso), osserva che «potrebbe rendersi opportuna una revisione dell’ordinamento nazionale che adegui la disciplina del testo unico della finanza in materia di abusi di mercato alle succitate sentenze della Corte di giustizia, tenendo anche conto dell’adozione congiunta della direttiva 2014/57/UE e del regolamento (UE) n. 596/2014, che modulano diversamente rispetto al passato i rapporti tra illecito penale e illecito amministrativo»⁶.

² Si vedano in proposito le notazioni di E. BASILE, *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della Dir. 57/2014/UE, La legislazione penale (on-line)*, 2015, 1; nonché, volendo, F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, *Dir. pen. cont. – riv. trim.*, 2015, 295.

³ V. ancora E. BASILE, *Riforma del market abuse: quando la toppa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo)*. *Legge 25 ottobre 2017, n. 163 recante Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l’attuazione di altri atti dell’Unione europea - Legge di delegazione europea 2016-2017, Diritto penale contemporaneo (on-line)*, 2017, 228, v. altresì MUCCIARELLI, *Tutela dei mercati finanziari e cumulo sanzionatorio - Criticità congenite della disciplina interna, oscillazioni della giurisprudenza sovranazionale e (in)attuazione della nuova normativa UE in La «materia penale» tra diritto nazionale ed europeo*, in M. Donini, L. Foffani (a cura di), Torino, 2018, 275.

⁴ La tempistica sembra poter essere così ricostruita: la legge di delegazione europea 25 ottobre 2017, n. 163, entrata in vigore il 21 novembre 2017 in ragione dell’ordinaria *vacatio* quindicinale dalla data di pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, vedeva il proprio termine semestrale scadere il 21 maggio 2018. Ricordato che in data 18 maggio 2018 lo schema di decreto legislativo è stato trasmesso al Parlamento, occorre segnalare che ai sensi dell’art. 31, co. 3, l. 234/2012 (normativa-quadro sulle leggi europea e di delegazione europea) quando il termine della delega scade – per quanto qui rileva – nelle more dei quaranta giorni concessi al Parlamento per pronunciarsi sullo schema di decreto legislativo, il termine di esercizio della delega medesima è prorogato di tre mesi: sicché l’emanazione del d. lgs 107/2018 in data 10 agosto può considerarsi tempestiva.

⁵ Per tutti si veda 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.*, 1/2016, 186.

⁶ Così Senato Della Repubblica, *Nota n. 2, Doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato e principio del ne bis in idem*, in C. Andreuccioli, D. Capuano, D. Zaottini (Servizio studi, Servizio delle Commissioni), aprile 2018, enfasi nel testo.

E ben più autorevole era stata l'esortazione del Giudice delle leggi che, con specifico riguardo al tema del *ne bis in idem*, aveva ammonito: «*spetta anzitutto al legislatore stabilire quali soluzioni debbano adottarsi per porre rimedio alle frizioni che tale sistema [id est: quello del doppio binario sanzionatorio] genera tra l'ordinamento nazionale e la CEDU*»⁷. Monito ribadito nel marzo 2018 – limitando l'analisi all'epoca anteriore all'intervento legislativo del d. lgs 107/2018 – quando la Consulta, scrutinando la legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. rispetto al cumulo punitivo in materia tributaria, aveva affermato che, pur alla luce del mutato indirizzo della giurisprudenza di Strasburgo, rimane attuale «l'invito al legislatore» formulato con la citata [sentenza n. 102 del 2016](#)⁸.

2. La previsione vigente

Come l'accidentato percorso conclusosi (?) nel dicembre 2021 con la l. 238/2021⁹, resasi necessaria per l'attuazione della direttiva 57/2014 (che fissava nel luglio 2016 il termine di recepimento, stabilito in tempo coevo a quello di entrata in vigore – opportunamente differita per l'opportuno coordinamento – del regolamento 596/2014, come tale *self executing*) illustra in modo evidente una a dir poco scarsa attitudine del legislatore nazionale a cogliere i profili tipici della normazione penale in materia e, più in generale, una poco commendevole trascuratezza a seguire le indicazioni del legislatore eurounitario: sicché non può stupire che il precipitato condensatosi nel vigente art. 187-terdecies TUF tradisca le attese, risultando manifestamente inadeguato allo scopo¹⁰.

Dei già rammentati tre criteri stabiliti dalla legge delega 114/2015 all'art. 11 lett. m), è stato seguito il terzo, quello che evoca la categoria del “tener conto”: indipendentemente da valutazioni sulla fondatezza di tale criterio, preferito agli altri due (rielaborazione delle fattispecie al fine di distinguere i tipi di illecito, all'evidenza il solo che promette una soluzione effettiva e razionale qualora si voglia mantenere il doppio binario; prevalenza della sanzione più grave), la scelta del legislatore delegato è innegabilmente quella di più semplice attuazione che, nel contempo, lascia sostanzialmente immutato il quadro problematico.

Se la semplicità può essere un requisito indubitabilmente positivo, nel caso presente tale caratteristica perde tale connotazione, manifestando piuttosto una valenza deteriore, dove semplicità rimanda a semplicismo, a sbrigatività. Dovuto in parte anche alla ristrettezza dei tempi (come s'è notato, il legislatore si ridusse a intervenire a ridosso della scadenza del termine di efficacia della legge delega), il dettato della disposizione di nuovo conio non altro è se non la trascrizione pedissequa del *criterio* indicato dal legislatore delegante, senza alcuna ulteriore specificazione, necessaria invece per trasformare un criterio di principio in una norma di diritto positivo.

Per altro verso, siffatta mera trascrizione, anche per il contenuto intrinseco del criterio stesso enunciato nella legge delega, finisce con il lasciare invariato il nucleo problematico della questione, spostando – come si mostrerà in seguito – sulla fatica dell'interprete la ricerca dell'equilibrio fra il canone del *ne bis in idem* e la contrastante portata del doppio binario sanzionatorio.

In sintesi estrema, nella vacuità della formula “tener conto” si concentra l'inadeguatezza della previsione della lettera a) del primo comma dell'art. 187-terdecies TUF, che costituisce l'unico tratto normativo destinato a dare attuazione a quanto prescritto dal Considerando 23 della direttiva

⁷ Corte cost. sent. 8 marzo 2016, n. 102, in Dir. pen. cont. 16 maggio 2016, con nota di VIGANÒ, *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della Consulta un assist ai giudici comuni*.

⁸ Corte cost., sent. 24 gennaio - 2 marzo 2018, n. 43.

⁹ Cinque anni e mezzo dal luglio 2016 (scadenza del termine biennale entro il quale MAD 2 doveva essere recepita) e quindi con un ritardo di cinque anni e mezzo rispetto e di sette anni e mezzo dalla emanazione della direttiva 57/2014.

¹⁰ Sul punto si vedano le notazioni di Scoletta, *Il doppio binario sanzionatorio alla luce del vincolo europeo del ne bis in idem, in Reati in materia bancaria e finanziaria* a cura di F. Consulich, Torino, 2024, 297, in particolare, 316.

57/2014: garantire che «l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 **non violi il principio del *ne bis in idem***» (enfasi aggiunta).

A vedere bene, il riferimento al “tener conto” indica un criterio metodologico e, nella prospettiva del legislatore delegante, si giustifica proprio in quanto demanda a quello delegato il compito di individuare i paradigmi e gli specifici elementi dei quali si dovrà, appunto, “tener conto” al momento della irrogazione della “seconda” sanzione, parametri che dovranno comunque essere funzionali al rispetto del divieto di *bis in idem*. Che tale renitenza sia dipesa dalla mancanza di tempo, da una sottovalutazione dovuta a scarsa sensibilità al problema o dalla più o meno consapevole volontà di non assumere una posizione netta su una questione controversa, qui ora poco importa: a rilevare è invece che per tal modo vengono trasferite, integralmente e senza alcun criterio di riferimento, sull'autorità (giudiziaria o amministrativa) la ricerca e l'individuazione dei parametri dei quali si dovrà “tener conto” per rispettare il principio del *ne bis in idem*. In altri termini, rinunciando alla sua funzione tipica, il legislatore consegna all'interprete (in concreto: al giudice, posto che, statisticamente, è quasi sempre il procedimento penale a concludersi dopo quello amministrativo) la costruzione di un elemento della fattispecie di disciplina, indispensabile per riempire il sintagma “tener conto” altrimenti contenutisticamente vuoto.

Né certo può dirsi che indici significativi nella prospettiva di dar corpo e sostanza alla vaghezza della clausola in discorso possono trarsi dal disposto della lettera b) del primo comma dell'art. 187-terdecies TUF. Disposizione, quest'ultima, che si presenta come un residuo del passato (è infatti la replica della parte precettiva del previgente primo comma della stessa norma) piuttosto che come specificazione di un parametro di valutazione per giudicare del rispetto in concreto del canone del *ne bis in idem*.

La citata lettera b) del primo comma si limita, infatti, a stabilire un criterio meramente esattoriale, riferito in modo angusto alle sole sanzioni pecuniarie (e forse non poteva essere diversamente), e stabilisce che l'esazione della seconda a essere irrogata avverrà soltanto per la quota eventualmente eccedente quella già riscossa. Appena il caso di notare come i termini usati e i concetti ad essi sottesi (in particolare, *esazione* e *riscossione*) alludano in modo esplicito e inequivoco alla fase ‘esecutiva’, suggerendo che l'idea retrostante sia quella di perseguire una semplice mitigazione¹¹ del cumulo materiale delle sanzioni pecuniarie attraverso il meccanismo della applicazione della sola quota eccedente¹².

Pur in quest'ottica minimalista, la disciplina dell'art. 187-terdecies TUF svela d'acchito manifeste manchevolezze e lacune: nulla è previsto in ordine alle sanzioni interdittive¹³ e inabilitative¹⁴, sostanzialmente analoghe tanto nella prospettiva penalistica quanto in quella amministrativistica, così come per quelle a contenuto reputazionale¹⁵. E se la mancata previsione di alcunché rispetto alla pena detentiva, come tale unicamente irrogabile all'esito del processo penale, trova formale spiegazione proprio in questa sua unicità strutturale, non può sfuggire che contenuto limitativo della libertà personale hanno anche le sanzioni interdittive limitative di attività lavorative contemplate per l'illecito amministrativo. A meno di ritenere che la libertà personale debba essere intesa soltanto

¹¹ Esattamente parla di ‘calmiere punitivo’ a proposito della disciplina in discorso SCOLETTA, *Il principio di ne bis in idem e i modelli punitivi “a doppio binario”*, *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 4/2021, 180, in particolare, 200.

¹² In concreto, se la prima sanzione pecuniaria ammonta a 100 e la seconda a 120, in forza della previsione normativa l'esecuzione della seconda si limita all'eccedenza di 20, mentre un simile meccanismo di riequilibrio non è previsto nel caso inverso. Qualora la seconda sanzione fosse di 80, non viene contemplata alcuna forma di compensazione o di rimborso: ciò che dimostra che si è in presenza di una scelta comunque improntata al “cumulo verso l'alto”.

¹³ Ad esempio: incapacità ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo di società quotate o di società appartenenti a gruppi di società quotate

¹⁴ Ad esempio: perdita di requisiti di onorabilità

¹⁵ Ad esempio: pubblicazione della sentenza di condanna o del provvedimento sanzionatorio.

nel senso (asfittico) di limitazione del movimento nello spazio fisico, senza che tale nozione coinvolga anche altre dimensioni nelle quali si esplica il diritto di libertà, quali, ad esempio, lo svolgimento dell'attività lavorativa, che costituisce estrinsecazione di un diritto fondamentale come tale espressamente riconosciuto dall'art. 4 Cost.

3. I confini del *ne bis in idem*

Una disposizione come quella dell'art. 187-terdecies TUF dovrebbe (avrebbe dovuto) essere all'evidenza funzionale a rendere compatibile il sistema a doppio binario sanzionatorio con il principio del *ne bis in idem*. Per valutare l'efficienza di tale disposizione allo scopo sono allora preliminarmente necessarie alcune notazioni così da delineare, in modo sintetico, i tratti essenziali degli elementi in considerazione¹⁶.

Gli estremi concernenti l'identità del fatto e la qualificazione giuridica dello stesso possono dirsi in qualche misura fissati nella loro caratterizzazione essenziale, almeno per quanto qui d'interesse.

In particolare, per *fatto* come elemento del quale apprezzare la (eventuale) identità è ormai consolidata l'interpretazione secondo la quale il termine vale a indicare il tratto della realtà empirica ai fini della corrispondenza con la fattispecie astratta (*Typus* secondo la notazione di Hassemer¹⁷), ovvero, in altre parole, ciò che nell'esperienza empirica corrisponde alla condotta (e all'evento incluso il legame causale per i reati di evento) nonché a eventuali altri elementi circostanziali qualora rilevanti: occorre, dunque, aver riguardo a una nozione di fatto di carattere 'storico', descrittiva del brano di realtà fenomenica *significativa*¹⁸.

Fermo l'esito argomentativo sopra riassunto, non deve sfuggire che il problema classificatorio non è espressione di un'esigenza di inquadramento concettuale né è motivato da ragioni di estetica tassonomica: al contrario, la nozione di *idem*, sul quale possono insistere una pluralità di accadimenti (e di misure punitive), costituisce l'ineliminabile presupposto applicativo del principio di garanzia in discorso, che ha logicamente senso esclusivamente al cospetto del medesimo "fatto", dovendosi operare una simile valutazione in via preliminare, prima cioè di interrogarsi sulla natura (penale o no) delle plurime sanzioni in astratto applicabili.

¹⁶ Nella vasta pubblicistica sul punto, con particolare riguardo ai profili qui d'interesse, si rinvia a BINDI, PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia: Procedimenti e "doppio binario" al vaglio della Corte EDU*, Torino, 2018, passim; D'ALESSANDRO, *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, in *Dir. pen. proc.*, 2014, 630; DESANA, *Ne bis in idem: l'infinito dialogo tra Corti e legislatore*, *Giur. it.*, 2019, 354; MANACORDA, *Equazioni complesse: il ne bis in idem "ancipite" sul "doppio binario" per gli abusi di mercato al vaglio della giurisprudenza*, *Dir. pen. proc.*, 2017, 515; FR. MAZZACUVA, *Il ne bis in idem dimezzato: tra valorizzazione delle istanze di proporzione della sanzione e dissolvimento della dimensione processuale*, *Giur. comm.*, 2019, II, 940; MUCCIARELLI, *Tutela dei mercati finanziari e cumulo sanzionatorio*, cit.; SCOLETTA, *Legittimità in astratto e illegittimità in concreto del doppio binario punitivo in materia tributaria al cospetto del ne bis in idem europeo*, *Giur. cost.*, 2019, 2649; SCOLETTA, *Il doppio binario*, cit., 297; SCAROINA, *Costi e benefici del dialogo tra Corti in materia penale*, in *Cass. pen.*, 2015, 2926; SILVA, *La deriva del ne bis in idem verso il canone di proporzionalità*, *Arch. pen.*, 1/2019, 1; TRIPODI, *Il ne bis in idem si confronta coi suoi "limiti": al vaglio di proporzionalità della Corte di giustizia la condizione d'esecuzione prevista dall'art. 54 della Convenzione di applicazione dell'accordo di Schengen*, *Giur. cost.*, 2015, 612; TRIPODI, *Cumuli punitivi, ne bis in idem e proporzionalità*, *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2017, 1047;

TRIPODI, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi*, Torino, 2022, passim; VERVAELE, *Ne bis in idem: verso un principio costituzionale transnazionale in UE?*, *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2014, 62; VIGANÒ, *Doppio binario sanzionato e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, *Dir. pen. cont. - riv. trim.*, 2014, 226.

¹⁷ Cfr W. HASSEMER, *Tatbestand und Typus. Untersuchungen zur strafrechtlichen Hermeneutik*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1968 (trad. it., *Fattispecie e tipo. Indagini sull'ermeneutica penalistica*, a cura di G. Carlizzi, Napoli, 2007), passim.

¹⁸ Per una definitiva ricostruzione della questione, si veda SCOLETTA, *Idem crimen, Dal "fatto" al "tipo" nel concorso apparente di norme penali*, Torino, 2023, passim.

Come cennato, l'avvenuto superamento del rilievo che la precisazione contenuta nell'ultima parte dell'art. 649 c.p.p. (in ordine alla identità del fatto con riguardo al "titolo", al "grado" o alle "circostanze")¹⁹, precisazione ritenuta non risolutiva²⁰, importa la valorizzazione del "fatto" nella sua dimensione di accadimento in senso storico naturalistico. Ciò che implica una estensione della portata del canone del *ne bis in idem* maggiore rispetto a quella che risulterebbe di fronte a una lettura in senso legale.

Pur nella visione storico-naturalistica non possono – come s'è accennato – venir meno *criteri normativi* nella selezione degli elementi necessari a descrivere l'accadimento materiale. Criteri normativi che rimandano alla già rammentata notazione hassemeriana, per la quale dalla individuazione dei parametri distintivi fra *Tatbestand* e *Typus* emerge che i caratteri rilevanti (e perciò essenziali) della fattispecie concreta (*Typus*) scontano necessariamente come presupposto in funzione selettiva la considerazione degli elementi costitutivi della tipicità fissati dal legislatore in via generale e astratta sotto forma di elementi normativi e descrittivi della fattispecie astratta (*Tatbestand*).

Per esemplificare: si immagini l'inquadramento di una qualsiasi condotta di furto nell'ipotesi base dell'art. 624 c.p., ovvero in quella punita più severamente per aver commesso il fatto "con destrezza" (art. 625, n. 4 c.p.): qualificare il comportamento come furto semplice o aggravato (e, cioè, in modo esatto rispetto al contesto normativo) impone inevitabilmente la previa ricognizione della fattispecie incriminatrice astratta alla luce della quale rintracciare e selezionare i corrispondenti tratti della realtà fenomenica. La componente della "destrezza" dipende dalla (e diviene estremo significativo dell'accertamento giudiziario in ragione della) esigenza di rapportare il *fatto* (nella sua

¹⁹ In argomento v., a proposito del requisito del "grado" di offensività, CORDERO, *Procedura penale*, VIII ed., Milano, 2006, 1238, ad avviso del quale la verifica di un evento nei reati c.d. progressivi (come accade nel passaggio dal tentativo alla consumazione di un delitto, oppure nelle fattispecie preterintenzionali) non sarebbe preclusiva all'operatività del *ne bis in idem* sancito dalla disposizione del codice di rito richiamata nel testo; in senso analogo, anche sulla scorta di considerazioni equitative e applicando il principio di specialità, LOZZI, *Profili di una indagine sui rapporti tra "ne bis in idem" e concorso formale di reati*, Milano, 1974, 53. Indipendentemente dalle posizioni difformi della giurisprudenza (tendente, come noto, a restringere sensibilmente lo spazio applicativo dell'art. 649 c.p.p.), occorre ricordare due ulteriori tesi interpretative tradizionalmente emerse soprattutto in prospettiva sostanzialistica: taluni intendono il "fatto" come "la condotta esteriore ... che fu presa in considerazione nella precedente sentenza", con esclusione di ogni altro elemento della fattispecie legale (in questi termini PAGLIARO, *Fatto e diritto processuale penale*, in *Enc. dir.*, XVI, Milano, 1967, 964); d'altro canto si identifica il "fatto" nella c.d. fattispecie giudiziale, id est il risultato del processo di astrazione compiuto dal giudice al fine di verificare la corrispondenza del fatto alla norma incriminatrice (DE LUCA, *Concorso formale di reati e limiti oggettivi alla cosa giudicata penale*, *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1960, 202). La giurisprudenza di legittimità si è espressa ritenendo il *factum* di cui apprezzare l'eventuale identità come fatto storico (e non legale): Cass. pen., sez. V, 5 marzo 2018-20 luglio 2018, n. 34455, inedita. Entrambe le decisioni si collocano nel percorso argomentativo di Cass. pen., Sez. Un. 13 febbraio 2017-28 aprile 2017, n. 20644, con nota di FINOCCHIARO, *Dir. pen. cont.*, *Riv. trim.*, 5/2017, 344 e Cass. pen., Sez. Un., 22 giugno 2017-12 settembre 2017, con nota di SERRA, *Dir. pen. cont.*, *Riv. trim.*, 11/2017, 173. In particolare, con riferimento alla materia del *market abuse*, v. Cass. pen., sez. V, 15 febbraio 2018-6 giugno 2018, n. 25651, con nota di MUCCIARELLI, *Bancarotta distrattiva, appropriazione indebita e ne bis in idem: una decisione della Corte di Cassazione innovativa e coerente con i principi costituzionali e convenzionali*, *Diritto penale contemporaneo*, 11 giugno 2018.

²⁰ V. *Corte cost.*, sent. 31 maggio-21 luglio 2016, n. 200, in *Dir. pen. proc.*, 2016, 1588 (con nota di PULITANO, *Ne bis in idem. Novità dalla Corte costituzionale e problemi aperti*), ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. «nella parte in cui esclude che il fatto sia il medesimo per la sola circostanza che sussiste un concorso formale tra il reato già giudicato con sentenza divenuta irrevocabile e il reato per cui è iniziato il nuovo procedimento penale [, statuendo altresì che il] fatto storico-naturalistico rileva, ai fini del divieto di bis in idem, secondo l'accezione che gli conferisce l'ordinamento. Fatto, in questa prospettiva, è l'accadimento materiale, affrancato dal giogo dell'inquadramento giuridico, ma pur sempre frutto di un'addizione di elementi la cui selezione è condotta secondo criteri normativi. All'unicità della condotta può non corrispondere la medesimezza del fatto, la quale può discendere dall'identità storico-naturalistica di elementi ulteriori rispetto all'azione o all'omissione dell'agente, siano essi costituiti dall'oggetto fisico di quest'ultima, ovvero anche dal nesso causale e dall'evento». In senso analogo si vedano altresì le sentenze della Corte di Cassazione a Sezioni Unite, citate alla nota che precede.

valenza storico-naturalistica) all'elemento normativo tipico della fattispecie astratta. A veder bene, la stessa ricostruzione di un accadimento colto nella sua valenza storico-naturalistica (*rectius*: la descrizione del fatto da apprezzare per scrutarne la sussumibilità sotto la figura del tipo legale) dipende e, anzi, procede dalla considerazione degli elementi della fattispecie astratta. Sicché, in ottica garantista, l'*idem* deve necessariamente essere riferito al *factum* nella sua dimensione storico-naturalistica, non potendo però essere ridotto al fatto indistinto nelle sue esclusive coordinate spaziotemporal della realtà, dovendo, altrettanto necessariamente, essere illuminato dagli elementi descrittivi che compongono la fattispecie astratta.

Quanto alla qualificazione giuridica del fatto, essa è invece considerata non pertinente ai fini della valutazione della identità del fatto, in coerenza con la valorizzazione della componente storico-descrittiva, sicché eventuali differenti connotazioni su tale piano risultano irrilevanti²¹.

3.1. La controversa nozione di *matière pénale*

Da altro punto di vista, la prospettiva giuridica presenta un profilo di sommo risalto, che è alla base del problema, costituendone anzi l'autentico cuore (di tenebra). Detto in sintesi massima (e con altrettanto grande semplificazione), esso consiste nella domanda circa l'estensione della qualifica "penale" in relazione al principio del *ne bis in idem* e alle norme dell'ordinamento nazionale (*in primis*, l'art. 649 c.p.p.) e sovranazionale (art. 50 § 39 con il richiamo all'art. 52 § 1 CDFUE e art. 4 Prot. 7 CEDU). Anche in questo caso però può dirsi che l'elaborazione giurisprudenziale e dottrina sia pervenuta a un approdo relativamente definito e stabilizzato: il riferimento va ovviamente al sintagma *matière pénale*, ormai entrato nell'uso comune, che sottende una nozione tuttavia meritevole di qualche breve ulteriore considerazione.

A partire da ormai storiche decisioni della Corte EDU²², si può affermare in modo non azzardato che il riconoscimento della natura penale di un illecito (e quindi delle garanzie che ad esso convenzionalmente ed eurounitariamente accedono) dipende non già dalla qualificazione formale allo stesso attribuita dal legislatore interno, bensì dalle caratteristiche intrinseche della sanzione prevista²³. Così, muovendo da notazioni che, a quarant'anni di distanza ben possono dirsi fondative dell'idea stessa di *materia penale* intesa come nucleo essenziale concentrato sul finalismo della sanzione oltre ogni formalistica denominazione²⁴, si giunge a un'efficace e compiuta sintesi, per la quale nel novero delle sanzioni punitive (appartenenti dunque alla *matière pénale*) vanno ascritte «*tutte le sanzioni che manifestano ed esprimono una finalità intimidativa, deterrente, con funzioni di prevenzione generale o speciale. Restano di conseguenza escluse le sanzioni che hanno efficacia meramente riparatoria o ripristinatoria, che contengono, cioè, un obbligo di contenuto inverso a quello violato e a quello omogeneo: mentre nessuna corrispondenza vi è tra il contenuto della sanzione e la natura dell'obbligo violato nel caso di sanzioni punitive*»²⁵.

²¹ Si vedano in proposito [Corte cost., 200/2016](#), cit. nonché Cass. pen., Sez. Un. 20644/2017, cit. e Cass. pen., Sez. Un., 22 giugno 2017-12 settembre 2017, cit..

²² V. Corte EDU, Plen., sent. 8 giugno 1976, [Engel e a. c. Paesi Bassi](#), ric. n. 5100/71; Corte EDU, Plen., sent. 21 febbraio 1984, [Ozturk c. Germania](#), ric. n. 8544/79, *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1985, 894, con nota di PALIERO, "Materia penale" e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo: una questione classica e una svolta radicale.

²³ Ancora una volta è la *sanzione* (o, più precisamente, le sue caratteristiche) prevista per l'illecito a denotarne la natura penale: in questo senso vale ricordare la notazione autorevole per la quale «lo strumento sanzionatorio, non le materie sottoposte a disciplina, in buona parte comuni ad altri rami del diritto pubblico e privato, individua e contraddistingue il diritto penale nell'ambito dell'ordinamento», PEDRAZZI, (voce) *Diritto penale*, in *Dig. disc. pen.*, IV, Torino, 1990, 64, adesso in ID., *Diritto penale, I, Scritti di parte generale*, Milano, 2003, 147).

²⁴ V. PALIERO, "Materia penale" e illecito amministrativo, cit., 894.

²⁵ Così ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, 855, in particolare 869. Più recentemente si vedano, FLICK,

Ferma restando l'indubitabile esattezza delle considerazioni sopra richiamate, conviene dar conto di alcune riflessioni hanno suggerito la configurazione di una nozione di sanzione, per così dire, *autenticamente penale* (una sorta di nucleo interno di penale criminale o di penale in senso stretto), al quale sarebbero applicabili tutte le garanzie e l'intera disciplina dell'ordinamento nazionale, nozione alla quale si affianca un'area ulteriore, bensì sanzionatoria in senso afflittivo, rispetto alla quale le garanzie e la disciplina applicabile sarebbero però quelle di matrice eurounitaria e convenzionale.

Il Giudice delle leggi, parlando esplicitamente di «*ne bis in idem* convenzionale»²⁶, ha ripetutamente osservato che sia pure al cospetto della qualificazione di un apparato sanzionatorio appartenente alla *matière pénale* (secondo i canoni fissati dalla Corte EDU), siffatto inquadramento non legittima né impone di estendere automaticamente ad esso la tutela offerta a livello nazionale in ambito penalistico in senso stretto, perché altrimenti si determinerebbe «una frizione con il principio costituzionale di sussidiarietà»²⁷, in forza del quale merita invece di essere preservata «l'autonomia dell'illecito amministrativo dal diritto penale»²⁸. Breve: «ciò che per la giurisprudenza europea ha natura 'penale' deve essere assistito dalle garanzie che la stessa ha elaborato per la 'materia penale', mentre solo ciò che lo è per l'ordinamento nazionale beneficia degli ulteriori presidi rinvenibili nella legislazione interna»²⁹.

Appena il caso di notare che tale impostazione trova un risalente riscontro in altre prese di posizione dei Giudici della Consulta quando avevano affermato che «tutte le misure afflittive devono essere soggette alla medesima disciplina penale in senso stretto», fermo restando che tale equiparazione non ha carattere assoluto, dal momento che un'applicazione illimitata della stessa finirebbe con il cancellare dall'ordinamento le figure dell'illecito amministrativo³⁰.

Affermato «il carattere sub-costituzionale della CEDU», i Giudici delle leggi precisano conseguentemente che «il dovere del giudice comune di interpretare il diritto in senso conforme alla CEDU (...) è ovviamente subordinato al prioritario compito di adottare una lettura costituzionalmente conforme, poiché tale modo di procedere riflette il predominio assiologico della Costituzione sulla CEDU»³¹. Lo snodo critico viene così colto nei rapporti fra illecito amministrativo e illecito penale. Alla luce dell'interpretazione dell'art. 7 CEDU accolta dalla Corte di Strasburgo «l'illecito amministrativo, che il legislatore distingue con ampia discrezionalità dal reato (...) appena fosse tale da corrispondere, in forza della CEDU, agli autonomi criteri di qualificazione della "pena", subirebbe l'attrazione del diritto penale dello Stato aderente. Si sarebbe così operata una saldatura tra il concetto di sanzione penale a livello nazionale e quello a livello europeo. Per effetto di ciò, l'area del diritto penale sarebbe destinata ad allargarsi oltre gli apprezzamenti discrezionali dei legislatori, persino a fronte di sanzioni lievi, ma per altri versi pur sempre costituenti una pena ai sensi dell'art. 7 CEDU (...) l'autonomia dell'illecito amministrativo dal diritto penale, oltre che impingere nel più ampio grado di discrezionalità del legislatore nel configurare gli strumenti più efficaci per perseguire la "effettività della imposizione di obblighi o di doveri" (sentenza n. 317 del 1996), corrisponde altresì, sul piano delle garanzie costituzionali, al "principio di sussidiarietà, per il quale la criminalizzazione, costituendo l'ultima ratio, deve intervenire soltanto allorché, da parte degli altri rami

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, Rivista AIC, 2014, 8.*

²⁶ V. ad es. [Corte cost. 27 febbraio 2017, n. 43](#).

²⁷ Così [Corte cost. 7 aprile 2017, n. 68](#).

²⁸ Così [Corte cost. 26 marzo 2015, n. 49](#).

²⁹ Così [Corte cost. 24 febbraio 2017, n. 43](#).

³⁰ V. [Corte cost., 18 aprile 2014, n. 104](#), che a sua volta richiama [Corte cost., 4 giugno 2010, n. 196](#).

³¹ Così [Corte cost. 26 marzo 2015, n. 49](#), nonché [Corte cost. 24 marzo 2007, n. 348](#) e [24 ottobre 2007, n. 349](#).

dell'ordinamento, non venga offerta adeguata tutela dei beni da garantire ([sentenza n. 487 del 1989](#); in seguito [sentenze n. 447 del 1998](#) e [n. 317 del 1996](#))»³².

Impostazione che trova conferma e analitica specificazione in una successiva pronunzia della Consulta, quando ribadisce che «l'attrazione nell'ambito della materia penale in virtù dei menzionati principi [*id est*: i criteri Engel] trascina (...) con sé tutte e soltanto le garanzie previste dalle pertinenti disposizioni della Convenzione, come elaborate dalla Corte di Strasburgo. Rimane, invece, nel margine di apprezzamento di cui gode ciascuno Stato aderente la definizione dell'ambito di applicazione delle ulteriori tutele predisposte dal diritto nazionale, in sé e per sé valevoli per i soli precetti e le sole sanzioni che l'ordinamento interno considera espressione della potestà punitiva dello Stato, secondo i propri criteri. Ciò, del resto, corrisponde alla natura della Convenzione europea e del sistema di garanzie da essa approntato, volto a garantire una soglia minima di tutela comune, in funzione sussidiaria rispetto alle garanzie assicurate dalle Costituzioni nazionali. Detto diversamente, ciò che per la giurisprudenza europea ha natura "penale" deve essere assistito dalle garanzie che la stessa ha elaborato per la "materia penale", mentre solo ciò che è penale per l'ordinamento nazionale beneficia degli ulteriori presidi rinvenibili nella legislazione interna»³³.

Indipendentemente dalle notazioni critiche suscitate da tale impostazione³⁴, ai fini d'interesse rispetto alla disciplina dettata dall'art. 187-terdecies TUF preme qui rilevare la configurazione da parte dei Giudici costituzionali di due ambiti nettamente distinti: da un lato, quello del *penale in senso stretto*, costituito dagli illeciti denotati come *reato* secondo le regole dell'ordinamento nazionale e, dall'altro, quello del quale fanno parte (anche) illeciti diversi dai reati, ma che appartengono all'area della "*materia penale*" come definita dalla Corte di Strasburgo interpretando l'art. 7 CEDU.

Non può sfuggire che i due ambiti sono composti da insiemi l'uno dei quali (quello penale in senso stretto: i *reati*) si definisce a partire da un dato normativo (la disposizione definitoria dell'art. 39 c.p., a sua volta legata alla individuazione legale della tipologia delle pene³⁵), l'altro (quello degli illeciti amministrativi punitivi appartenenti alla *matière pénale*, ma diversi dai *reati*) è identificato sulla base di parametri (i criteri Engel) di formazione ermeneutica (giurisprudenziale e dottrina) che principia dall'esigenza (assiologica) di estendere garanzie (convenzionali) originariamente anch'esse previste per figure d'illecito penale in senso stretto.

Il differente grado di precisione e determinatezza dei parametri di qualificazione (derivante principalmente dalla diversa natura delle matrici³⁶) autorizza una notazione: la caratterizzazione di fonte legale designa i *reati* (l'illecito penale in senso stretto) sulla base di una denotazione *formale* (la tassonomia della conseguente pena), quella dovuta al formante ermeneutico ha foggia sostanziale e, pur fondandosi anch'essa sulla tipologia della conseguenza sanzionatoria, attribuisce la qualifica di (materia) penale a quegli illeciti le cui conseguenze abbiano caratteristiche morfologiche assimilabili a quelle tipiche delle pene previste per il reato in senso stretto (per come elaborate in via interpretativa e descritte nei criteri Engel).

In questo sembrano dunque consistere le fattispecie (e la loro differenza) di *reato* (in senso stretto) e di *illecito amministrativo punitivo* (appartenente alla materia penale ma non reato in senso stretto, giacché la materia penale entrambi li contiene): la prima comprende illeciti sanzionati con pene (criminali) cioè con quelle nominativamente e tassativamente previste dal codice penale; la seconda raccoglie illeciti sanzionati con misure punitive non appartenenti alla tassonomia

³² Così [Corte cost. 26 marzo 2015, n. 49](#).

³³ Così [Corte cost. 24 febbraio 2017, n. 43](#).

³⁴ V. per tutti V. ZAGREBELSKY, *Corte cost. n. 49 del 2015, giurisprudenza della Corte europea dei diritti umani, art. 117 Cost., obblighi derivanti dalla ratifica della Convenzione*, [Osservatorio AIC](#), maggio 2015.

³⁵ V. in proposito, PEDRAZZI, (voce) *Diritto penale*, cit., 147.

³⁶ Non soltanto la diversa natura della matrice importa tale differenza, ma anche dalle caratteristiche 'formali' di quella legale e 'sostanzial-contenutistiche' di quella ermeneutica.

elencazione del codice, ma che di queste ultime presentano i caratteri essenziali (secondo la criteriologia Engel). A vedere bene, un percorso circolare, che riporta alla sanzione (nella duplice accezione e secondo tale duplice accezione) il criterio discrezionale sul piano della fattispecie.

Convieni ora domandarsi se tali distinti ambiti costituiscano altresì insiemi logici in rapporto reciproco. Da un lato, un insieme (maggiore sul piano delle fattispecie in esso comprese) costituito da illeciti penali (per l'ordinamento interno) e da illeciti equiparati a quelli penali (secondo i parametri fissati dalla giurisprudenza sovranazionale: per semplificare, quelli così definibili secondo i criteri Engel). Dall'altro, un insieme (minore per estensione) composto esclusivamente dagli illeciti definibili come reato in osservanza dei parametri (formali) fissati dal legislatore nazionale.

Proseguendo nell'analisi, viene ora da chiedersi se per tal modo si è al cospetto di un sottoinsieme (quello rappresentato dai *reati in senso stretto* secondo i canoni dell'ordinamento interno) compreso in un insieme maggiore (che raccoglie, oltre ai reati in senso stretto, anche quegli illeciti diversi che tuttavia presentano i caratteri identificati dai criteri Engel) ovvero se l'insieme di dimensioni minori non è compreso in quello maggiore, restandone quindi estraneo/autonomo.

Sul piano logico, la risposta parrebbe d'acchito propendere per la prima opzione, in quanto gli elementi (i reati in senso stretto) che costituiscono l'insieme minore sono senz'altro riconducibili a (e dunque parte di) quello maggiore, dovendosi ammettere che un *reato* è intrinsecamente interno alla *materia penale*. Sembra infatti difficile non riconoscere che nell'ambito definito *matière pénale* in quanto connotato da sanzioni di carattere affittivo-intimidativo, con valenza general- e special-preventiva, non siano compresi quegli illeciti le cui sanzioni esprimono strutturalmente (e in modo esemplare) proprio le ricordate caratteristiche, quelle – si badi – che stanno a fondamento del criterio attrattivo al “penale” di illeciti altrimenti denominati dai legislatori nazionali. Se si concentra l'attenzione sul nucleo essenziale della questione, è agevole avvedersi che sono proprio i caratteri intrinseci e strutturali dell'illecito *autenticamente* e *originariamente* penale a costituire l'indice per l'attribuzione di tale connotazione (“penale”) a illeciti che, sul piano formale (*id est*: della qualificazione loro impressa dai legislatori nazionali) tale qualificazione non hanno.

Ragionando secondo questo schema, ne segue necessariamente che il *penale in senso stretto*, così come definito dai Giudici costituzionali, è un sottoinsieme (verrebbe da dire, un *sottoinsieme costitutivo*) dell'insieme maggiore denominato *materia penale* (nel quale confluiscono tutti gli illeciti, qualunque sia la loro etichetta esteriore, le cui sanzioni hanno caratteristiche intrinseche assimilabili a quelle dell'illecito penale in senso stretto: afflittività, finalità intimidativa, deterrenza, e funzione generale e special preventiva).

Altrettanto chiaro però che, nella prospettiva del Giudice delle leggi, i due ambiti (penale in senso stretto e illeciti attratti nella materia penale) sono assoggettati a discipline diverse o, più esattamente, a discipline sovrapponibili soltanto parzialmente. Nel senso che per il penale in senso stretto trovano applicazione, oltre alle regole e ai principi di garanzia della Costituzione e della CEDU nonché della CDFUE, anche tutte quelle che, «a livello di legislazione *ordinaria*, vigono in materia penale sul versante sostanziale (ad esempio l'applicazione delle regole e dei principi del libro I del codice penale) e processuale (l'applicazione del codice di procedura penale)»³⁷.

Diversamente, al distinto ambito costituito dagli illeciti sostanzialmente equiparati al penale in senso stretto in forza di canoni ermeneutici (elaborati seguendo i criteri Engel) verrebbero assistiti soltanto ed esclusivamente dalle garanzie convenzionali ed eurounitarie «senza che ciò comporti in alcun modo una riqualificazione *a ogni altro fine* dell'illecito in questione come ‘reato’, della sanzione amministrativa come ‘pena’, o del procedimento applicativo come ‘processo penale’. L'illecito, la sanzione e il procedimento resteranno – a ogni altro fine – *amministrativi*»³⁸.

³⁷ Così lucidamente VIGANÒ, *Un'altra deludente pronuncia della Corte costituzionale in materia di legalità e sanzioni amministrative punitive*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, 4/2017, in particolare 271-272, corsivo nel testo.

³⁸ Così ancora VIGANÒ, *Un'altra deludente*, cit., 272, corsivi nel testo.

A vedere bene, il fenomeno, del quale si è al cospetto, non consiste in una mutazione di genere di una categoria di illeciti (quelli amministrativi punitivi che divengono reati), ma nella estensione a tale categoria di illeciti del regime di garanzie convenzionali ed eurounitarie proprie dei reati. Estensione ben possibile in via ermeneutica attraverso l'interpretazione elaborata dalle Corti (a partire da quella di Strasburgo) delle disposizioni convenzionali, mentre ben più ardua (per non dire preclusa) sarebbe la trasformazione genetica dell'illecito amministrativo punitivo in reato «*a ogni altro fine*» attraverso un procedimento ermeneutico, posto che la creazione di figure d'illecito penalmente sanzionato è (almeno nell'ordinamento nazionale) prerogativa esclusiva del legislatore, nella cui discrezionalità rientra senz'altro anche la connotazione tipologica degli illeciti.

Seguendo quest'ultima ricostruzione, i due ambiti disegnano insiemi autonomi e distinti, costituiti dalle differenti fattispecie d'illecito (da un lato, i reati in senso stretto, ovvero nel senso proprio del termine e, dall'altro, gli illeciti amministrativi punitivi), la cui rispettiva connotazione strutturale mantiene la corrispondente e altrettanto distinta caratterizzazione tipologica.

Il tratto che, per così dire, li accomuna è la disciplina riguardante le garanzie convenzionali e eurounitarie, che è applicabile a entrambe le categorie, senza però che ciò determini (né possa determinare) in alcun modo la mutazione strutturale dell'illecito amministrativo in reato e l'attrazione a tale illecito delle ulteriori garanzie e della disciplina propria dei reati.

Esprimendo il concetto con un'altra formula linguistica, si può senz'altro dire che l'illecito amministrativo punitivo, quando presenti le caratteristiche fissate dai criteri Engel, va considerato *come se fosse un reato limitatamente* al sistema delle garanzie convenzionali ed eurounitarie, notando tuttavia che in tale formulazione il sintagma “*come se*” reca necessariamente con sé il riferimento alla *limitazione*: diversamente, omettendo cioè la specificazione limitativa, il sintagma in discorso sarebbe errato in quanto finirebbe con il suggerire una equiparazione/identificazione tra entità concettuali/fattispecie – reati e illeciti amministrativi punitivi – strutturalmente diverse.

Fissato questo punto fermo, è forse maggiormente appropriato descrivere il rapporto fra i due ambiti come la parallela coesistenza di sistemi sanzionatori autonomi, che condividono la disciplina in materia di garanzie invece che come un rapporto fra insiemi, nel quale quello costituito dal penale in senso stretto costituisce un sottoinsieme di quello denominato *matière pénale*.

La raffigurazione come insiemi in relazione di continenza sconta infatti che gli elementi degli insiemi abbiano una serie di caratteri strutturali comuni, differenziandosi per l'assenza/presenza di altri, condizione non esattamente predicabile giustapponendo *reato* e *illecito amministrativo punitivo*, i tratti comuni dei quali sono riconducibili soltanto alla generalissima categoria del fatto illecito, nel presente frangente assai poco conducente. Né rilievo può avere nella prospettiva in discorso la circostanza che la medesima disciplina in materia di garanzie convenzionali ed eurounitarie sia applicabile ai reati e agli illeciti amministrativi punitivi rispondenti ai criteri Engel. L'assoggettamento a una medesima disciplina non implica affatto l'essere al cospetto di fattispecie identiche o strutturalmente assimilabili. Ché, anzi, nella situazione in discorso, è proprio l'identità della disciplina a essere il profilo che rischia di generare la suggestione in ordine alla natura delle fattispecie e alla loro insussistente assimilazione «*a ogni altro fine*». Che la ragione di fondo dell'estensione della disciplina garantistica risieda nell'analogia del contenuto afflittivo delle sanzioni risponde a esigenze di tutela di diritti fondamentali, ma non è argomento idoneo a mutare la natura intrinseca di una tipologia di fattispecie (nel caso a trasformare gli illeciti amministrativi punitivi in reati *tout court*). Ed è d'altronde procedimento ermeneutico inappropriato cercare di definire una fattispecie a partire da una disciplina, della quale si assume in modo pre-determinato l'applicabilità alla fattispecie. Sul piano metodologico occorre prima definire la fattispecie e poi verificare quale sia la disciplina che la regola. Sicché la disciplina, come tale, non ha funzione definitoria rispetto alla fattispecie.

Non può tuttavia sfuggire che fra i diritti fondamentali, le garanzie dei quali sono estese anche agli illeciti amministrativi punitivi compresi nell'ambito della *matière pénale*, rientra senz'altro

anche il divieto di *bis in idem*, espressamente sancito dall'art. 4 Protocollo 7 CEDU («diritto a non essere giudicato o punito due volte») e dall'art. 50 co. 1 CDFUE.

Ad assicurare il rispetto di tale canone nel contesto di un sistema che contempla il doppio binario sanzionatorio cumulativo in materia di *market abuse* è dunque chiamato l'art. 187-terdecies TUF, conclusione questa che, come si è cercato di mostrare, discende logicamente dalla ricostruzione dell'*iter* formativo della disposizione in discorso e dalla complessiva considerazione della disciplina in materia e dei rapporti fra quella interna e quella di matrice sovranazionale.

Necessario per procedere nell'esame dell'art. 187-terdecies TUF è però l'inquadramento e la determinazione del contenuto da attribuire al principio del *ne bis in idem*, alla luce dell'intenso lavoro interpretativo cui è stato sottoposto dalla giurisprudenza (principalmente delle Corti sovranazionali e delle Corti costituzionale e di cassazione) oltre che dalla dottrina.

4. Il problema del “doppio binario” sanzionatorio

Al di là di varianti lessicali qui non rilevanti, il dettato dell'art. 4 Prot. 7 e quello dell'art. 50 co. 1 CDFUE sono perfettamente sovrapponibili, stabilendo in esordio entrambe le norme che «nessuno può essere perseguito o condannato (...) penalmente (...) per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva» (art. 4 co. 1 Prot. 7 CEDU) ovvero «per un reato per il quale è già stato assolto o condannato (...) a seguito di una sentenza penale definitiva» (art. 50 co. 1 CDFUE).

Le disposizioni in discorso hanno ambedue riguardo al *reato* come referente rispetto al quale nessuno può esser *perseguito* o *condannato*, termini, questi ultimi, che rimandano tanto alla dimensione processuale quanto a quella sostanziale, dovendosi notare altresì che al termine *reato* si accompagna sempre nello sviluppo del testo l'impiego delle parole *penale* e *penalmente* a marcare ulteriormente il riferimento originario allo *ius terribile*.

Analoga identità si riscontra rispetto al parametro che identifica l'altro estremo del *bis*: a venire in considerazione è una sentenza penale (di condanna o di assoluzione) definitiva.

Se il terzo comma dell'art. 4 Prot. 7 CEDU stabilisce che «non è autorizzata alcuna deroga al presente articolo», l'art. 52 co. 1 CDFUE, riferendosi in via generale «all'esercizio dei diritti e delle libertà riconosciuti» dalla stessa Carta, contempla l'eventualità di loro limitazioni, che «devono essere previste dalla legge e rispettare il contenuto di detti diritti e libertà». A specificazione di siffatta previsione è poi stabilito che tali limitazioni possono essere apportate «[n]el rispetto del principio di proporzionalità (...) solo laddove siano necessarie e rispondano effettivamente a finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o all'esigenza di proteggere diritti o libertà altrui».

Su questo impianto normativo si è esercitata l'elaborazione giurisprudenziale che, muovendo dalla cruciale operazione ermeneutica fondativa della *matière pénale* attraverso l'attribuzione al termine *reato* di una valenza ulteriore e più ampia, si è progressivamente sviluppata in un percorso ai cui esiti conviene – ai fini che qui interessano – fare sintetico cenno.

Si può convenire con la lucida notazione di autorevole dottrina che dapprima riconosce la «trasformazione subita negli ultimi anni dal principio *ne bis in idem* nella giurisprudenza della Corte, prontamente mutuata (...) dalla Corte di Giustizia»³⁹. Osserva esattamente la richiamata acuta dottrina che «nello scenario convenzionale, replicato poi in quello eurounitario, pare possibile identificare innanzitutto una *editio maior* del principio del *ne bis in idem*, plasticamente visibile nella pronuncia *Grande Stevens*, nonché in quelle successive *Nikainen vs Finlandia* e *Lucky Dev vs Svezia*»⁴⁰.

³⁹ CONSULICH, *Il prisma*, cit., 952.

⁴⁰ CONSULICH, *Il prisma*, cit., 952, anche per altri riferimenti giurisprudenziali a nota 12.

In questa prospettiva il canone viene inteso come capace di vietare l'inizio di un nuovo procedimento in presenza di una sentenza definitiva, ciò che non preclude la contemporanea pendenza dei due procedimenti, limitandosi «a pretendere che il secondo dei due venga interrotto nel momento in cui il primo venga concluso con un provvedimento divenuto definitivo»⁴¹.

Rammentato che in sede giurisprudenziale, privilegiando «il versante processuale», si era finito con il prescindere «dalla inflizione di una condanna o dalla pronuncia di un'assoluzione all'esito del primo giudizio»⁴², così ampliando notevolmente la portata del canone, si è successivamente contrapposta «una seconda declinazione - una sorta di *editio minor* - il cui paradigma è offerto dalla sentenza A e B vs Norvegia»⁴³.

Quest'ultima lettura ammette la possibilità che l'ordinamento possa reagire a condotte socialmente offensive attraverso un sistema punitivo articolato in procedimenti distinti e autonomi, purché la complessiva risposta sanzionatoria sia proporzionata e non comporti un sacrificio eccessivo per l'interessato. È stato condivisibilmente osservato che però «così inteso, il principio muta qui il proprio significato, acquisendo una forte connotazione *sostanziale*: ora due procedimenti possono non solo iniziare, ma anche concludersi uno dopo l'altro, per un medesimo fatto, senza alcuna violazione della Convenzione, alla condizione che sia rispettato il limite della proporzione complessiva nel contesto di una reazione statale unitaria e prevedibile»⁴⁴.

Come ognuno vede, la garanzia del canone del *ne bis in idem* degrada e si affievolisce fortemente, posto che è difficile negare che, pur nel rispetto della proporzionalità, viene dato ingresso a un duplice procedimento per il medesimo fatto, condizione prodromica all'applicazione di una duplice sanzione comunque compresa nella materia penale.

Tuttavia non meno autorevole dottrina ha riconosciuto che «in via teorica, i modelli punitivi a doppio binario cumulativo sono compatibili con la garanzia europea del *ne bis in idem* quando i procedimenti punitivi dello stesso fatto presentino qualche profilo di coordinamento che possa essere valorizzato per affermare la connessione reciproca, soprattutto nella fase di commisurazione della sanzione punitiva (attraverso adeguati meccanismi di compensazione funzionali ad assicurare una risposta punitiva proporzionata alla unicità del fatto)»⁴⁵.

Siffatta legittimazione teorica del modello a doppio binario, che pur riconosce criticamente che «la "forza normativa" del *ne bis in idem* europeo [ne] risult[a] (*post A e B*) notevolmente indebolita, realisticamente anche a causa di una serie di ragioni pragmatiche legate alle resistenze politiche di molti Paesi europei»⁴⁶, riduce il problema «ai doppi binari in cui entrambe le sanzioni perseguono un obiettivo eminentemente punitivo, i quali tradiscono un'anomalia sistematica, frutto di una sottile commistione tra modelli sanzionatori liberali e modelli sanzionatori autoritari»⁴⁷. Ne viene così che il principio di garanzia del *ne bis in idem* finisce con l'interpretare «il ruolo di 'calmiere punitivo'», per di più destinato a incontrare «le resistenze funzionaliste/efficientiste non solo degli ordinamenti giuridici nazionali ma anche di quello eurounitario»⁴⁸.

Ammettere la legittimità teorica dei modelli a doppio binario sanzionatorio cumulativo significa – più o meno implicitamente – riconoscere che la riduttiva funzione di 'calmiere punitivo' (come è stato felicemente detto) del canone di garanzia viene trasferita sul giudice ovvero sull'autorità chiamati ad applicare la sanzione all'esito del procedimento che si chiude per secondo.

⁴¹ CONSULICH, *Il Prisma*, cit., 953.

⁴² CONSULICH, *Il Prisma*, cit., 953.

⁴³ CONSULICH, *Il Prisma*, cit., 953, corsivo nel testo.

⁴⁴ CONSULICH, *Il Prisma*, cit., 953. V. ancora SCOLETTA, *Il doppio binario*, cit., 305.

⁴⁵ SCOLETTA, *Il principio*, cit., 191.

⁴⁶ SCOLETTA, *Il principio*, cit., 199.

⁴⁷ SCOLETTA, *Il principio*, cit., 200.

⁴⁸ SCOLETTA, *Il principio*, cit., 200.

Indipendentemente dalla considerazione che la componente processuale del ricordato principio non va oltre il mero simulacro (rinvenibile nelle pallide tracce del parametro della connessione dei procedimenti e nella non dispersione delle prove), rilievo ancora maggiore è destinata ad assumere la disciplina chiamata a fornire i criteri che dovrebbero assicurare il concreto esercizio della funzione calmieratrice che il principio del «*ne bis in idem*» ha acquisito nella sua “versione debole”, ovvero ridimensionata a seguito della sentenza *A e B* (o, meglio, a seguito della interpretazione che di tale sentenza è stata attribuita dalla giurisprudenza ormai consolidatasi nel nostro ordinamento)»⁴⁹.

Esplicitamente dichiarate esigenze di politica criminale costituiscono dunque il fondamento e la ragione giustificatrice del doppio binario sanzionatorio cumulativo e, per conseguenza, della flessione del canone del *ne bis in idem* nella sua *editio minor* ovvero *versione debole*, la cui valenza garantista si scolora in quella di *calmiere sanzionatorio*.

Rammentato che nell’ambito del *market abuse* le figure astratte tipiche di reato e di illecito amministrativo sono per un verso (artt. 184 e 187-*bis* TUF) anche formalmente identiche e, per l’altro (artt. 185 e 187-*ter* TUF), sostanzialmente sovrapponibili, la pur discutibile distinzione di scopi evocata per differenziare, in ambito tributario, su tale versante la funzione e dunque la duplicità del sistema sanzionatorio, riesce qui neppure prospettabile.

Ipotizzare che la comminatoria della sanzione amministrativa per l’illecito tributario abbia una funzione eminentemente recuperatoria della materia imponibile sottratta e per questo smarrisca la componente punitiva (nel senso dell’afflittività e della deterrenza) può essere un interessante (?) esercizio intellettuale, ma non sembra convincente posto che al medesimo scopo (quello recuperatorio) si potrebbero dire finalizzate anche le sanzioni previste dalle corrispondenti figure di reato, alla minaccia delle quali è difficile negare una portata general-preventiva indirizzata ad assicurare proprio l’ottemperanza agli obblighi di fedeltà fiscale (e, dunque, di riscossione dei tributi). Né devono sfuggire – sul versante special preventivo – i congegni che, a fronte di pur tardive forme di resipiscenza e pagamento del dovuto – assicurano la non punibilità ovvero trattamenti sanzionatori più miti.

Né reca sul punto una efficiente soluzione il dettato dell’art. 19 d. lgs 74/2000, che, in materia tributaria, introduce «meccanismo di ineseguibilità delle sanzioni amministrative in caso di fattispecie in rapporto di specialità»⁵⁰. Detto che tale meccanismo (in qualche misura evocativo della regola generale dettata dall’art. 9 l. 689/1981) concerne più propriamente il profilo della proporzionalità punitiva, non si può che convenire con la notazione che « [l]a conformità di tale conclusione con il contenuto garantistico del *ne bis in idem* pare tuttavia discutibile, se si mette conto che (...) la giurisprudenza europea definisce il requisito della “identità del fatto” facendo leva sul “nucleo materiale” del comportamento oggetto di contestazione, distinto dall’*idem* legale quale definito da opzioni normative di qualificazione giuridica del fatto storico»⁵¹.

La corretta considerazione appena sopra riportata merita una sottolineatura ulteriore: disposizioni come quelle degli artt. 9 l. 689/1981 e 19 d. lgs 74/2000, evocando il criterio della specialità, hanno come ambito di riferimento necessitato una nozione *legale* di *idem*, affatto diversa da quella di *idem factum* (inteso come accadimento storico-fenomenico) ormai comunemente e consolidatamente accolta come estremo rispetto al quale apprezzare la sussistenza della (eventuale) duplicità (*bis*) oggetto del canone garantistico di cui qui si discorre.

Osservando il quadro sul piano strettamente logico, non sembra azzardato concludere che le ragioni di politica criminale evocate a partire dalla decisione *Ae B vs Norvegia* (non dimenticando il

⁴⁹ SCOLETTA, *Il principio*, cit., 195: “versione debole” che corrisponde all’“*editio minor*”, di cui parla CONSULICH, *Il prisma*, cit., 953.

⁵⁰ SCOLETTA, *Il principio*, cit., 193. Riprende più recentemente e diffusamente il tema ancora SCOLETTA, *Il doppio binario*, cit., 309.

⁵¹ SCOLETTA, *Il principio*, cit., 193.

precedente della sentenza *Nilsson vs Svezia*⁵²) mutano la struttura costitutiva del principio del *ne bis in idem*, posto che autorizzano che per il medesimo fatto vengano non soltanto condotti *plurimi* procedimenti⁵³, ma applicate plurime sanzioni di natura afflittiva riconducibili alla *matière pénale*.

Si noti ora che “le ragioni di politica criminale” consistono, a bene vedere, nella scelta di assegnare valore prevalente a esigenze di efficienza ed effettività della risposta sanzionatoria dell’ordinamento rispetto a fatti connotati da significativo disvalore secondo l’apprezzamento (anch’esso, peraltro, ‘flessibile’) non soltanto del legislatore, ma anche della stessa giurisprudenza⁵⁴.

L’osservazione disincantata del sistema del doppio binario sanzionatorio cumulativo e, soprattutto, le ragioni di politica criminale che lo giustificano, autorizza a ritenere che siffatta scelta dipenda da una sorta di insoddisfazione nei confronti del diritto penale, quasi che la comminatoria della massima delle sanzioni che, almeno sul piano assiologico, dovrebbe esaurire completamente l’esigenza di risposta punitiva dell’ordinamento, non sia adeguata allo scopo con riguardo, quanto meno, al versante concreto dell’afflittività e della deterrenza, tanto che debba aver bisogno di un “rinforzo”.

A soddisfare quest’esigenza di “rinforzo” sembra non tanto l’oggettivo aggravamento del carico sanzionatorio in sé considerato (che finisce con l’essere una ricaduta necessitata) quanto piuttosto la maggiore speditezza del procedimento amministrativo e la più alta probabilità di condanna, evenienza connessa alle caratteristiche tipiche di tale procedimento (inferiore portata delle garanzie per l’imputato e regime delle prove che consente meccanismi presuntivi inaccettabili nel procedimento penale⁵⁵).

Posta l’intrinseca difficoltà di ammettere sul piano assiologico generale che la sanzione penale (criminale, del penale in senso stretto) non sia per sé idonea a fornire una efficace e proporzionata risposta sanzionatoria al disvalore del *fatto* descritto dalla fattispecie incriminatrice, non è difficile arguire che altrove consiste l’autentica ragion d’essere dei sistemi a doppio binario sanzionatorio cumulativo: precisamente nelle ricordate caratteristiche efficientiste del procedimento che presiede all’illecito amministrativo (dall’accertamento all’esito).

Se l’ipotesi circa la ragion d’essere del doppio binario non è azzardata e può essere assunta come riferimento, è agevole constatare che la categoria della *matière pénale* e le sue implicazioni in tema di garanzie (processuali e sostanziali) si pongono in contrasto con l’idea stessa di sistemi a doppio binario sanzionatorio cumulativo e con le esigenze che per loro tramite dovrebbero essere soddisfatte.

L’estensione delle garanzie tipiche, che presidiano il territorio del diritto penale in senso stretto, all’ambito dell’illecito amministrativo punitivo (quantomeno quello le cui sanzioni presentano caratteri rispondenti ai criteri Engel) importa sul piano logico (prima ancora che su quello giuridico) una contraddizione.

Annettendo allo statuto di garanzia del reato l’intero ambito della citata tipologia di illecito amministrativo, le peculiarità efficientiste del procedimento amministrativo (e non soltanto quelle) sarebbero infatti destinate a venir meno: ciò che sul piano pratico corrisponde allo smarrimento della funzione concreta giustificatrice del doppio binario, oltre che, sul versante sistematico, alla

⁵² V. CONSULICH, *Il prisma*, cit., 953.

⁵³ Si veda ad esempio Corte EDU, 8 ottobre 2024, *Pinhal vs Portogallo*, nella quale viene considerata non in contrasto con l’art. 4 Prot. 7 CEDU tre decisioni di condanna (una per un reato in senso stretto e due per distinti illeciti amministrativi punitivi) conseguenti a tre distinti procedimenti.

⁵⁴ Si ricordi, come nota argutamente CONSULICH, *Il prisma*, cit., 953, che il par. 121 della sentenza *A e B vs Norvegia* annovera tra le condotte socialmente offensive, meritevoli della doppia reazione punitiva, anche la violazione delle norme sulla circolazione stradale.

⁵⁵ V. in proposito da ultimo Cass. civ. Sez. II, 6 marzo 2025, n. 6072, con nota di DELLA GIACOMA, *Indizi e standard probatorio negli illeciti di market abuse: tra ragionevole probabilità e ragionevole certezza*, in corso di pubblicazione in *Giur. comm.*

sostanziale sparizione dell'illecito amministrativo, completamente confluito e assorbito nell'area del diritto penale.

In siffatta prospettiva si assisterebbe a una sorta di pan-penalizzazione dell'area degli illeciti connotati da sanzioni con caratteristiche corrispondenti a quelle definite dai criteri Engel.

5. I rapporti tra i diversi apparati punitivi

Ragioni molteplici suggeriscono qualche riflessione critica su un esito di tal genere, ragioni già considerate sotto altri punti di vista, ma che conviene ora brevemente riepilogare, azzardandone una tematizzazione.

Spicca dapprima la matrice dalla quale promana l'*unificazione* in discorso: essa non ha origine in una disposizione normativa, bensì nell'attribuzione a una serie di disposizioni di un significato che, in via interpretativa, estende il campo semantico di un determinato termine (*reato*). In specifico: secondo tale modo ermeneutico, il lemma *reato* non vale più a identificare soltanto gli illeciti che tali sono secondo le regole identificative (formali) fissate dal legislatore nell'ordinamento nazionale, ma anche quegli illeciti le cui sanzioni presentano caratteri sostanziali (afflittività, deterrenza, funzione general- o special-preventiva) assimilabili a quelle che connotano le pene previste per i reati (in senso stretto, *id est*: secondo la formale definizione del legislatore nazionale).

In disparte ogni considerazione concernente il delicato tema della portata della giurisprudenza della Corte EDU e della Corte di Giustizia dell'Unione Europea e della valenza della disciplina eurounitaria e convenzionale sulle scelte del legislatore nazionale in materia di selezione delle risposte sanzionatorie a condotte illecite⁵⁶ (tema che condurrebbe il discorso molto lontano da quello qui d'interesse), preme segnalare che la matrice ermeneutica in generale e, in particolare, gli esiti raggiunti nel presente caso, presentano un grado d'incertezza o, più esattamente, di flessibilità e di indeterminatezza che mal si conciliano con le esigenze di *norme*⁵⁷ di natura definitoria in ambito comunque sanzionatorio. In proposito basti il riferimento al carattere della *afflittività*, che costituisce lo stigma primo per attribuire a una sanzione il segno della sua appartenenza all'area del diritto penale inteso come *extrema ratio* di tutela: non soltanto sul piano astratto esso è di difficile determinazione in termini puntuali, ma all'atto pratico ha dato luogo ad apprezzamenti dal perimetro molto ampio, che in alcuni casi hanno consentito di iscrivere nello *ius terribile* fattispecie punite con sanzioni alle quali è difficile attribuire tale connotazione⁵⁸.

⁵⁶ Profilo che, come s'è mostrato, viene colto nettamente da Corte cost. n. 49/2015 e ribadito successivamente da Corte cost. n. 43/2017 e da Corte cost. n. 68/2017.

⁵⁷ Sulla dimensione strutturale della *norma* (giuridica), distinta come tale dalla *disposizione*, cfr. H. KELSEN, *Lineamenti di dottrina pura del diritto*, 2ª ed. (trad. it. di R. Treves), Torino, 2000, 62. La distinzione fra *disposizione* e *norma* è ulteriormente elaborata da V. CRISAFULLI (voce "*Disposizione (e norma)*", in, *Enc. dir.*, Milano, 1964, 195), che ricorda come per disposizione si intende «la formula istituzionalmente rivolta a porre e a rivelare la norma», e che «non è di certo evento patologico la circostanza che una singola disposizione abbia ad esprimere simultaneamente più norme tra loro diverse ma compatibili». La distinzione è fatta propria anche dalla giurisprudenza della Corte Costituzionale: v. ad es. la sentenza n. 84/1996 in tema di sindacabilità di decreto legge decaduto, che contiene l'affermazione per cui la Corte «giudica di norme ma si pronuncia su disposizioni» e ribadisce «la funzione servente e strumentale della disposizione rispetto alla norma, sicché è la immutata persistenza di quest'ultima nell'ordinamento ad assicurare la perdurante ammissibilità del giudizio di costituzionalità sotto il profilo dell'inalterata sussistenza del suo oggetto (che costituisce altresì, sotto questo aspetto, ragione della sua persistente rilevanza), mentre l'eventuale successione di una disposizione ad altra rileva soltanto al fine di riversare correttamente l'esito del sindacato di costituzionalità nell'ordinamento».

⁵⁸ Il riferimento è alle sentenze Corte EDU, Sez. II, sent. 13 dicembre 2005, *Nilsson vs Svezia*, ric. n. 73661/01; Corte EDU R.T. c. Svizzera, 30 maggio 2000 e Corte EDU, Sez. III, sent. 4 ottobre 2016, *Rivard vs Svizzera*, ric. n. 21563/12, tutte richiamate da CONSULICH, *Il Prisma*, cit., 953.

Detto in termini espliciti: ritenere che sanzioni pecuniarie all'interno delle centinaia di euro esprimano un grado di afflittività tale da comprendere l'illecito fra quelli espressivi dell'*extrema ratio* (ovvero, del massimo grado di reazione) è asserto intrinsecamente non condivisibile, tanto più che, sul piano sistematico, implica la negazione dell'autonomia dell'illecito amministrativo e, forse, oltre che l'autonomia, anche l'esistenza stessa. Corrispondentemente, una simile impostazione importa il disconoscimento del ruolo di *extrema ratio* proprio della sanzione penale e la dissoluzione di ogni prospettiva di depenalizzazione, condannando, in una eterogenesi dei fini, il diritto penale al gigantismo e, per conseguenza, alla ineffettività derivante, in modo pressoché necessitato, dalla incapacità del sistema processuale di sostenere il peso di siffatto gigantismo.

Al fondo della questione v'è la nozione di *pena* e la sua caratterizzazione in rapporto alle garanzie (sostanziali e processuali) che ne debbono presidiare l'applicazione: ampliare la riflessione a tale prospettiva travalica di gran lunga l'oggetto del presente lavoro, sicché basterà qui una notazione molto limitata, strettamente connessa al profilo d'interesse.

Stando all'ormai consolidatosi formante giurisprudenziale delle Corti di Strasburgo e di Lussemburgo, la definizione di sanzione penale, alla quale riconoscere le correlative garanzie (di matrice eurounitaria e convenzionale) accoglie le misure sanzionatorie che, come si è già ricordato, «*manifestano ed esprimono una finalità intimidativa, deterrente, con funzioni di prevenzione generale o speciale*»⁵⁹.

Nell'insieme disegnato da tale definizione rientrano – è constatazione piana – le sanzioni formalmente non penali (secondo i parametri legislativi nazionali) contemplate dal TUF e, segnatamente, dagli artt. 187-*bis* e 187-*ter*. Constatazione di non diversa linearità riconosce nel divieto di *bis in idem* (così come previsto dall'art. 4 Prot. 7 CEDU e dall'art. 50 co. 1 CDFUE) una delle garanzie che presidiano tal genere di sanzioni.

Connettendo logicamente le precedenti constatazioni, il risultato è scontato, posto che al termine *reato* (che compare in entrambe le disposizioni da ultimo ricordate) deve essere assegnato il valore semantico più ampio ad esso attribuito in via ermeneutica, con l'ulteriore necessitata conseguenza che il divieto in discorso è destinato a trovare applicazione anche nei casi nei quali il medesimo fatto (storico) è al contempo sussumibile sotto una fattispecie di *reato* (in senso stretto) e una di *illecito amministrativo punitivo* (appartenente alla *matière pénale* secondo i criteri Engel).

Come s'è cercato di mostrare, siffatto esito interpretativo presenta profili di criticità in due differenti ambiti: da un lato, sul piano teorico-sistematico e degli assetti ordinamentali e, dall'altro, sul terreno concreto del soddisfacimento delle esigenze politico-criminali. Criticità che, sebbene derivanti da ragioni di natura profondamente diversa, conducono (e di fatto hanno condotto) a una mutazione ben significativa del portato del canone del *ne bis in idem*.

Per vero, l'approdo ermeneutico della *matière pénale* nella sua configurazione massima (peraltro logicamente consequenziale con gli assunti da cui muove) importa l'attrazione dell'illecito amministrativo punitivo nel diritto penale e, quindi, la sua sparizione come illecito tipologicamente diverso dal reato (in senso stretto).

D'altro canto, vi è l'esigenza (di politica criminale) di assicurare alla risposta sanzionatoria un efficientismo punitivo irraggiungibile con la complessa macchina del processo penale.

Non è difficile scorgere allora nella elaborazione delle Corti le risposte alle menzionate criticità: se i Giudici della Consulta hanno attenzione al profilo degli assetti ordinamentali, cogliendo la necessità di mantenere l'autonomia dell'illecito amministrativo rispetto al reato inteso in senso stretto come *extrema ratio*⁶⁰, dall'altro le Corti di Strasburgo e Lussemburgo giungono, attraverso

⁵⁹ Così ALESSANDRI, *Prime riflessioni*, cit., 869.

⁶⁰ Il riferimento è alle sentenze della Corte costituzionale citate a nota 55: per una efficace inquadramento e sintesi, v. VIGANÒ, *Un'altra deludente*, cit., 269.

progressivi affinamenti, a una lettura (ormai consolidata e unificata) del principio del *ne bis in idem* felicemente definita *editio minor*⁶¹, fortemente impoverita nella sua dimensione garantista.

Prima di esaminare i tratti fisiognomici della ricordata *editio minor* (indubbiamente rilevanti in relazione all'art. 187-terdecies TUF), conviene una notazione di sintesi.

A ben vedere, la posizione assunta dal Giudice delle leggi rivendica l'intangibile autonomia dell'illecito amministrativo punitivo rispetto al reato, dove i termini, rispettivamente *reato* e *illecito amministrativo punitivo*, denotano entità concettuali e tipologie di fattispecie strutturalmente diverse, regolate da discipline differenti e alle quali accedono altrettanto differenti procedimenti e inerenti garanzie corrispondentemente diverse. In sintesi estrema, la distinzione fra le due distinte categorie corre lungo il dato normativo stabilito dall'art. 39 c.p., icasticamente colto nella notazione secondo la quale «lo strumento sanzionatorio (...) individua e contraddistingue il diritto penale nell'ambito dell'ordinamento»⁶².

Tematizzando ulteriormente la ricostruzione della Corte costituzionale, l'area della *matière pénale*, definita dal formante giurisprudenziale delle Corti di Strasburgo e Lussemburgo e nella quale confluiscono reati e illeciti amministrativi punitivi, trova le sue garanzie in quelle che promanano dalle fonti eurounitarie e convenzionali: ma l'estensione all'illecito amministrativo di tal genere di garanzie non implica in alcun modo né la confusione fra due tipologie d'illecito né l'estensione dell'intera disciplina (sostanziale e processuale) del *reato* all'illecito amministrativo punitivo.

6. La giurisprudenza sovranazionale sul *ne bis in idem*

Si tratta ora di esaminare i criteri e i paradigmi elaborati in materia dalla giurisprudenza delle Corti sovranazionali, limitatamente ai profili d'interesse in rapporto alla disposizione dell'art. 187-terdecies TUF, ossia della norma che dovrebbe assicurare la compatibilità fra principio del *ne bis in idem* e sistema a doppio binario sanzionatorio cumulativo.

Ascrivibile in larga parte (se non integralmente) alle ricordate esigenze di politica criminale, la flessione del principio garantistico vede la sua origine nella sentenza della Corte EDU (*Grand Chambre*) A e B vs Norvegia del 15 novembre 2016, al cui spartito fanno da contrappunto le tre decisioni del 20 marzo 2018 della CGUE ([Menci](#), [Garlsson](#), [Di Puma](#) e [Zecca](#)). Il riferimento alle citate pronunce è deliberatamente riduttivo, altre essendovene, ma qui preme cogliere il dato essenziale rappresentato dai parametri che, generando un argomento circolare, esprimono, da un lato, la giustificazione del doppio binario (e del conseguente affievolimento della dimensione garantistica del principio del *ne bis in idem* ridotto alla sua *editio minor*) e, dall'altro, costituiscono il paradigma per la valutazione della compatibilità dello specifico sistema a doppio binario con il divieto di *bis in idem*.

In siffatta prospettiva le indicazioni ricavabili da tali parametri e dal conseguente paradigma sembrano, per un verso, rivolte al legislatore nazionale in quanto evidenziano profili indiscutibilmente concernenti caratteristiche proprie dell'ordinamento interno (*id est*: che l'ordinamento interno deve possedere per assicurare la non contraddizione del doppio binario con il superiore principio di garanzia in discorso). Al contempo, tali indicazioni valgono come condizioni, la sussistenza delle quali il giudice (o l'autorità) deve verificare prima di irrogare la (eventuale) seconda condanna al soggetto cui sia già stata applicata per il medesimo fatto una misura punitiva rientrante nella *matière pénale*.

Siffatta duplicità è, quasi fisiologicamente, destinata a generare criticità, che si cercheranno d'illustrare nel prosieguo.

⁶¹ CONSULICH, *Il prisma*, cit., 949 nonché, seppur con sfumature diverse, SCOLETTA, *Il principio*, cit., 193. Da sottolineare gli approfondimenti di SCOLETTA, *Il doppio binario*, cit., 297 e ss..

⁶² Così PEDRAZZI, (voce) *Diritto penale*, cit., 147.

6.1. L'ermeneutica delle Corti europee

Venendo ora al dettaglio del paradigma al quale si è fatto cenno, è possibile comporne il quadro enumerando i singoli elementi richiamati a partire dalla citata sentenza della Corte EDU in A e B vs Norvegia, avvertendo che intorno agli stessi si è sviluppata la successiva riflessione della dottrina e delle ulteriori decisioni sia della medesima Corte EDU sia della Corte di Giustizia dell'Unione Europea.

Tentando di fornire una sintetica descrizione, si può dire che tali elementi sono: a) la complementarità degli scopi di tutela delle differenti fattispecie astratte, b) la prevedibilità del cumulo procedimentale e sanzionatorio, c) l'esistenza di meccanismi di raccordo/coordinamento processuale (con speciale riguardo alla raccolta delle prove) per limitare o evitare oneri eccessivi per la parte, d) la contiguità temporale dei procedimenti, e) l'esistenza di un sistema di ragguaglio per la determinazione delle misure punitive separatamente inflitte per evitare che la risposta sanzionatoria complessiva non ecceda il limite della proporzionalità (*id est*: in modo che tale risposta sia complessivamente proporzionata).

Come ognuno vede e come è stato lucidamente visto⁶³, si tratta di elementi di natura eterogenea che, al di là dei rilievi critici che ciascuno di essi si attira in relazione a contenuto e valenza, presentano come tratto unificante una intrinseca genericità e una indeterminatezza del tutto disfunzionali rispetto allo scopo cui sono destinati, in modo particolarmente spiccato nella prospettiva di fungere da indici dei quali il giudice (o l'autorità) è chiamato ad avvalersi quando deve valutare se la (eventuale) seconda condanna importa l'applicazione di una misura sanzionatoria compatibile con il divieto di *bis in idem*.

Qualche considerazione di dettaglio con riguardo a ciascuno degli elementi che costituiscono il paradigma di cui s'è detto, ovviamente nella prospettiva della norma (187-terdecies TUF) destinata a disciplinare proprio uno degli estremi costitutivi del menzionato paradigma.

I primi due elementi (rispettivamente, quello concernente la complementarità degli scopi e quello riguardante la prevedibilità del cumulo) paiono riferirsi all'apparato ordinamentale, dipendendo esclusivamente dalle scelte del legislatore nazionale al momento della introduzione di un sistema a doppio binario sanzionatorio cumulativo (come è avvenuto nel 2005 quando alle già vigenti fattispecie di reato furono affiancate quelle degli omologhi illeciti amministrativi⁶⁴).

⁶³ Per tutti v. SCOLETTA, *Il principio*, cit., 193.

⁶⁴ Ricordato che le figure di *insider dealing* e di manipolazione del mercato, originariamente previste dal TUF agli artt. 180 e 181 non si distaccavano quanto a descrizione delle condotte tipiche dalle previgenti incriminazioni contemplate negli artt. 2 e 5 l. 157/1991, rimangono in vigore fino all'11 maggio 2005 quando, a seguito delle modiche apportate dalla l. 18 aprile 2005, n. 62 (legge comunitaria 2004), le figure di reato di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato vengono trasfuse rispettivamente negli artt. 184 e 185 TUF. Mantenendo tale numerazione, le disposizioni in discorso subiscono varie modificazioni: per l'art. 184 quelle previste dall'art. 39 l. 262/2005 e dalla l. 238/2021; per l'art. 185 quelle introdotte dall'art. 39 l. 262/2005, dal d. lgs 101/2009, dal d. lgs 107/2018, dalla l. 238/2021 e dalla l. 132/2025. Modifiche tutte che, però, non hanno mutato la descrizione delle condotte punibili, rimaste sostanzialmente quelle della versione originaria. L'introduzione dei paralleli illeciti amministrativi interviene con la l. 62/2005, che dà corpo rispettivamente agli artt. 187-bis (Abuso di informazioni privilegiate) e 187-ter (Manipolazione del mercato), che ex art 39 l. 262/2005 subiscono una variante inerente al solo trattamento sanzionatorio. Fino all'ulteriore modifica apportata dal d. lgs 107/2018 le figure d'illecito amministrativo sono pienamente sovrapponibili a quelle di reato sul piano della descrizione delle condotte (in particolare l'art. 187-bis replicava in maniera pedissequa anche sul piano sintattico la fattispecie criminosa dell'art. 184, mentre fra l'art. 187-ter e l'art. 185 la corrispondenza era piena sul versante sostanziale). La specularità non muta neppure dopo la rammentata modifica dovuta al d. lgs 107/2018: le disposizioni degli artt. 187-bis e 187-ter non contengono più la descrizione delle condotte, limitandosi a un rinvio alle disposizioni del regolamento 596/2014 (MAR), ma le norme del regolamento per tal modo richiamate raffigurano i fatti punibili in maniera sostanzialmente riportabile a quella delle fattispecie di reato di cui agli artt. 184 e 185 TUF (nel senso che sotto le previsioni astratte di tali ultime disposizioni sono sussumibili quelle – più dettagliate – contemplate nelle disposizioni del MAR).



6.1.1. La prevedibilità

Limitatamente al profilo qui d'interesse, l'estremo della prevedibilità del cumulo e delle sue conseguenze si presenta non particolarmente perspicuo. Ed infatti: se si considera tale profilo da un punto di vista generale e astratto, la prevedibilità è senz'altro sempre predicabile, posto che le disposizioni che contemplano sanzioni di entrambi i generi (penali in senso stretto e amministrative appartenenti alla materia penale) sono norme di legge, come tali conosciute o conoscibili (così come le loro conseguenze e i loro effetti).

Diversamente, se si volesse condurre la valutazione in concreto, l'esito (prevedibilità vs imprevedibilità del cumulo procedimentale e sanzionatorio e degli effetti) muterebbe a seconda del contesto nel quale la valutazione stessa viene fatta: collocandola in epoca successiva alla sentenza della Corte EDU *in re* Grande Stevens⁶⁵, il giudizio propenderebbe per la non prevedibilità, mentre a conclusione opposta si giungerebbe se l'apprezzamento venisse condotto dopo il consolidarsi dell'orientamento formatosi a seguito della decisione della *Grand Chambre* della Corte EDU nel caso [A e B vs Norvegia](#).

Che se poi il giudizio di prevedibilità avesse a oggetto l'entità del trattamento sanzionatorio complessivamente derivante dal doppio binario, allora il tema dovrebbe essere più propriamente ricondotto al tema della proporzionalità punitiva: sul piano generale e astratto la prevedibilità comprende infatti necessariamente anche la conoscenza/conoscibilità delle sanzioni nella loro dimensione edittale (*id est*: la comminatoria), mentre il contenuto concreto della sanzione complessivamente irrogata attiene, anche con riguardo alla sua prevedibilità, al profilo della proporzione.

6.1.2. La complementarità

Il requisito della complementarità pare riferirsi a una caratteristica rintracciabile nel confronto tra le fattispecie sanzionatorie astratte applicabili al medesimo fatto. Caratteristica consistente nell'esprimere le distinte fattispecie differenti (ma fra loro coordinate) esigenze di tutela. La genericità del termine in discorso sembra autorizzare due possibili letture, peraltro non reciprocamente escludentesi. Da un lato, la complementarità potrebbe alludere a differenti modalità di tutela e, dall'altro, potrebbe riferirsi a interessi strumentali alla difesa del medesimo bene giuridico, autonomamente presidiabili attraverso la comminatoria di una specifica sanzione.

Precisato così che la nozione stessa di complementarità rimanda a un concetto difficilmente afferrabile in termini determinati e puntuali, l'inerente valutazione sembra dover essere compiuta avendo riguardo alle fattispecie astratte che contemplano, rispettivamente, la figura di reato e quella dell'illecito amministrativo per apprezzarne gli eventualmente diversi scopi, che, nella prospettiva delle Corti europee, costituisce uno degli estremi che autorizza l'irrogazione di una seconda sanzione per il medesimo fatto (ovvero, su un diverso e più generale piano, che fondano la formulazione dell'*editio minor*⁶⁶ del principio del *ne bis in idem* funzionale alla compatibilità di detto principio con il sistema a doppio binario).

Il requisito in discorso presenta caratteristiche marcatamente evanescenti sul piano della precisione definitoria, posto che – come s'è anticipato – l'identificazione degli obiettivi di tutela di una norma sanzionatoria dipende non soltanto dalla individuazione del bene giuridico protetto, ma anche dalla (eventuale) configurabilità di autonomi e distinti momenti strumentali (*id est*: interessi

⁶⁵ Sulla quale sentenza, oltre al già citato studio di Alessandri, *Prime riflessioni sulla decisione*, cit., 855, v. DE AMICIS, *Ne bis in idem e "doppio binario" sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza "Grande Stevens" nell'ordinamento italiano*, *Dir. pen. cont.* - riv. trim., n. 3-4, 2014, 205; TRIPODI, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, *Dir. pen. cont.*, 2014, 212.

⁶⁶ CONSULICH, *Il prisma*, cit., 949.

funzionali) al presidio del bene stesso, che potrebbero costituire oggetto di specifica protezione mediante la comminatoria di una sanzione.

Se la ricognizione del bene giuridico tutelato e degli interessi ad esso strumentali (i quali ultimi possono – come s'è notato – anch'essi ricevere specifico e autonomo presidio), pur presentando margini di opinabilità e incertezza, conduce comunque a esiti sufficientemente determinati, non altrettanto può dirsi quando occorra distinguere in modo analitico eventuali differenti (e tuttavia complementari) orientamenti di tutela espressi dalle disposizioni sanzionatorie, rispetto alle quali deve essere compiuta la valutazione della complementarità.

Notazione, quest'ultima, che suggerisce di limitare il campo dell'indagine sulla complementarità all'ambito del *market abuse* (e, segnatamente, alle figure dell'*insider dealing* e della manipolazione del mercato), posto che le rammentate criticità strutturali della inerente valutazione implicano una stretta aderenza alle specifiche fattispecie in considerazione dello scopo di cercar di contenere le criticità in discorso.

Riprendendo la notazione in precedenza svolta circa la piena sovrapponibilità delle figure di reato degli artt. 184 e 185 TUF con quelle degli illeciti amministrativi contemplati negli artt. 187-*bis* e 187-*ter* dello stesso testo unico, è a dir poco arduo individuare ambiti differenziati e altresì complementari che connotino le rammentate fattispecie sul versante dello scopo di tutela ovvero degli interessi ad esso strumentali.

Discorrere di complementarità sconta infatti, per necessità logica, che gli “oggetti complementari” (qui le distinte figure d'illecito) apportino un contributo autonomo al perseguimento di uno scopo comune, in quanto, in ipotesi, assicurano una tutela specifica a un differente profilo del medesimo bene protetto ovvero perché presidiano in modo peculiare distinti interessi strumentali e funzionali alla difesa di quel medesimo bene giuridico.

Che la tutela del mercato (in qualunque accezione si voglia intendere siffatta locuzione⁶⁷) rappresenti l'oggetto del presidio apprestato dalle fattispecie di reato e di illecito amministrativo in discorso è una constatazione sulla quale è superfluo spendere anche una sola considerazione aggiuntiva. Uno sfondo di tale genere viene riconosciuto – e diversamente non potrebbe essere – dalla giurisprudenza sovranazionale e da quella di legittimità⁶⁸: lo scopo ultimo del presidio sanzionatorio è dunque unico, sicché la complementarità – requisito legittimante il doppio binario e la conseguente erosione/limitazione del canone di garanzia del *ne bis in idem* – non può che consistere (ed essere quindi riconoscibile) nell'esistenza di momenti strumentali a tale presidio, intesi come interessi specifici funzionali al suo perseguimento ovvero di modalità differenti attraverso le quali – in ipotesi: tramite i differenti procedimenti – assicurare il raggiungimento del medesimo scopo.

Si osservi che, secondo l'indicazione specifica riguardante l'assetto legislativo nazionale in materia di *market abuse*, la Corte di Giustizia⁶⁹ afferma l'esistenza degli estremi della complementarità,

⁶⁷ In proposito, scusandomi per l'ineleganza dell'autocitazione, si veda MUCCIARELLI, *Mercato finanziario e tutela penale*, in *Reati in materia bancaria e finanziaria*, a cura di F. Consulich, in *Trattato teorico-pratico di diritto penale*, diretto da F. Palazzo, C.E. Paliero, M. Pelissero, Torino, 2024.

⁶⁸ Esplicita in questo senso CGUE, Gr. Ch., sent. 20 marzo 2018, *Garlsson Real Estate*, in. C-537/16, nonché Cass. 21 settembre 2018, n. 49869, Chiarion Casoni; Id., 10 ottobre 2018, n. 45829, Franconi; Id., 5 febbraio 2019, n. 5679, Erbetta;

Cass., 27 settembre 2019, n. 39999, Respigo; Cass., 9 gennaio 2020, n. 397, Rosso; Cass., 15 aprile 2021, n. 31507, Cremonini; Cass., 1° febbraio 2022, n. 3555, Coen; v. anche, nella giurisprudenza civile, Cass. civ., 30 ottobre 2018, n. 27564, *Garlsson Real Estate*. Sul punto in dottrina, v. in particolare, SCOLETTA, *Il principio*, cit., 190, SCOLETTA, *Il doppio binario*, cit., 297, nonché BARON, “Test di proporzionalità e *ne bis in idem*. La giurisprudenza interna alla prova delle indicazioni euro-convenzionali in materia di *market abuse*”, *Arch. pen.web*, 2019, 3, 1; MUCCIARELLI, “Illecito penale, illecito amministrativo e *ne bis in idem*. La Corte di Cassazione e i criteri di stretta connessione e di proporzionalità”, *Dir. pen. cont.*, 11 ottobre 2018; TRIPODI, “Cumuli punitivi, *ne bis in idem*, cit., 1047.

⁶⁹ Si tratta della sentenza CGUE, *Garlsson Real Estate*, cit.

affermazione pedissequamente ripresa dalla Corte di cassazione, divenuta una sorta di tralaticio *Leitmotiv* «[q]uanto alla necessaria complementarietà finalistica del cumulo sanzionatorio, la Grande Sezione ha identificato l'obiettivo di interesse generale sotteso alla normativa statale in tema di abusi di mercato nella tutela dell'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e della fiducia del pubblico negli strumenti finanziari, rilevando che, alla luce dell'importanza attribuita dalla giurisprudenza della stessa Corte di giustizia al fine di realizzare tale obiettivo, "un cumulo di procedimenti e di sanzioni di natura penale può essere giustificato qualora tali procedimenti e tali sanzioni perseguano, ai fini del conseguimento di un simile obiettivo, scopi complementari riguardanti, eventualmente, aspetti diversi del medesimo comportamento illecito interessato, circostanza che spetta al giudice del rinvio verificare" (p. 46); invero, sembra alla Grande Sezione "legittimo che uno Stato membro voglia, da un lato, scoraggiare e reprimere ogni violazione, intenzionale o meno, del divieto di manipolazione del mercato applicando sanzioni amministrative stabilite, se del caso, in maniera forfettaria e, dall'altro, scoraggiare e reprimere violazioni gravi di tale divieto, che sono particolarmente dannose per la società e che giustificano l'adozione di sanzioni penali più severe" (p. 47)»⁷⁰.

L'analisi del principio in forza del quale è riconosciuta la complementarità (che comunque il giudice è chiamato a verificare in concreto⁷¹: su tale punto si tornerà in seguito) permette di enucleare alcuni snodi particolarmente critici.

Dopo aver richiamato la rilevanza della tutela del mercato, l'ammissibilità del doppio binario («cumulo di procedimenti e di sanzioni di natura penale) viene giustificata a condizione che «tali sanzioni e tali procedimenti perseguano (...) scopi complementari». È dunque assunto logicamente fondante che la complementarità debba riguardare gli «scopi» dei procedimenti e delle sanzioni che, per essere complementari, debbono essere fra loro diversi, ancorché, ovviamente, funzionali e strumentali al medesimo scopo finale: la tutela del mercato. Se tali scopi fossero i medesimi, non si potrebbe parlare di complementarità, ma di identità.

Seguendo il percorso del canone ermeneutico stabilito dalla giurisprudenza delle Corti sovranazionali, è agevole avvedersi che la strumentale complementarità finalistica viene individuata (in via esemplificativa, come suggerisce l'avverbio «eventualmente») nella sussistenza e nella riconoscibilità di «aspetti diversi del medesimo comportamento illecito interessato»⁷². Rammentato (per ora cursoriamente) che tale circostanza costituisce nella prospettiva della Corte di Giustizia un ambito proprio del sindacato del giudice del merito, l'impegno argomentativo volto a dare consistenza alla nozione di complementarità si esaurisce nella evocazione di un parametro fattuale consistente nell'individuazione di aspetti peculiari di un medesimo comportamento, che – fin superfluo ricordarlo – è, prima di ogni altra connotazione, tipico (*id est*: corrispondente in ogni suo profilo al modello legato costitutivo dell'illecito, penale o amministrativo).

A vedere bene, stando all'esemplificazione, il requisito della complementarità fissato dal formante giurisprudenziale è fortemente connesso con le modalità concrete della condotta tipica. Occorrono in proposito alcune notazioni: da un lato, attenendo le modalità al fatto, esse costituiscono fisiologicamente oggetto dell'apprezzamento del giudice – una volta accertata la rispondenza del fatto al modello legale – ai fini della commisurazione della pena sotto il profilo della gravità del fatto medesimo. Dall'altro, riconoscere alle modalità della condotta la diversa funzione di distinguere le differenti (ancorché complementari) esigenze di tutela che fondano la giustificazione del doppio binario, costituisce l'unica via per attribuire al giudice uno spazio all'interno del quale esercitare un vaglio circa la sussistenza in concreto del requisito della complementarità.

Se una simile ricostruzione è logicamente consistente con l'analisi sintattica e semantica del canone elaborato dalla giurisprudenza, perplessità emergono sul versante sistematico.

⁷⁰ Così Cass. pen. Sez. V, 21.9. – 31.10.2018, n. 49869.

⁷¹ In proposito, si veda SCOLETTA, *Il principio*, cit., 191-192.

⁷² Così CGUE, *Garlsson Real Estate*, cit.

Dapprima: la nozione di complementarità sembra modellata secondo caratteri propri della condotta in concreto realizzata dall'agente (in funzione selettiva), senza peraltro che di tali caratteri venga fornita alcuna connotazione idonea alla loro identificazione in linea generale e astratta (e infatti non si va oltre un richiamo generico, limitato ad «aspetti *diversi* del medesimo comportamento illecito interessato»⁷³).

Che se poi si dovesse intendere l'aggettivo "diversi" come allusivo alla (maggiore o minore) gravità espressa da qualche aspetto del comportamento, un siffatto indice – soprattutto nella dimensione legata al caso concreto – sarebbe allora coerente e funzionale con l'apprezzamento della proporzione della complessiva risposta sanzionatoria e non con quello della complementarità. Tale ultimo requisito (quello della complementarità) sembra invece proprio delle fattispecie astratte, la contemporanea applicabilità delle quali trova (dovrebbe trovare) giustificazione nella circostanza che esse assolvono a funzioni coordinate e funzionali al perseguimento del medesimo scopo ultimo di tutela (ovvero di interessi "intermedi" strumentali, in quanto fra loro coordinati, al raggiungimento del medesimo obiettivo).

Ma a tale dimensione astratta della fattispecie non pare attagliarsi la connotazione dell'estremo della complementarità elaborato dalla giurisprudenza sovranazionale (e recepito anche da quella domestica). Come mostra la poc'anzi rammentata esemplificazione suggerita dalla giurisprudenza in discorso in ordine al tipo di valutazione necessaria per apprezzare la complementarità, a venire in considerazione è piuttosto il requisito della *gravità* del fatto: in tal senso depone univocamente il passaggio conclusivo dell'argomentazione dedicata alla complementarità finalistica, secondo cui è «legittimo che uno Stato membro voglia, da un lato, scoraggiare e reprimere ogni violazione, intenzionale o meno, del divieto di manipolazione del mercato applicando sanzioni amministrative stabilite, se del caso, in maniera forfettaria e, dall'altro, scoraggiare e reprimere violazioni gravi di tale divieto, che siano particolarmente dannose per la società e che giustificazione l'adozione di sanzioni penali più severe»⁷⁴.

La complementarità viene dunque colta nella graduazione della risposta sanzionatoria correlata alla gravità del fatto che, come s'è poc'anzi visto, viene inteso nella sua dimensione di fatto concreto (e non di fatto tipico/fattispecie astratta): il che finisce con lo spostare il giudizio sulla complementarità verso quello sulla proporzione complessiva della risposta sanzionatoria nel caso di specie.

Per altro verso, non può sfuggire che, se il riferimento fosse – come dovrebbe – alle fattispecie astratte, allora il criterio della gravità porterebbe logicamente a una conclusione diversa e opposta in ordine alla ammissibilità del doppio binario sanzionatorio cumulativo.

Si osservi che la Corte di Giustizia discorre infatti di un'opzione del legislatore, nella quale le violazioni più gravi rispetto al generale divieto di manipolazione del mercato meritano una sanzione più severa, mentre per altre violazioni (logicamente: quelle meno gravi, ivi comprese quelle non intenzionali) è scelta legittima del legislatore provvedere con sanzioni amministrative anche forfettarie. Ma uno scenario siffatto rimanda a un rapporto di fattispecie astratte, nel quale quelle caratterizzate dalla minor gravità rimangono nell'ambito dell'illecito amministrativo, punite con sanzioni amministrative (così esplicitamente le chiama il responso della Corte di Lussemburgo), mentre quelle che descrivono i fatti più gravi sono destinate al territorio del diritto penale. In altri termini: una complementarità che si risolve sul piano delle scelte del legislatore in maniera che il commendevole fine di "scoraggiare e reprimere" la manipolazione del mercato vede una duplice risposta sanzionatoria, costituita da fattispecie d'illecito che però non insistono (né possono insistere) sul medesimo fatto concreto, in quanto la selezione delle condotte interviene (dovrebbe intervenire: se si legge in trasparenza il canone ermeneutico) individuando (ovviamente da parte del legislatore)

⁷³ Così CGUE, *Garlsson Real Estate*, cit., enfasi aggiunta.

⁷⁴ Così ancora CGUE, *Garlsson Real Estate*, cit..

quegli “aspetti diversi” del comportamento che li denotano in modo diverso secondo il criterio della gravità.

Siffatta lettura del responso giurisprudenziale importerebbe quindi una nozione di complementarità bensì legata alla differente gravità non implicante però un doppio binario cumulativo in quanto la distinzione opererebbe sul piano delle fattispecie astratte e non del fatto concreto. E le differenti sanzioni (al di là delle loro denominazioni formali) potrebbero appartenere tutte alla *matière pénale*, posto che a rilevare è l’osservanza delle garanzie (convenzionali ed eurounitarie) che a tale tipologia di sanzioni accedono.

Pur plausibile per la sua consistenza con il testo, la ricordata lettura del principio ermeneutico in discorso non è ammissibile per il contrasto con il contesto. Contesto nel quale la nozione di complementarità è invero riferita a una situazione nella quale due fattispecie astratte convergono su un medesimo fatto storico, sicché il criterio della gravità, che ben potrebbe fungere da selettore per la formulazione delle fattispecie astratte stesse (così distinguendole), diviene necessariamente criterio di valutazione del caso concreto, altrettanto necessariamente affidato al giudice.

Assumendo la foggia di giudizio che apprezza la gravità di *aspetti diversi* dell’*unico* fatto concreto, il requisito della complementarità finisce – anche da questo punto di vista – con il confondersi con l’apprezzamento della proporzionalità (che, all’evidenza, vede tra i suoi parametri la considerazione della gravità del fatto concreto in ogni suo aspetto). Sicché siffatto parametro fornisce un ben modesto (forse nullo) contributo al perseguimento della funzione assegnatagli: la valutazione della compatibilità in concreto del doppio binario cumulativo con il superiore principio del *ne bis in idem*.

In definitiva, stante l’identità sostanziale delle fattispecie d’illecito amministrative e penali, nell’ambito del *market abuse* il parametro della complementarità si rivela inefficiente: impossibile essendo individuare funzioni diverse rispetto allo scopo di tutela (anche in rapporto a interessi strumentali) in fattispecie astratte che descrivono i medesimi comportamenti, il richiamo alla differente gravità, necessariamente circoscritto all’apprezzamento del fatto concreto, riconduce all’ambito della proporzione del trattamento sanzionatorio, rendendo quindi del tutto evanescente il citato criterio della complementarità come autonomo elemento di valutazione.

6.1.3. La connessione per materia e per tempo

Occorre riservare qualche breve considerazione (avendo sempre come sfondo il disposto dell’art. 187-terdecies TUF) all’ulteriore requisito della stretta connessione per materia e per tempo dei procedimenti aventi a oggetto i distinti illeciti.

Osservato che nell’elaborazione di tale parametro non si rinvencono indicazioni precise in ordine ai criteri in forza dei quali tale giudizio dovrebbe essere espresso, giudizio che viene quindi affidato alla (apparente) logica del caso per caso, è però agevole constatare che tanto minore è la distanza temporale intercorrente fra il loro rispettivo svolgimento, tanto maggiore è la connessione fra gli stessi (sicché la piena contemporaneità sarebbe l’ottimo): ciò che, nella prospettiva delle Corti, promette una minore onerosità per la parte sottoposta ai giudizi (e quindi un “sacrificio” sopportabile alla luce delle esigenze di tutela assicurate dal doppio binario).

Se la banale ovvietà di tale constatazione la mette al riparo da critiche ad essa intrinseche, rimangono invece aperti alcuni interrogativi di natura diversa.

Come anticipato, il primo d’essi è la mancanza di un’indicazione che permetta di fissare in modo accettabilmente determinato il limite della “stretta” connessione, la cui violazione implica secondo la giurisprudenza delle Corti europee il mancato rispetto del divieto di *bis in idem*.

Se pur colorato da una forte tinta sostanzialistica, il presente parametro recupera in qualche misura la valenza processuale del citato principio di garanzia, la criticità appena sopra notata ne reca con sé un’altra: è stato infatti esattamente notato che, anche nell’*editio maior* del canone del *ne bis*

in idem, «scopo dell'art. 4 prot. VII è di vietare l'inizio di un nuovo procedimento quando è stata pronunciata una sentenza definitiva, ossia una decisione per la quale le parti hanno esaurito tutti i mezzi di impugnazione ordinari. Il principio non preclude, quindi, la contemporanea apertura e celebrazione di procedimenti paralleli per lo stesso fatto, bensì si limita a pretendere che il secondo dei due venga interrotto nel momento in cui il primo venga concluso con un provvedimento divenuto definitivo»⁷⁵. V'è da chiedersi, allora, quali siano esattamente i riferimenti da considerare per formulare il giudizio circa la "stretta connessione". In altri termini: fisiologicamente destinati a svilupparsi entro un arco temporale anche relativamente ampio, la distanza degli stessi rispetto a quali loro momenti deve essere apprezzata? Quella dei loro rispettivi inizi, ovvero quella delle loro diverse fasi, o, ancora, quella che intercorre tra la fine del primo e la fase nella quale si trova a tale momento l'altro e via esemplificando?

Un profilo ulteriore di criticità è poi costituito dallo stesso argomento, ricorrentemente ribadito, secondo il quale la "stretta connessione", favorendo la circolazione delle prove, contribuirebbe a rendere meno onerosa per la parte (e più efficiente per il sistema) la contemporanea pendenza dei due procedimenti. Inteso in senso ampio e generico, tale argomento presenta una sua plausibilità, osservato però più da vicino mostra un ambito che ne mina la consistenza: il regime delle prove (e non solo) del processo penale e del procedimento amministrativo sono assai diversi, a principiarsi dalle garanzie che lo presidiano, sicché l'assunto in discorso riesce assai poco persuasivo, oltre a indurre una serie di problemi sul versante delle garanzie.

Quanto al versante della stretta connessione per materia, non paia azzardato osservare che si tratta di una inutile superfetazione: al cospetto di una situazione nella quale si verte di un medesimo fatto storico, al quale sono applicabili due fattispecie astratte che descrivono le condotte tipiche in termini sostanzialmente identici, che vi sia "stretta connessione" fra le materie oggetto dei procedimenti chiamati a tale accertamento è conseguenza logicamente necessaria, che certo non richiede una specifica e autonoma verifica. Sicché la funzione selettiva dell'estremo in discorso è, sotto quest'ultimo profilo, inesistente.

6.1.4. La proporzionalità punitiva

Che il principio di proporzione e, più in generale, il concetto sotteso ad esso sotteso, abbiano assunto negli anni più recenti un ruolo centrale nella riflessione penalistica⁷⁶ è constatazione non bisognosa di ulteriore commento.

Non stupisce quindi che a un parametro riconducibile a tale categoria si affidi in sostanza l'equilibrio fra le esigenze sottese al doppio binario e il rispetto del principio del *ne bis in idem*.

Non soltanto le criticità segnalate con riguardo agli altri parametri, ma anche la (apparente) efficienza di quello della proporzione ne fanno in concreto lo strumento al quale ricorrere per la valutazione in ordine alla compatibilità del divieto di *ne bis in idem* di fronte alla irrogazione della seconda sanzione per il medesimo fatto.

Prescindendo dalle perplessità che accompagnano il criterio in discorso, è doveroso riconoscere l'intuitiva semplicità sul piano applicativo: in sostanza si chiede al giudice (o all'autorità chiamata a decidere per seconda) di valutare se, rispetto al fatto illecito commesso, la *complessiva* risposta sanzionatoria (la risultante delle due sanzioni, l'irrogata e quella da irrogare) sia proporzionata alla gravità del fatto illecito. Come ognuno vede, un tipo di apprezzamento nient'affatto inedito: anzi coerente con la fisiologica attività del giudicare, pienamente funzionale al momento applicativo di sanzioni di qualunque genere, posto che la proporzione fra sanzione e gravità del fatto commesso

⁷⁵ Così CONSULICH, *Il prisma*, cit., 952-953.

⁷⁶ In questo senso si veda per tutti, VIGANÒ, *La proporzionalità della pena*, Torino, 2021, *passim*.

(compresa la dimensione della colpevolezza) è di tal genere di giudizi requisito intrinseco ed essenziale.

V'è tuttavia qualche profilo critico meritevole di considerazione.

L'ormai consolidata acquisizione normativa del doppio binario sanzionatorio preclude di sviluppare sul piano generale una notazione che porterebbe a mettere fortemente in dubbio siffatto riconoscimento.

Ricapitolando i precedenti rilievi sul punto, se davvero la pena in senso stretto esprime la massima reazione punitiva (ciò che sembra difficilmente contestabile sul piano dei principi), dovrebbe per conseguenza concludersi che la comminatoria penale (in senso stretto) esaurisce completamente l'esigenza sanzionatoria collegata al fatto corrispondente a quello tipico descritto nella fattispecie incriminatrice.

In disparte siffatto argomento per la contingente ragion pratica sopra menzionata (e anche perché condurrebbe il discorso ben oltre quanto qui interessa in rapporto alla disposizione dell'art. 187-terdecies TUF), conviene però notare che il carattere di massima reazione punitiva proprio della sanzione penale (in senso stretto) suggerisce qualche notazione anche sul piano della commisurazione della pena nella prospettiva della complessiva proporzione.

Nel momento della concreta applicazione della sanzione penale (in senso stretto), nella valutazione della proporzione del trattamento sanzionatorio rispetto al fatto (apprezzandone quindi gravità e colpevolezza) ben potrebbe rientrare la considerazione che proprio le caratteristiche di tale comminatoria ne assorbono l'intero disvalore e assicurano l'adeguatezza della reazione punitiva, rendendo in concreto superflua la sanzione ulteriore, nominalmente amministrativa ma in realtà appartenente alla *matière pénale*. Superfluità facilmente traducibile in sproporzione, posto che quanto eccede (id est: è ulteriore) rispetto al necessario è indice di sproporzione in un giudizio destinato ad apprezzare l'adeguatezza dell'entità di una sanzione, adeguatezza a sua volta espressiva dell'equilibrio dell'esigenza punitiva rispetto al fatto illecito commesso. Equilibrio che ben può essere assicurato, a tacer d'altro, dalla commisurazione della pena all'interno di un ambito editale, compreso – nel caso dei reati di *market abuse* – in una fascia di oscillazione assai ampia che spazia, per la sola reclusione nelle ipotesi-base, fra i due e i dodici anni.

Rammentato che oltre alla pena pecuniaria, l'armamentario sanzionatorio previsto per i delitti di *market abuse* contempla altresì pene accessorie interdittive di sicura afflittività, è difficile immaginare quale ulteriore e non superfluo trattamento sanzionatorio possa essere applicato in concreto al di là di quello contemplato dalla norma penale in senso stretto (nel caso dagli artt. 184 e 185 TUF). Tanto più che lo spazio per tale incremento, destinato a renderlo adeguato nell'osservanza del principio di proporzione, dovrebbe essere cercato rispetto a un medesimo fatto storico (*Typus*) riconducibile a fattispecie astratte perfettamente sovrapponibili nella descrizione delle condotte, come sono quelle delle coppie delle disposizioni in discorso (artt. 184 e 187-bis, 185 e 187-ter TUF).

Se la immediatamente precedente notazione non è del tutto infondata, l'implicazione conseguente porta a ritenere la superfluità della sanzione amministrativa appartenente alla *matière pénale*, in quanto quella penale in senso stretto è già in grado di fornire risposta adeguata alla esigenza punitiva rispetto all'illecito commesso. Il che, a sua volta, importa che il giudizio di superfluità si riverbera sull'idea stessa del doppio binario.

Merita poi d'essere segnalato un altro aspetto, anch'esso legato al carattere di massima sanzione, tipico della sanzione penale in senso stretto.

Se la nozione di proporzione della risposta punitiva allude alla adeguatezza della sanzione in concreto irrogata, sembra difficile, se non impossibile, scorgere – come s'è cercato di mostrare – una ragione per l'applicazione di una sanzione aggiuntiva, che finirebbe con il risultare eccedente, rendendo quindi per ciò solo sproporzionata la complessiva risposta sanzionatoria.

Si consideri ora quest'ultima osservazione nelle diverse prospettive rappresentate, rispettivamente, dal caso in cui a) sia il giudice penale – come accade più comunemente – a intervenire per secondo, dopo l'applicazione della sanzione amministrativa appartenente alla *matière pénale*, ovvero b) sia l'autorità amministrativa (o il giudice dell'impugnazione del provvedimento sanzionatorio) a decidere dopo la condanna alla pena criminale (penale in senso stretto).

Nel primo caso (a) al giudice penale non resterebbe che detrarre dalla sanzione, che ritiene equo infliggere, la quota già applicata, esercizio relativamente semplice in relazione a quella pecuniaria, assai meno con riferimento alle altre tipologie (ad esempio, interdittive o reputazionali, quali la pubblicazione della sentenza).

Ma non è chi non veda come anche un siffatto 'aggiustamento' importi una conseguenza inutilmente onerosa: i costi, tanto per l'individuo quanto per il sistema, del primo procedimento, il cui esito sanzionatorio finisce con l'essere assorbito in quello del secondo.

Nel secondo caso (b), il paradosso è – se possibile – ancora maggiore: applicata che sia la sanzione penale in senso stretto, quale spazio rimarrebbe per quella ulteriore, posto che – come si è ricordato – quella penale rappresenta la massima reazione punitiva? Senza dimenticare che, nell'ipotesi ora suggerita, persino l'inizio ovvero la prosecuzione del procedimento amministrativo, destinato a questo punto a un esito ineffettivo, smarrirebbe la sua ragion d'essere. Per evitare il paradosso, occorrerebbe immaginare che il giudice penale, al momento della commisurazione della pena, “tenga conto” della futura condanna nell'altro procedimento (non ancora concluso) e infligga una pena minore di quella che ritiene adeguata allo scopo di lasciare uno spazio per la sanzione amministrativa appartenente alla *matière pénale*, in modo da non rendere del tutto inutile il corrispondente procedimento. Un'ipotesi forse più paradossale del paradosso che dovrebbe rimediare.

Il doppio binario è però una realtà della quale occorre prendere atto e la sua ragion d'essere così come la sua giustificazione paiono collocarsi in quelle esigenze politico-criminali delle quali si è in precedenza detto (v. § 4) e che traggono origine nella malcelata sfiducia nell'efficienza repressiva del sistema penale, soprattutto con riguardo alla tempestività della reazione e alla probabilità di condanna.

Anche sul piano della sua concreta operatività, il parametro della proporzione presenta profili di indubbia criticità, in parte ascrivibili alla discutibile fattura dell'art. 187-terdecies TUF.

Perché il giudizio in discorso non venga ridotto nella prassi a una tautologica formula standardizzata occorrerebbe individuare indici di riferimento sui quali condurre l'inerente valutazione e la successiva motivazione.

Fin superfluo rilevare che il riscontro normativo non reca alcun soccorso, non potendo certo valere in questo senso la locuzione “tener conto”, che compare nell'art. 187-terdecies TUF, nella disposizione, cioè, che avrebbe potuto/dovuto assolvere anche a tale compito.

Né, per vero, contributo alcuno è offerto in questa prospettiva dalle decisioni delle Corti di Lussemburgo e di Strasburgo, che si limitano a fissare il parametro limite della complessiva proporzione della risposta sanzionatoria, senza tuttavia fornirne gli elementi costitutivi, ai quali sarebbe stato possibile aver riguardo per dedurne gli indici sintomatici necessari per la corrispondente valutazione.

In siffatto contesto l'art. 133 c.p., pur carico di anni e di acciacchi, oltre che di limiti dovuti non soltanto alla vetustà, costituisce all'evidenza il riferimento essenziale, forse l'unico⁷⁷. Prescindendo dalle criticità che la disposizione presenta sia sul versante strutturale sia su quello della sua applicazione, conviene qui appuntare l'attenzione sul ruolo che la norma in discorso è chiamata a svolgere

⁷⁷ In questo senso v. Cass. pen. sez. V, 16 luglio 2018 - 10 ottobre 2018, n. 45829. con nota di MUCCIARELLI, *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem: la Corte di Cassazione e i criteri di stretta connessione e di proporzionalità*, *Dir. pen. cont.*, ottobre 2018.



di fronte alla (forse soltanto in apparenza) peculiare esigenza cui dà luogo il sistema del doppio binario.

A prima vista, l'ambito della valutazione concerne distinte fattispecie astratte (quella del reato e quella dell'illecito amministrativo) nonché il loro rispettivo compendio sanzionatorio al fine di apprezzare se, oltre alla sanzione già irrogata per una di esse, l'applicazione di una seconda (con riguardo anche alla misura della stessa) determini una risposta complessivamente proporzionata rispetto al caso di specie.

Indipendentemente dalle considerazioni precedenti (*supra* § 6.1.4.1) concernenti in generale gli effetti reciproci delle sanzioni irrogate e da irrogare, stando ora maggiormente legati al profilo dell'apprezzamento in concreto della proporzione, si può dapprima notare che la valutazione non interviene sul rapporto tra le fattispecie astratte, quanto sul successivo momento della commisurazione della pena in vista dell'applicazione della seconda sanzione (che potrebbe essere anche non essere irrogata proprio in ragione di tale valutazione). In altri termini: l'opzione di ritenere applicabili al medesimo fatto storico due distinte fattispecie d'illecito (quella che contempla il reato e quella che prevede l'illecito amministrativo) costituisce una sorta di presupposto pre-dato, rispetto al quale, accertata l'insussistenza dei vincoli posti dagli altri parametri (quelli in precedenza esaminati), residua soltanto l'apprezzamento ora in discorso.

E se, come s'è cercato di mostrare, tali altri parametri hanno una funzione selettiva pressoché inesistente (quantomeno all'atto pratico), allora l'indice della proporzione finisce con l'essere, anche da questo punto di vista, l'unico almeno potenzialmente produttivo di qualche effetto, proprio perché incide sulla concreta determinazione dell'entità della seconda sanzione.

Avendo a oggetto esclusivamente la sanzione e, più esattamente, il suo momento commisurativo, non può però sfuggire che, proprio in ragione della *unificazione* sotto la categoria della *matière pénale*, le sanzioni rispettivamente previste dalla fattispecie di reato e da quella dell'illecito amministrativo presentano caratteristiche sovrapponibili (afflittività, deterrenza, portata general- e special-preventiva), che nella prospettiva in discorso autorizzano una valutazione unitaria e complessiva del carico sanzionatorio destinato a essere inflitto.

Con i già rammentati limiti e criticità, il canone dell'art. 133 c.p. rappresenta tuttavia l'unico schema normativo di riferimento, che fornisce indici per l'apprezzamento della proporzione del trattamento sanzionatorio risultante, in un sistema a doppio binario cumulativo, dalla applicazione di due sanzioni della medesima natura (appartenenti entrambe alla *matière pénale*).

Limiti e criticità che non sono soltanto quelli, per così dire, storicamente propri dell'art. 133 c.p., ma anche quelli che conseguono all'esigenza, parzialmente differente, di una commisurazione della pena chiamata a combinare e coordinare sanzioni fra loro eterogenee per specie (detentiva, interdittive, pecuniarie) pur rientranti tutte nel genere delle sanzioni di natura penale.

A quest'ultimo aspetto, indubbiamente problematico (e, per vero, non soltanto ad esso) avrebbe potuto/dovuto fornire disciplina appropriata l'art. 187-*terdecies* TUF: ma gli esiti paiono del tutto insoddisfacenti.

7. La via italiana al cumulo sanzionatorio del market abuse

Come si è in precedenza osservato, l'art. 187-*terdecies* TUF non contiene in realtà alcun criterio funzionale alla valutazione di adeguatezza della sanzione complessivamente applicabile e dunque della proporzione del trattamento sanzionatorio.

La locuzione "tener conto", rivolta al giudice e all'autorità preposta, suona come un invito, un'esortazione a svolgere tale valutazione, ma non fornisce indici contenutisticamente apprezzabili e criteri di alcun genere ai quali conformare la valutazione stessa.

Il giudicante è così chiamato ad un apprezzamento concreto della gravità dell'illecito (comprensiva quindi anche della dimensione della colpevolezza), rispetto alla quale poi stabilire se la sanzione già irrogata sia: (a) di per sé sola adeguata/proporzionata, sicché (a1) non occorre infliggerne una ulteriore, ovvero (b) insufficiente/sproporzionata per difetto, nel qual caso applicherà: (b1) la seconda sanzione modulandone l'entità considerando quella già inflitta ovvero (b2) per intero la seconda sanzione qualora ritenga che il complessivo carico sanzionatorio così determinato sia consono al caso, non superando pertanto il limite della proporzione.

Il caso sub (a) – con la sotto-ipotesi necessitata (a1) – è congetturabile soltanto quando la seconda sanzione sia quella contemplata per l'illecito amministrativo e corrisponde all'evenienza (statisticamente rara) che il processo penale si concluda prima di quello amministrativo.

Pienamente concepibile sul piano astratto, posto che si fonda sul riconoscimento che la sanzione penale in senso stretto esprime la massima reazione dell'ordinamento, riesce difficile immaginare in concreto che un siffatto esito sia destinato a ricorrere in misura frequente. Ed infatti: anche di fronte a una vicenda conclusasi con l'irrogazione di una pena detentiva severa (ipotesi non implausibile visti i limiti edittali), accompagnata da egualmente severe sanzioni pecuniarie e interdittive, per l'autorità amministrativa (o per il giudice competente per l'impugnazione del provvedimento sanzionatorio) decidere di non irrogare alcuna ulteriore sanzione importerebbe l'implicita ammissione della inutilità del procedimento (amministrativo) fino a quel momento celebrato. E' altresì evidente che nella congetturata ipotesi (sanzione penale in concreto severa) argomentare circa l'esigenza di un ulteriore aggravio non è affatto agevole, non potendo certo essere evocate le ragioni di politica criminale sottese alla giustificazione del doppio binario (ragioni che, come si è cercato di mostrare, attengono tutte a profili di prevenzione generale).

Sicché in siffatta prospettiva la vacuità della clausola "tener conto" presenta una sua (non preordinata) funzionalità: in mancanza di indici e criteri di riferimento predeterminati è meno disagiata (o, a veder bene, non impossibile) trovare qualche motivazione (sperabilmente non smaccatamente tautologica) per spiegare perché occorre irrogare una ulteriore sanzione, della quale – lo si ricordi – dovrà essere predicabile, da un lato, la necessità e, dall'altro, la non eccedenza rispetto alla proporzione complessiva del trattamento sanzionatorio.

L'eventualità (b), all'evidenza la più frequente, è quella nella quale il giudice penale è chiamato a decidere quando l'iter del procedimento amministrativo si è concluso.

Con un'eccezione teoricamente prospettabile, in concreto ben difficile però ad accadere (della quale si dirà a breve), la circostanza che il fatto storico contestato integri un illecito penale, cui accadono le severe sanzioni previste dalla figura d'incriminazione, è ragione di per sé sufficiente per ritenere inadeguata l'applicazione della sola sanzione amministrativa (ancorché appartenente alla *matière pénale*).

Depongono in tal senso due distinti argomenti, che trovano riscontro in precisi riferimenti normativi e sistematici. Per un verso, il rilievo che se un fatto è considerato dall'ordinamento meritevole della massima sanzione, tale opzione legislativa non può dirsi soddisfatta con l'irrogazione di una sanzione di livello inferiore, tanto più nei casi – come quello presente – nei quali la comminatoria contempla la pena della reclusione (di rilevante entità). Anche riconoscendo – come logicamente coerente – da un lato l'appartenenza della sanzione amministrativa puniva alla materia penale, al pari delle sanzioni penali in senso stretto, e dall'altro, che le sanzioni amministrative di natura interdittiva implicino pur esse una limitazione della libertà, il grado di afflittività della reclusione e dell'arresto (le sanzioni morfologicamente tipiche dello *ius terribile*) è sicuramente maggiore, costituendo le stesso (accanto all'ergastolo) il vertice della reazione punitiva dell'ordinamento.

Ne segue quindi che se il fatto storico integra il tipo penalmente rilevante, l'avvenuta irrogazione per quel medesimo comportamento di una sanzione amministrativa, ancorché appartenente alla *matière pénale*, non può dirsi adeguata rispetto alla gravità del fatto/fattispecie (*id est*: al disvalore

espresso da quel fatto/fattispecie), per il quale il legislatore ha altresì previsto la comminatoria di una pena detentiva (morfologicamente propria del diritto penale in senso stretto). Sicché, almeno sul piano astratto, non v'è dubbio che la irrogazione della sanzione penale (in senso stretto), che si aggiunge a quella amministrativa già inflitta, trova uno spazio che può sicuramente essere rispettoso del principio di proporzione.

Non deve d'altronde sfuggire che (ed è l'altro argomento cui s'è fatto cenno) il legislatore eurounitario con MAD 2 ha chiaramente optato per il presidio del mercato attraverso la sanzione penale in senso stretto, ammettendo il ricorso alla sanzione amministrativa soltanto in via aggiuntiva, fermo il rispetto del principio del *ne bis in idem*. Conseguentemente, anche da questo punto di vista, l'applicazione della seconda sanzione di natura penale in senso stretto è coerente con la (vincolante) indicazione del legislatore eurounitario.

Rimane da considerare l'eccezione (come detto, più teorica che destinata a verificarsi in concreto) alla situazione qui prospettata nella quale residua in modo chiaro uno spazio per l'irrogazione della sanzione penale (detentiva) nel rispetto del principio di proporzione.

L'ipotesi (eccezionale) muove da un interessante precedente giudiziario⁷⁸, nel quale il giudice penale, chiamato a decidere successivamente all'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria, preso atto che quest'ultima aveva un importo maggiore della sanzione pecuniaria penale (multa), ha "compensato" la multa con la sanzione pecuniaria già inflitta e, dopo aver convertito la parte eccedente della sanzione pecuniaria amministrativa rispetto alla multa nella corrispondente pena detentiva (reclusione) secondo il parametro dell'art. 135 c.p., ha sottratto la quota di reclusione risultante dalla conversione dalla pena detentiva stimata equa per il caso di specie, giungendo così a irrogare una pena considerando un minimo edittale inferiore a quello stabilito dall'art. 184 TUF (testualmente: «si ritiene di condannare gli imputati alla pena detentiva di anni uno mesi quattro di reclusione, disapplicando – *in mitius* – il minimo edittale di anni due di reclusione, e sottraendo al minimo edittale di anni due di reclusione, la pena di mesi otto di reclusione (corrispondente alla sanzione amministrativa pecuniaria irrogata da CONSOB eccedente la multa che questo Tribunale avrebbe irrogato)»⁷⁹).

In disparte ogni considerazione sul (peraltro condivisibile) modo interpretativo ora richiamato, preme segnalare una variante che, almeno sul piano teorico, può essere prospettata.

Si immagini che la sanzione pecuniaria amministrativa in concreto irrogata si attesti su livelli maggiori di quello oggetto della decisione in discorso⁸⁰ e che il giudice penale ritenga di applicare la multa in misura diversa e sensibilmente inferiore in ragione di una valutazione della gravità del fatto differente da quella dell'autorità amministrativa. Per tal modo il meccanismo di conversione della quota eccedente potrebbe portare a una determinazione della pena detentiva da detrarre da quella che il giudice ritiene di irrogare (*id est*: adeguata rispetto al caso) tale da assorbirla integralmente. Con la conseguenza che il processo penale si concluderebbe – paradossalmente – con una condanna a una pena già "scontata".

Per esemplificare, si consideri che se la parte eccedente della sanzione amministrativa pecuniaria fosse di centottantamila euro, la conversione ex art. 135 c.p.⁸¹ corrisponderebbe a due anni di

⁷⁸ Si tratta di Trib. Milano, sez. III pen., 15 novembre 2018 (dep. 1° febbraio 2019), Pres. Zucchetti, Est. Secchi, *Dir. pen. cont.*, marzo 2019, con nota di 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. La stessa sentenza è altresì commentata da Fr. MAZZACUVA, *Il ne bis in idem dimezzato: tra valorizzazione delle istanze di proporzione della sanzione e dissolvimento della dimensione processuale*, *Giur. comm.*, 2019, II, 940.

⁷⁹ Così Trib. Milano, 15 novembre 2018, cit..

⁸⁰ In particolare, la sanzione amministrativa irrogata ammontava a centomila euro, mentre il Tribunale aveva stimato pena congrua quella di anni due di reclusione e quarantamila euro di multa (corrispondenti al minimo edittale).

⁸¹ Come noto l'art. 135 c.p. stabilisce che un giorno o frazione di giorno corrisponde a duecentocinquanta euro. Si tenga presente che ai sensi dell'art. 56-quater l. 689/1981 inserito dall'art. 71 co. 1, lett. d) d.lgs150/2022 «[p]er

reclusione (minimo edittale previsto per le incriminazioni in materia di *market abuse*). Considerando che le sanzioni amministrative pecuniarie stabilite rispettivamente negli artt. 187-*bis* e 187-*ter* TUF sono comprese fra un minimo di ventimila euro e un massimo di tre milioni (187-*bis*) e cinque milioni (187-*ter*), ci si avvede che di fronte a differenti apprezzamenti in ordine alla gravità del fatto fra autorità amministrativa e giudice penale, l'ipotesi di una completa erosione della pena detentiva non è poi così meramente congetturale.

Si ipotizzi ora un caso nel quale la sanzione pecuniaria amministrativa applicata in un caso di *insider trading* ammonti a trecentomila euro, distante sì dal minimo edittale (ventimila euro), ma assai più lontana dal massimo (tre milioni), che dunque segnala una gravità medio bassa. Se il giudice penale ritenesse quel medesimo fatto di gravità bassa ancorché non minima con una divergenza tutto sommato modesta da quella dell'autorità amministrativa), potrebbe stimare pena equa quella della reclusione di due anni e sei mesi e della multa di venticinquemila euro (incrementando di un quarto il minimo edittale previsto per entrambe le pene). Convertendo il differenziale fra le due pene pecuniarie (che corrisponde a duecentosettantacinquemila euro) in giorni di reclusione secondo il parametro dell'art. 135 c.p., la risultante (mille e cento giorni) assorbirebbe integralmente l'irroganda pena detentiva.

La paradossalità dell'esito della vicenda esemplificata è evidente: il processo penale si concluderebbe con una condanna virtuale, a sanzioni (detentiva e pecuniaria) destinate a non essere eseguite, perché il "corrispondente" pecuniario (appartenente alla *matière pénale*) è già stata applicata, in una sorta di trasformazione dell'antica e nefasta figura della "prigione per debiti" in quella inedita della "non prigione per denaro".

Ma il paradosso e quanto sta nelle sue pieghe suggerisce qualche riflessione.

La supposizione dell'esempio sconta una differenza di valutazioni in ordine alla gravità sostanzialmente limitata, destinata quindi a rientrare nel margine di opinabilità fisiologico in apprezzamenti di siffatto genere. Il problema si acuisce ulteriormente quando, come avviene nel presente ambito, la norma chiamata a regolare la fattispecie (*id est*: l'apprezzamento del necessario – in ragione del doppio binario – combinarsi di due sanzioni. Una irrogata e l'altra da irrogare nel rispetto del principio di proporzione) è del tutto deficitaria sul piano degli indici da utilizzare.

Per quanto possa apparire ardita e innovativa, la soluzione adottata dal Tribunale di Milano conduce alle conseguenze estreme (ma logicamente ineccepibili) gli approdi della giurisprudenza delle Corti sovranazionali, che espressamente hanno stabilito «l'obbligo di garantire la piena efficacia di tali norme, disapplicando all'occorrenza, di propria iniziativa, qualsiasi disposizione contrastante della legislazione nazionale, anche posteriore, senza doverne chiedere o attendere la previa rimozione in via legislativa o mediante qualsiasi altro procedimento costituzionale»⁸². E se la scelta di disapplicare la parte della disposizione concernente il trattamento sanzionatorio previsto dal legislatore può apparire mossa quasi "eversiva" del canone della legalità, è pur vero che di tale potere

determinare l'ammontare della pena pecuniaria sostitutiva il giudice individua il valore giornaliero al quale può essere assoggettato l'imputato e lo moltiplica per i giorni di pena detentiva. Il valore giornaliero non può essere inferiore a 5 euro e superiore a 2.500 euro e corrisponde alla quota di reddito giornaliero che può essere impiegata per il pagamento della pena pecuniaria, tenendo conto delle complessive condizioni economiche, patrimoniali e di vita dell'imputato e del suo nucleo familiare». Ove si ritenesse applicabile tale disposizione (entrata in vigore dopo la pronuncia del Tribunale di Milano) anche a situazioni come quelle ipotizzate, il parametro di conversione potrebbe essere calibrato dal giudice in relazione alle condizioni economiche del reo. Il che non sposta il nucleo del problema, rendendo semmai ancor più delicato il tema della condizione di favore per il soggetto economicamente più forte in grado di fronteggiare esborsi anche elevati.

⁸² Così CGUE, *Garlsson Real Estate*, cit..

di disapplicare la norma di legge incompatibile con disposizioni di fonte eurounitaria o convenzionale non sembra revocabile in dubbio che il giudice nazionale disponga⁸³.

Sicché ancor più grave è il vuoto di disciplina lasciato dall'art. 187-terdecies TUF: fare affidamento sulla formula "tener conto", contenutisticamente vuota, significa consegnare alla logica meramente apparente del caso per caso proprio la fase decisiva della valutazione nella prospettiva della compatibilità del doppio binario sanzionatorio cumulativo con il principio del *ne bis in idem*.

Anche prescindendo da ipotesi peculiari come quella cui si è fatto riferimento, non è chi non veda come il ripetutamente segnalato difetto di indici per la valutazione, che affligge l'art. 187-terdecies TUF, sia destinato a riflettersi in modo inevitabile sulla prassi applicativa.

Riprendendo ora le fila del discorso dall'ipotesi (b) e dalla sua implicazione (b1), la modulazione dell'entità della seconda sanzione (collocata nell'eventualità più frequente della già intervenuta irrogazione della sanzione amministrativa) sconta una commisurazione complessiva del carico sanzionatorio applicabile al caso in ragione della sua gravità, sicché le pene da infliggere dovrebbero logicamente essere la risultante di quelle che il giudice applicherebbe sulla base dei parametri dell'art. 133 c.p., detratta la quota già applicata.

Sul piano astratto il criterio appare plausibile e il riconoscimento della sanzione amministrativa come appartenente alla *matière pénale* permette di superare ogni perplessità di fronte a un esercizio di logica combinatoria che, nel caso, interviene fra entità della medesima natura. E' piuttosto di fronte alla concreta esigenza di procedere a detta modulazione che l'assenza di qualunque indicazione normativa mostra la sua profonda criticità. Se la omogeneità delle sanzioni pecuniarie autorizza un facile calcolo, fermo restando il profilo della determinazione quantitativa della parte da ritenere assorbita, affidato necessariamente a un apprezzamento non illuminato da alcun criterio specifico, ben diversa è la situazione al cospetto della pena detentiva e di quelle interdittive, che pur costituiscono – in specie la prima – il *proprium* della reazione penale in senso stretto.

Principiando dalle pene interdittive (e discorso analogo vale per quelle a carattere reputazionale, come la pubblicazione della sentenza), la loro sostanziale analogia morfologica ne permette una eventuale compensazione parziale, mentre rimane anche qui privo di riferimenti specifici l'apprezzamento della (eventuale) diminuzione dell'entità della stessa.

Con riguardo alla pena detentiva, se non si verte nell'ipotesi (eccezionale?) di cui s'è detto in precedenza, viene da chiedersi se e come il giudice debba commisurarne l'entità "tenendo conto" della sanzione già irrogata (posto che la citata formula costituisce l'unico criterio indicato dal legislatore, la cui ampiezza non autorizza a escludere dal suo spettro anche il profilo della pena detentiva).

La portata delle sanzioni pecuniaria e interdittiva, in ipotesi già applicate all'esito del procedimento amministrativo (magari già considerate e compensate con quelle omologhe contemplate dalle fattispecie penali) si riverbera anche sulla commisurazione della pena detentiva, suggerendone una attenuazione? E se sì, secondo quale parametro va operata tale attenuazione? Ovvero, più semplicemente (ma non per ciò più esattamente), si riterrà che la strutturale diversità morfologica della pena detentiva rispetto alle altre ne rende la quantificazione insensibile al carico sanzionatorio già inflitto al reo?

Rilevato che quest'ultima ipotesi interpretativa non riesce del tutto plausibile atteso che, come già accennato, la indeterminata latitudine della locuzione "tener conto" non permette limitazioni, le risposte alle domande innanzi poste rimangono ancora una volta affidate all'apprezzamento

⁸³ v. [Corte Cost., ord. 7 febbraio 2017, n. 48](#), per la quale il «giudice nazionale deve dare piena e immediata attuazione alle norme dell'Unione Europea provviste di efficacia diretta», eventualmente disapplicando, in tutto o in parte le norme interne incompatibili. Cfr M.C. UBIALI, *Sui meccanismi di composizione dei contrasti tra diritto interno e diritto dell'UE: nuovo fermento nella giurisprudenza (per ora extrapenale) a seguito di Corte cost. n. 269/2017*, [Dir. pen. cont.](#) 6/2018, 295.

discrezionale del giudice, senza parametri di riferimento specifici se non quelli (problematici) dell'art. 133 c.p.: conclusione del tutto insoddisfacente, ma necessitata al cospetto del vuoto normativo certo non colmato dall'art. 187-*terdecies* TUF.

La sottopotesi (b2), nella quale a essere applicata è “per intero” la pena stimata equa per il reato (senza cioè alcun effetto in diminuzione derivante dalla sanzione in precedenza irrogata), sconta una valutazione della gravità del fatto diversa (e più severa) da parte del giudice rispetto a quella dell'autorità che ha inflitto la prima sanzione.

Detto che di siffatto profilo dovrebbe emergere traccia nella motivazione della decisione dedicata alla commisurazione della pena (sia per quanto concerne la concreta non rilevanza della sanzione già applicata sia con riguardo alla complessiva proporzione), il richiamo alla differente valutazione in ordine alla gravità del fatto ai fini della commisurazione del trattamento punitivo suggerisce una notazione ulteriore. Indipendentemente dall'ovvio rilievo che valutazioni di tale genere risentono fortemente del diverso ambito di appartenenza (culturale, professionale e di contesto, intesi i termini in senso proprio) del soggetto chiamato a esprimere la valutazione stessa, nel presente caso l'assenza di parametri risulta ancor più gravemente foriera di criticità. Appena il caso di constatare che l'apprezzamento della gravità del fatto, che presiede alla determinazione della misura della sanzione da applicare, viene formulata a partire dal patrimonio culturale ed esperienziale, oggettivamente diverso, di ciascuna delle autorità (amministrativa e giudiziaria) alle quali, fra l'altro in tempi diversi, tale apprezzamento è richiesto, senza che, a causa del silenzio dell'art. 187-*terdecies* TUF, le stesse dispongano di una comune base di riferimento.

In sintesi: la norma che avrebbe dovuto fornire i parametri essenziali per permettere una valutazione funzionale in modo essenziale all'equilibrio fra doppio binario sanzionatorio cumulativo e principio del *ne bis in idem* fallisce lo scopo. Ma forse il fallimento dipende non soltanto dalla trascuratezza del legislatore, ma anche dalla difficoltà estrema, se non dalla vera e propria impossibilità di trovare un adeguato punto di equilibrio.

7.1. I paradossi del vigente assetto

In ipotesi, i parametri di riferimento ai quali l'art. 187-*terdecies* TUF (ovvero la disposizione chiamata a fissarli) avrebbero potuto (o potrebbero, in prospettiva di riforma) essere dedotti dagli indici suggeriti dalla giurisprudenza delle Corti di Lussemburgo e di Strasburgo, indici dei quali si è in precedenza detto. Un'opzione del genere si presenta plausibile, posto che l'impegno argomentativo della citata giurisprudenza si indirizza proprio nel senso di fornire elementi di valutazione per stabilire la linea di demarcazione che segna la compatibilità fra l'effetto del doppio binario sanzionatorio cumulativo (*id est*: l'applicazione di una duplice sanzione a seguito di un duplice procedimento per il medesimo fatto) e il principio di garanzia che vieta il *bis in idem*.

Detto che non sembra certo difficile sul piano della tecnica legislativa tradurre tali enunciati ermeneutici in una serie di disposizioni normative, la considerazione di siffatti enunciati suggerisce una differente conclusione.

Come si è cercato di mostrare, gli indici elaborati dalle Corti di Lussemburgo e di Strasburgo, almeno con riferimento alla materia del *market abuse* nel contesto legislativo italiano, non forniscono elementi distintivi efficienti e affidabili. Ed anche quello concernente il canone della proporzione – all'apparenza l'unico dotato di capacità discrezionale – si rivela, a vedere bene, inadeguato.

Le già segnalate criticità del parametro in questione, riguardanti il momento della sua concreta applicazione, si tradurrebbero in corrispondenti difficoltà di precisa determinazione degli indici sui quali conformare la valutazione. Oltre tale profilo, comunque attinente a un ambito, per così dire, di tecnica giuridico-redazionale, v'è il già cennato aspetto concernente il contenuto intrinseco delle

componenti costitutive degli elementi che in qualche misura entrano (dovrebbero entrare) a far parte del giudizio di proporzione.

Assunta la proporzione della sanzione complessivamente irrogata come parametro essenziale, tale proporzione è bensì funzione della gravità dell'illecito commesso, ma giustifica la seconda sanzione (che diviene una quota della sanzione complessiva) in ragione delle esigenze del doppio binario. Esigenze, queste ultime, che hanno valenza general-preventiva, discendendo dalle opzioni di politica criminale alle quali si è in precedenza fatto cenno (maggiore efficienza in termini di tempestività e di probabilità di condanna della reazione sanzionatoria applicata all'esito del procedimento amministrativo, ecc.).

Nella commisurazione complessiva della sanzione di natura penale confluisce dunque in modo inevitabile una matrice che dovrebbe esserle invece strutturalmente estranea. La ricordata confluenza, a ben vedere, non interviene però nella fase del concreto apprezzamento della misura della pena complessiva da irrogare (quando cioè il secondo giudicante è chiamato a decidere dell'applicazione della sanzione "tenendo conto" di quella già irrogata), costituendo in realtà il presupposto stesso di tale forma peculiare di commisurazione (che importa l'applicazione di due sanzioni per il medesimo fatto attraverso un cumulo che ha come limite la proporzione rispetto alla gravità). Esercizio, quest'ultimo, che, pur con le criticità gravi sin qui notate, il giudicante può compiere, assumendo (né altrimenti potrebbe essere) la scelta del doppio binario come presupposto indefettibile e ponendo quindi come confine non valicabile il limite della proporzione. Diversamente qualora si volesse configurare una disposizione che stabilisca indici generali per la valutazione in discorso: in siffatta prospettiva non potrebbe non emergere (dovendosene poi dare evidenza) il profilo espressivo delle esigenze di politica criminale che stanno alla base del sistema del doppio binario, che importa per l'appunto l'applicazione di una duplice sanzione per il medesimo fatto. Duplice sanzione che, per avere un senso, implica a sua volta un aggravamento del trattamento punitivo (senza del quale il sistema del doppio binario non avrebbe ragion d'essere), condizione che, per non determinare una manifesta violazione del divieto di *bis in idem*, trova (dovrebbe trovare) rimedio nel limite della proporzione. Se sul piano della prassi un siffatto aggiustamento può riuscire in qualche misura praticabile, sul versante della sua traduzione in un enunciato normativo il paradosso logico si mostra nella sua evidenza e suggerisce forse una spiegazione alla vacuità della disposizione che tali criteri avrebbe dovuto contemplare.

7.2. Le possibili direttrici di revisione del comparto

La prospettiva di riforma, quale prefigurata nell'art. 19-bis l. 21/2024, mira a risolvere il problema alla radice⁸⁴, seguendo l'indicazione originaria del legislatore eurounitario che con MAD 2 aveva chiaramente richiesto il ricorso alla sanzione penale (in senso stretto) per contrastare e reprimere le condotte che recano più grave offesa al bene giuridico tutelato, ammettendo la possibilità di prevedere altresì sanzioni amministrative, fermo l'inderogabile rispetto del principio del *ne bis in*

⁸⁴ Con l'art. 19-bis l. 5 marzo 202, n. 21, aggiunto dall'art. 1, co. 1, lett. b) l. 11 marzo 2025, n. 28 il legislatore sembra muoversi in tal senso nella riforma organica e nel riordino del sistema sanzionatorio in materia di *market abuse*: i principi e criteri direttivi cui dovrà conformarsi il legislatore delegato, sono, per quanto qui d'interesse, così indicati «individuazione, selezione, determinazione e coordinamento delle condotte illecite e dei trattamenti sanzionatori, anche in ragione della rilevanza delle condotte e della loro continuazione, nonché distinguendo l'ambito delle sanzioni amministrative e penali sulla base del criterio di offensività» (art. 19-bis co. 1 lett. a) nonché «individuazione dei casi di applicazione del principio del *ne bis in idem* ai fini della più adeguata valorizzazione di tale principio e, ove opportuno, individuazione delle ipotesi di retroattività della *lex mitior* in materia di sanzioni amministrative» (art. 19-bis co. 1 lett. b).

*idem*⁸⁵. Al di là della piena compatibilità con la prescrizione della direttiva, la scelta di riservare la massima delle sanzioni ai fatti più gravi è pienamente coerente con il canone dell'*extrema ratio*, per il quale l'intervento dello *ius terribile* deve concernere soltanto le lesioni o le esposizioni a pericolo più gravi di beni giuridici di grande rilievo. In questo senso la demarcazione fra i due ambiti può essere trovata attraverso la costruzione di fattispecie d'illecito distinte sotto il profilo dell'offensività, riservando la reazione penale (in senso stretto) a quelle che ne esprimono un grado maggiore, tenendo presente che i fatti che rimangono al di fuori di tale area di maggiore punibilità, sono comunque costitutivi di illeciti, le cui sanzioni (per definite formalmente amministrative) hanno un livello di afflittività che le colloca senz'altro della materia penale: ciò che assicura comunque un adeguato presidio al bene giuridico tutelato. Rammentato che alcuni dei delitti in materia di *market abuse* integrano figure di reati di pericolo concreto (ancorché nella prassi giudiziaria i fatti contestati abbiano ad oggetto nella quasi totalità dei casi situazioni nelle quali il pericolo si è concretizzato nell'evento offensivo), la connotazione del profilo della gravità dovrà concernere la condotta. In simile prospettiva ampiamente preferibile sarebbe un'opzione che valorizzasse modalità della condotta espressive di un disvalore specifico e accentuato (ad esempio, richiamando l'uso di mezzi fraudolenti), mentre il ricorso a soglie quantitative presenta le controindicazioni connaturate a tale meccanismo selettivo soprattutto in materia penale (settore nel quale è peraltro ampiamente impiegato). Da altro punto di vista il ricorso alle citate soglie per fissare la linea di confine tra l'ambito del penalmente rilevante e quello dell'illecito amministrativo potrebbe rendersi preferibile alla luce dell'esigenza (coerente con una significativa ragion pratica) di fornire un parametro di riferimento più facilmente individuabile e meno controvertibile rispetto a uno di natura qualitativa, come quello rappresentato dalle modalità della condotta. Ciò recherebbe un indubbio vantaggio soprattutto nella fase genetica delle indagini, quando CONSOB, espletati i primi accertamenti, sarà chiamata a decidere se trasmettere gli atti all'autorità giudiziaria avendo ravvisato nei fatti gli estremi di reato ovvero, ritenuta la vicenda di esclusiva rilevanza amministrativa, non dar luogo alla trasmissione, procedendo così nella propria attività istruttoria.

Il superamento del doppio binario sanzionatorio cumulativo, da un lato, non determina un affievolimento della complessiva tutela del mercato, in quanto la reazione sanzionatoria per le fattispecie meno gravi è comunque assicurata dal presidio offerto da sanzioni nominalmente amministrative, ma caratterizzate da un grado di afflittività (si pensi alla misura di quelle pecuniarie e alla valenza di quelle interdittive) tale da averne reso possibile l'inquadramento nella materia penale, mentre per i fatti connotati da un più alto profilo di offensività la comminatoria penale (in senso stretto: in specie la sanzione detentiva di corporosa entità) soddisfa appieno le esigenze di protezione del bene giuridico. D'altro canto, per tal modo vengono superate tensioni, perplessità e incertezze generate dalla (forzata) coesistenza fra doppio binario e principio del *ne bis in idem* che, come si è cercato di mostrare, norme come l'art. 187-terdecies TUF, quand'anche redatte in maniera meno trasandata, non riescono a evitare.

⁸⁵ Sul punto, scusandomi per l'ineleganza dell'autocitazione, v. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, [Dir. pen. cont.](#) – riv. trim., 2015, 295. Per una visione aggiornata e particolarmente approfondita, si veda TRIPODI, *Ne bis in idem europeo*, cit.; TRIPODI, *Pluralismo sanzionatorio e diritti fondamentali: il caso del cumulo tra sanzione penale e sanzione disciplinare*, *Dir. pen. proc.*, 2025, 649 e ancora TRIPODI, *Doppio binario sanzionatorio: lunga vita o destino segnato?*, [Dir. pen. cont.](#) - Riv. trim., I, 2025.

Eva Desana

Ne bis in idem e legge Capitali: dall’Affaire Grande Stevens al caso Juventus, attendendo la Grande Chambre nel caso Jesus Pinhal

SOMMARIO: Dal caso Grande Stevens alla manipolazione del mercato contestata alla Juventus. — 2. Il quadro normativo. — 3. La (sconfortante) pronuncia della Corte costituzionale del 2016 e il caso A e B contro Norvegia. — 4. Gli arresti della Corte di Giustizia nei casi Menci, Di Puma e Zecca e Garlsson Estate. — 5. Il caso Nodet contro Francia e la “retta via” in tema di *ne bis in idem*. — 6. La riscossa della Corte costituzionale. — 7. La delega per la riforma organica del sistema sanzionatorio CONSOB e le questioni pendenti avanti alla Corte EDU.

ABSTRACT. *The essay analyzes the jurisprudential evolution of the principle of ne bis in idem in matters of market abuse, from the emblematic case “Grande Stevens c. Italia” to the recent events concerning Juventus on the subject of market manipulation. The investigation reconstructs the regulatory reference framework and critically examines the ruling of the Constitutional Court no. 102 of 2016, considered by the Author as disheartening, as well as the case “A e B c. Norvegia” decided by the ECHR in 2016. The contribution then explores the judgments of the Court of Justice of the European Union in the cases Menci, Di Puma and Zecca, and Garlsson Estate of 2018, which defined the compatibility criteria of the dual sanctioning track with the protection of fundamental rights. Particular importance is given to the analysis of the judgment “Nodet c. Francia” of the ECHR of 2019, which marks a turning point (“the right path”) in the interpretation of the prohibition of bis in idem in the presence of parallel punitive systems. The study highlights the subsequent “recovery” of the Italian Constitutional Court, which has progressively adapted its orientation to European standards, overcoming the criticalities of previous case law. The work concludes by examining the legislative delegation for the organic reform of the Consob sanctioning system and the issues still pending before the Strasbourg Court, calling for a definitive regulatory intervention that resolves the persistent interpretative uncertainties.*

1. Dal caso Grande Stevens alla manipolazione del mercato contestata alla Juventus

Alcuni anni addietro – era il 17 aprile 2014 – pochi giorni dopo la pubblicazione della sentenza della Corte Europea dei Diritti dell’Uomo del 4 marzo 2014, resa nell’*“Affaire Grande Stevens”*¹, fu organizzata una Tavola rotonda presso il Dipartimento di Giurisprudenza dell’Università di Torino². Il

¹ I commenti alla sentenza della Corte EDU sono numerosi: *ex multis*, anche per ulteriori rinvii, cfr. G. ABBADESSA, *Il caso Fiat-Ifil alla Corte europea dei diritti dell’uomo. Nozione di «pena» e contenuti del principio “ne bis in idem”*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2014, II, 546; A. ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell’Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2014, I, 855; M. ALLENA, *Il caso “Grande Stevens” c. Italia: le sanzioni CONSOB alla prova dei principi Cedu*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2014, 1053; E. DESANA, *Procedimento CONSOB e ne bis in idem: respinta l’istanza di rinvio*, *Giurisprudenza italiana*, 2014, 1642; G.M. FLICK, V. NAPOLEONI, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto?* in *Rivista delle società*, 2014, 953 e in [Rivista AIC](#) 3/2014; P. MONTALENTI, *Abusi di mercato e procedimento CONSOB: il caso Grande Stevens e la sentenza CEDU*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2015, I, 478; M. VENTORUZZO, *Abusi di mercato, sanzioni CONSOB e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia*, in *Rivista delle società*, 2014, 693; *Id*, *When Market Abuse Rules Violate Human Rights: Grande Stevens v. Italy and the Different Approaches to Double Jeopardy in Europe and the US*, in [European Business Organization Law Review](#), 2015, 145; F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani. Riflessioni de lege lata e ferenda sull’impatto della sentenza Grande Stevens nell’ordinamento italiano*, in [Diritto Penale Contemporaneo](#), 1/2016, 186; V. ZAGREBELSKY, *Le sanzioni CONSOB, l’equo processo e il ne bis in idem nella CEDU*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2014, 1196.

² La Tavola rotonda è stata un’importante occasione per discutere dei diversi argomenti e problemi suscitati dal caso Grande Stevens in una prospettiva interdisciplinare: sono intervenuti, oltre alle curatrici (Eva R. Desana e Margherita

tema oggetto di attenzione era il contrasto della normativa italiana in tema di abusi di mercato con le sovraordinate norme internazionali che vietano il *bis in idem*, contrasto messo in luce proprio dalla citata pronuncia. La decisione della Corte internazionale poneva fine a un lungo contenzioso innescato da un comunicato del 24 agosto 2005 emesso, su sollecitazione della CONSOB, dalla Giovanni Agnelli S.p.a. e dalla Ifil Investments S.p.a., controllanti della Fiat S.p.a., in merito all'andamento del titolo della nota casa automobilistica, con sede all'epoca a Torino.

Senza ripercorrere tutte le tappe della vicenda, è cronaca giudiziaria che il comunicato venne ritenuto *misleading* dalla CONSOB e dalla Procura di Torino e le persone fisiche furono sanzionate dall'Autorità di Vigilanza sulle società quotate per l'illecito di manipolazione del mercato disciplinato dall'art. 187-ter t.u.f. 58/98 e vennero imputate dalla Procura del corrispondente reato previsto dall'art. 185 t.u.f. Alle due società fu contestata conseguentemente sul piano penale la responsabilità da reato presupposto, ex artt. 5 e 25-sexies d.lgs. 231 del 2001, nonché, su quello amministrativo, la parallela responsabilità da illecito ex art. 187-quinquies t.u.f. Esse vennero anche chiamate a rispondere, in solido, ex art. 6, comma 3, l. 689 del 1981, del pagamento delle sanzioni pecuniarie comminate alle persone fisiche autrici della condotta³.

Il foro di Torino assurse quindi agli onori della cronaca per essere quello in cui erano stati celebrati, in parallelo, i cinque giudizi civili di opposizione alla Delibera sanzionatoria CONSOB n. 15760 del 2007⁴, che aveva accertato l'illecito di manipolazione del mercato e i due gradi del giudizio penale che vedeva imputate le due società, l'avv. Grande Stevens e il dott. Gabetti.

Sul piano civile, le opposizioni furono respinte dalla Corte d'Appello di Torino con sentenze del 23 gennaio 2008, a loro volta confermate dalle Sezioni Unite della Cassazione con cinque pronunce del 30 settembre 2009⁵. Nel penale, dopo l'assoluzione in primo grado di tutti gli imputati e la condanna delle sole persone fisiche da parte della Corte d'Appello di Torino nel febbraio del 2013, intervenne la pronuncia della Suprema Corte del 17 dicembre 2013 che dichiarò estinto il reato per intervenuta prescrizione⁶.

Peculiarità del caso di specie era il fatto che, nonostante fossero stati avviati due giudizi distinti a carico degli stessi soggetti a fronte di un unico comunicato, nessuna delle Corti italiane adite in sede penale o in sede civile ravvisò una violazione del divieto internazionale di *bis in idem*.

Il contrasto venne invece rilevato dalla citata sentenza dalla Seconda Sezione della Corte EDU, che accolse i ricorsi proposti dai soggetti sanzionati. L'Italia venne così condannata al risarcimento del danno morale e alle spese legali per la violazione dell'art. 4 del Protocollo 7 CEDU, che vieta appunto un doppio giudizio per un *idem factum*⁷. La Corte dei diritti dell'Uomo riconobbe, infatti, che le

Salvadori) e al curatore (Paolo Montalenti) degli Atti della Tavola Rotonda, l'ex Giudice della Corte EDU, Vladimiro Zagrebelsky, l'ex Giudice della Corte Costituzionale, nonché ex Ministro della Giustizia, Giovanni Maria Flick, nonché Marco Weigmann, noto avvocato del Foro torinese scomparso da qualche anno. Gli atti sono pubblicati in E. Desana, P. Montalenti, M. Salvadori (a cura di) *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio CONSOB al vaglio della Corte Europea dei diritti dell'uomo. Ancora sull'adattamento dell'ordinamento italiano alla convenzione europea? Atti della tavola rotonda del 17 aprile 2014*, Napoli, 2016.

³ La Delibera CONSOB n. 15760 del 2007 è pubblicata nel Bollettino CONSOB.

⁴ Cfr. App. Torino, 23 gennaio 2008, in *Soc.* 2008, 1103.

⁵ La decisione di Cass., S.U. 30 settembre 2009, n. 20935 è pubblicata in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, II, 290 con nota di R. VIGO.

⁶ Per la ricostruzione della vicenda, cfr. E. Desana, P. Montalenti, M. Salvadori (a cura di) *Ne bis in idem*, cit., 11.

⁷ Lo Stato italiano fu condannato a versare a ciascuno dei ricorrenti una somma a titolo di risarcimento del danno morale, oltre ad un importo – invero molto contenuto e decisamente inferiore all'esborso sopportato dai ricorrenti nei vari gradi di giudizio – a titolo di spese legali. La Corte ravvisò l'esistenza di ulteriori violazioni, anche con riferimento al mancato rispetto del principio del contraddittorio e della parità di armi, dal momento che non era stata celebrata un'udienza pubblica, così come richiesto invece dall'art. 6 CEDU. Su questi aspetti sia consentito rinviare a E. DESANA, *Procedimento CONSOB e ne bis in idem*, cit., 1645. Più in generale, anche per ulteriori riferimenti, cfr. G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, Napoli, 2020.

sanzioni comminate dalla CONSOB – e confermate dai Giudici aditi in sede civile – pur essendo qualificate come formalmente amministrative, integravano per la loro natura e severità una “accusa in materia penale”, secondo la giurisprudenza EDU, a partire dal famoso precedente Engel del 1976⁸.

La vicenda e il suo epilogo suscitavano grande eco mediatica, tanto da far evocare a Guido Rossi la famosa frase attribuita ad un mugnaio di Potsdam: «Ci sarà pure un giudice a Berlino»⁹ e alimentarono un dibattito tutt’ora in corso, incidendo anche su vicende successive e sollecitando una serie di interventi legislativi¹⁰.

A distanza di oltre dieci anni da quella storica pronuncia e dalla Tavola rotonda in cui è stata ampiamente commentata, è il momento di tornare in argomento, per constatare che occorrerà probabilmente scomodare ancora il Giudice di Berlino (in questo caso la Corte EDU) per giudicare altri contenziosi italiani. Il nostro ordinamento, infatti, non si è ancora conformato alle indicazioni provenienti dalle fonti internazionali e il contrasto fra il doppio binario sanzionatorio e i precetti CEDU si è ripresentato puntualmente in altre vicende giudiziarie, alcune delle quali hanno come protagoniste ancora una volta società con sede a Torino. Il riferimento è, da ultimo, alla Juventus Football club S.p.a. che, unitamente ai propri amministratori, si è vista contestare dalla Procura di Torino la manipolazione del mercato per aver approvato bilanci falsi, in particolare con riferimento ai ricavi della vendita di alcuni calciatori; dal canto suo, per le medesime poste, la CONSOB ha accertato la non conformità degli ultimi bilanci approvati dalla Juventus Football Club alle regole contabili, preparando la strada per procedere ad una incolpazione, anche sul piano amministrativo, per manipolazione del mercato *ex art. 187-ter*, t.u.f.¹¹. Analoga sequenza si era già registrata in un’altra vicenda, ove ad una società quotata, operante in campo assicurativo, era stata dapprima contestata dalla CONSOB la non conformità dei bilanci alle regole contabili (con riferimento alla riserva sinistri) e, successivamente, alcuni suoi amministratori erano stati accusati del reato di manipolazione del mercato *ex art. 185 t.u.f.* ed incolpati, sul piano amministrativo, del corrispondente illecito, previsto dall’*art. 187-ter*, t.u.f. La società, a sua volta, era stata sanzionata

⁸ CORTE EDU, 8 giugno 1976, n. 22, in *Riv. dir. internaz.*, 1980, p. 83.

⁹ G. Rossi, *Ci sarà pure un giudice a Berlino*, articolo pubblicato su [ilSole24ore](https://www.lesole24ore.it) il 30 marzo 2014, all’indomani della sentenza della Corte EDU nel caso Grande Stevens.

¹⁰ Il tema è stato oggetto di ulteriori riflessioni: per una analitica e sistematica ricostruzione delle diverse questioni sollevate dai procedimenti sanzionatori della CONSOB e della Banca d’Italia v., E. BINDI, A. PISANESCHI, *Sanzioni CONSOB e Banca d’Italia. Procedimenti e doppio binario al vaglio della Corte Europea dei Diritti dell’Uomo*, Torino, 2018, nonché G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo*, cit. e W. TROISE MANGONI, *Il potere sanzionatorio della CONSOB*, Milano 2012. Una rassegna delle pronunce in materia si trova pubblicata in E. BINDI, P. LUCCARELLI, A. PISANESCHI, *Le sanzioni della Banca d’Italia e della CONSOB*, in *Giurisprudenza Commerciale.*, 2021, I, p. 553. Sul doppio binario sanzionatorio e sugli aspetti relativi alla prova degli illeciti v. da ultimo S. SEMINARA, *Insider trading*, ne bis in idem, *nozione di informazione privilegiata e accertamento probatorio*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2024, II, p. 173 e, in giurisprudenza, App. Torino, 22 agosto 2024, inedita, che ha annullato la sanzione irrogata dalla CONSOB a una società quotata per pretesa violazione di obblighi informativi *ex art. 17* del Regolamento n. 596/2014/UE e App. Milano, 6 luglio 2023, n. 2776, in *Giurisprudenza Commerciale.*, 2024, II, p. 153, che ha accolto l’opposizione proposta avverso la sanzione CONSOB per difetto dell’impianto probatorio basato su mere presunzioni.

¹¹ Sul piano penale, è stata pubblicata la sentenza di Cass., 27 ottobre 2023, n. 43638, che ha dichiarato l’incompetenza del Tribunale di Torino in favore di quella del Tribunale di Roma per la celebrazione del relativo processo (con riferimento ai pretesi dati mendaci contenuti nel bilancio al 30 giugno 2019 diffusi dalla Juventus il successivo 20 settembre 2019). Sul piano amministrativo, nel Bollettino CONSOB sono pubblicate, oltre a tre richieste di informazioni *ex art. 114 t.u.f.* dirette alla Juventus, la Delibera n. 22482 del 2022 di accertamento della non conformità del suo bilancio d’esercizio al 30 giugno 2021, contenente la richiesta di pubblicazione di informazioni supplementari, ai sensi dell’*art. 154-ter*, co. 7 t.u.f., la Delibera n. 22858 del 2023 di accertamento della non conformità del bilancio d’esercizio al 30 giugno 2022 e del bilancio consolidato semestrale al 31 dicembre 2022 e la Delibera n. 23162 del 2024 di applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti di ERNST & YOUNG S.p.A. e dei dott.ri Stefania Boschetti e Roberto Grossi in relazione ai lavori di revisione svolti sui bilanci d’esercizio al 30 giugno 2019 e al 30 giugno 2020 e sui bilanci d’esercizio e consolidato al 30 giugno 2021 di Juventus.

dalla CONSOB per l'illecito previsto dall'art. 187-*quinquies* t.u.f., nonché chiamata a rispondere ex art. 6, co. 3, l. 689/1981 e imputata della responsabilità ex artt. 5 e 25-*sexies* d.lgs. 231 del 2001, responsabilità che il Tribunale penale di Milano aveva poi escluso¹². Come meglio si vedrà nell'ultimo paragrafo, questa vicenda è oggi all'attenzione della Corte EDU.

Prima di soffermarsi sull'evoluzione della normativa e sugli scenari futuri occorre ricostruire il quadro normativo di riferimento.

2. Il quadro normativo

Nel nostro Paese il cumulo di sanzioni poggia sullo stesso impianto del Titolo I-*bis* del t.u.f. intitolato «Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato», ivi inserito dalla legge comunitaria n. 62/2005 di attuazione della Direttiva n. 2003/6/CE del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, poi abrogata dal Regolamento n. 596/2014/UE, e si traduce nell'*incipit* degli artt. 187-*bis* e 187-*ter* t.u.f. che configurano i due illeciti e che fanno appunto «salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato». È così resa palese l'opzione legislativa in favore del concorso, puntualmente replicata in tema di responsabilità dell'ente per gli illeciti amministrativi e per i corrispondenti reati commessi nel suo interesse o a suo vantaggio, sancita dall'art. 187-*quinquies* t.u.f. e dal combinato disposto degli artt. 5 e 25-*sexies* d.lgs. 231/2001. Ed infatti, il d.lgs n. 231 del 2001 consente di imputare all'ente una responsabilità nel caso di consumazione di uno tra i reati compresi in un elenco tassativo declinato dagli articoli dal 24 al 25 *duodecies* del medesimo decreto (c.d. "reato-presupposto"). Tra i reati-presupposti, l'art. 25-*sexies* richiama l'art. 185 t.u.f., che punisce appunto la manipolazione del mercato. I criteri d'imputazione della responsabilità da reato dell'ente sono stabiliti dal suo art. 5: occorre che il reato-presupposto sia stato commesso nell'interesse o a vantaggio dell'ente (art. 5, comma primo - c.d. "criterio oggettivo") e che sia stato realizzato «da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria e funzionale nonché da persone che esercitano, anche di fatto, la gestione e il controllo dello stesso» (art. 5, comma secondo, lett. a) o, in alternativa, «da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza di uno dei soggetti di cui alla lettera a)» (art. 5, comma secondo, lett. b, c.d. "criterio soggettivo"). Con una norma del tutto speculare, ma che fonda una responsabilità formalmente amministrativa, l'art. 187-*quinquies* t.u.f. commina una sanzione amministrativa pecuniaria a carico dell'ente 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 n. 596/2014/UE da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione dell'ente o da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza di uno dei predetti soggetti¹³.

¹² Il riferimento è alla vicenda che ha interessato una società assicurativa: secondo la CONSOB e la Procura di Torino la società avrebbero diffuso bilanci con riserve sottostimate. Anche questa vicenda ha dato luogo, in primo luogo, alla contestazione della non conformità dei bilanci e alla richiesta di pubblicazione di informazioni supplementari, ai sensi dell'art. 154-*ter*, co. 7 t.u.f. e poi ad una duplicazione di giudizi nei confronti della società (oltre che delle persone fisiche). La causa penale nei confronti della società si è conclusa con una sentenza di non doversi procedere perché il fatto non sussiste; la seconda sezione della Cassazione civile, con la sentenza n. 31635 del 6 dicembre 2018, ha invece confermato le sanzioni irrogate dalla CONSOB alla società ex art. 187-*quinquies* t.u.f., escludendo la sussistenza del *bis in idem* e disattendendo le conclusioni del Procuratore generale che aveva invece chiesto l'accoglimento del ricorso, in applicazione del divieto internazionale di doppio binario. Attualmente il caso è stato portato all'attenzione della Corte EDU che ha dichiarato ammissibile il relativo ricorso.

¹³ L'art. 187-*quinquies* t.u.f. nell'attuale formulazione dispone che «l'ente è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro fino a quindici milioni di euro, ovvero fino al quindici per cento del fatturato, quando tale

La duplicazione della risposta punitiva cozza però con il divieto internazionale di *bis in idem*, racchiuso nell'art. 4 del Protocollo 7 CEDU e riprodotto, seppure con una formulazione lievemente diversa, dall'art. 50 CDFUE¹⁴. Al contempo stride con la stessa "traduzione" italiana del precetto, accolta dall'art. 649, comma 1 c.p.p., ai sensi del quale «1. L'imputato prosciolto o condannato con sentenza o decreto penale divenuti irrevocabili non può essere di nuovo sottoposto a procedimento penale per il medesimo fatto, neppure se questo viene diversamente considerato per il titolo, per il grado o per le circostanze, salvo quanto disposto dagli articoli 69 comma 2 e 345 (...)».

Va detto che, in qualche misura, la stessa Direttiva 2003/6/CE autorizzava questo cumulo: il suo art. 14, facendo salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, prescriveva al contempo agli stessi di garantire, «conformemente al loro ordinamento nazionale», che potessero «essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione» della stessa. Si precisava, inoltre, che gli Stati membri erano tenuti a garantire che tali misure fossero efficaci, proporzionate e dissuasive.

Questa contraddizione si è attenuata nel passaggio alla regolamentazione varata nel 2014 dall'Unione Europea e costituita dalla Direttiva n. 2014/57/UE, che armonizza le fattispecie penali e dal Regolamento n. 596/2014/UE, che ha sostituito – come già ricordato – la previgente Direttiva 2003/6/CE, e che disciplina gli illeciti amministrativi. I due atti rappresentano una regolamentazione unitaria degli abusi di mercato che muove dall'opzione di fondo della prevalenza della sanzione criminale, giudicata indispensabile a fronte della dimostrata inadeguatezza delle sanzioni amministrative. Al cospetto di gravi e diffusi comportamenti riconducibili alla generale categoria degli abusi di mercato e dei danni che ne possono derivare, «la irrogazione di sanzioni penali» viene, infatti, invocata come strumento idoneo ad avere un effetto dissuasivo maggiore e una portata atta a segnalare la maggiore riprovazione sociale del comportamento. Tuttavia anche il quadro normativo vigente non esclude in modo assoluto il cumulo¹⁵. Si legge, infatti, nel 23° Considerando della

importo è superiore a quindici milioni di euro e il fatturato è determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-bis, 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: a) da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria o funzionale nonché da persone che esercitano, anche di fatto, la gestione e il controllo dello stesso; b) da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza di uno dei soggetti di cui alla lettera a). 2. Se, in seguito alla commissione degli illeciti di cui al comma 1, il prodotto o il profitto conseguito dall'ente è di rilevante entità, la sanzione è aumentata fino a dieci volte tale prodotto o profitto. 3. L'ente non è responsabile se dimostra che le persone indicate nel comma 1 hanno agito esclusivamente nell'interesse proprio o di terzi. 4. In relazione agli illeciti di cui al comma 1 si applicano, in quanto compatibili, gli articoli 6, 7, 8 e 12 del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231. Il Ministero della giustizia formula le osservazioni di cui all'articolo 6 del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, sentita la CONSOB, con riguardo agli illeciti previsti dal presente titolo».

¹⁴ L'art. 4, Protocollo 7 CEDU, intitolato *Diritto di non essere giudicato o punito due volte*, dispone che «1. Nessuno può essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva conformemente alla legge e alla procedura penale di tale Stato. 2. Le disposizioni del paragrafo precedente non impediscono la riapertura del processo, conformemente alla legge e alla procedura penale dello Stato interessato, se fatti sopravvenuti o nuove rivelazioni o un vizio fondamentale nella procedura antecedente sono in grado di inficiare la sentenza intervenuta. 3. Non è autorizzata alcuna deroga al presente articolo ai sensi dell'articolo 15 della Convenzione». L'art. 50 CDFUE, *Diritto di non essere giudicato o punito due volte per lo stesso reato*, a sua volta prevede che «Nessuno può essere perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato nell'Unione a seguito di una sentenza penale definitiva conformemente alla legge».

¹⁵ Il Regolamento n. 596/2014/UE, entrato in vigore il 3 luglio 2016 e che ha sostituito la Direttiva n. 2003/6/CE, disegna un quadro unitario in materia di sanzioni amministrative per gli abusi di mercato, mentre la Direttiva n. 2014/57/UE, che avrebbe dovuto essere attuata entro la stessa data, mira ad armonizzare la disciplina penale dettata dai vari ordinamenti per la repressione dei corrispondenti reati. La sua applicazione deve avvenire, stando al 17° Considerando «tenendo conto del quadro normativo stabilito dal reg. UE n. 596/2014 e delle relative misure

Direttiva che il suo ambito di applicazione «è determinato in modo da integrare e garantire l'effettiva attuazione del Regolamento (UE) n. 596/2014. Mentre le condotte illecite commesse con dolo dovrebbero essere punite conformemente alla presente direttiva almeno nei casi gravi, le sanzioni per le violazioni del Regolamento (...) non richiedono che sia comprovato il dolo o che gli illeciti siano qualificati come gravi». Viene però specificato che nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della Direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati e di sanzioni amministrative per i fatti di manipolazione del mercato e di abuso di informazioni privilegiate non violino il principio del *ne bis in idem*¹⁶. L'ambiguità delle fonti unionali non è stata eliminata con la recente approvazione del Listing Act¹⁷ e in particolare del Regolamento n. 2809/2024/UE che, pur essendo intervenuto sul Regolamento n. 596/2014/UE, non ha eliminato l'aporia legislativa, ma ha conservato le previsioni sopra riportate. Sovraordinati a queste disposizioni sono però, in ogni caso, i precetti sanciti dalla CEDU e dalla CDFUE in materia di *ne bis in idem* che quindi dovrebbero valere a risolvere i dubbi e a guidare l'interprete.

3. La (sconfortante) pronuncia della Corte costituzionale e la [sentenza A e B contro Norvegia](#)

Il quadro normativo tratteggiato sinteticamente mette in luce come la sentenza Grande Stevens fosse la cronaca di una morte annunciata.

Ciò che però più colpisce è l'inerzia del legislatore e dei Giudici nel comprendere la portata delle statuizioni e nel porre rimedio alla violazione dei precetti internazionali. Da un lato, gli stessi Giudici italiani si sono mostrati piuttosto impermeabili ai precetti internazionali e, dall'altro, il Governo non è corso ai ripari, ma ha atteso che la questione tornasse all'attenzione delle Corti, lasciando scadere la delega che gli era stata conferita dalla legge n. 114 del 9 luglio 2015¹⁸ per l'attuazione della Direttiva n. 2014/57/UE. Soltanto da ultimo, come si vedrà, con l'integrazione alla legge n. 21 del 2024 (cosiddetta Legge Capitali) ad opera della legge n. 28 del 2025 il Parlamento ha conferito ampia delega al Governo per la riforma del sistema sanzionatorio CONSOB e per la razionalizzazione dei casi di doppio binario sanzionatorio.

Prima che si arrivasse alla riforma in atto, di fronte a questo stallo, l'arresto di Strasburgo è stato prontamente invocato in diversi casi in cui si procedeva parallelamente per l'applicazione di sanzioni

applicative». Sulla normativa, cfr. F. ANNUNZIATA, *The Market Abuse Regulation and the Use of General Clauses Thereunder*, June 2024 in ssrn.com

¹⁶ Sulle criticità del doppio binario sanzionatorio si rinvia *ex multis* a F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e pluralità di sistemi sanzionatori*, in *Rivista delle Società*, 2023, p. 189, nonché A. TRIPODI, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi*, Torino, 2022, p. 63. Sia consentito altresì rinviare a E. DESANA, *Ne bis in idem e close connection: recenti evoluzioni*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'economia*, 2020, p. 157, nonché ID, *Abusi di mercato ed efficienza del mercato*, in *La S.P.A. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 10-11 novembre 2023, Milano, 2024, p. 613.

¹⁷ Il *Listing Act* è un pacchetto di provvedimenti che incidono su svariate fonti unionali: esso si compone del Regolamento (UE) 2809/2024 che modifica il Regolamento 1129/2017/UE (cosiddetto "Regolamento Prospetto") del Regolamento n. 596/2014/UE che rileva in questa sede, della Direttiva 2024/2811/UE che modifica la Direttiva 2014/65/UE (nota come "MiFID II") e che abroga la Direttiva 2001/34/CE (conosciuta come "Direttiva Quotazioni") e, infine, della Direttiva 2024/2810/UE (Direttiva sulle azioni a voto plurimo).

¹⁸ L'art. 11 della legge delega conteneva i «Principi e criteri direttivi per l'attuazione della Dir. 2014/57/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato) anche ai fini dell'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento (UE) (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la dir. 2003/6 (...)». Tra i suoi criteri direttivi veniva enunciato opportunamente alla lett. m quello di «evitare la duplicazione o il cumulo di sanzioni penali e sanzioni amministrative per uno stesso fatto illecito, attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentano l'applicazione della sola sanzione più grave ovvero che impongano all'autorità giudiziaria o alla CONSOB di tenere conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate».

amministrative e di sanzioni penali a fronte di un unico illecito materiale e ha condotto ben presto a sollevare dubbi sulla legittimità costituzionale del doppio binario sanzionatorio¹⁹, dubbi che però non hanno condotto ad una risolutiva pronuncia del Giudice delle leggi. Ed infatti, le questioni sollevate e vertenti sul contrasto del cumulo italiano con le norme internazionali – attraverso il parametro costituzionale dell’art. 117, co. 1, Cost. – sono state dichiarate inammissibili con la sentenza n. 102 del 12 maggio 2016, Relatori Cartabia e Lattanzi²⁰, sulla base di argomentazioni formali e procedurali e dunque senza entrare nel merito, lasciando così permanere il contrasto fra normativa interna e impegni assunti a livello internazionale.

Nello stesso periodo, però, la questione è tornata all’attenzione della Corte EDU, seppure in materia tributaria. Probabilmente consapevole dei travolgenti effetti innescati sui diversi ordinamenti nazionali dalle statuizioni del “caso Grande Stevens”, la Corte di Strasburgo è tornata sui suoi passi – questa volta con l’autorità della *Grande Chambre* – con la decisione pronunciata nel caso A e B contro Norvegia del 15 novembre 2016, ricorsi nn. 24130/11 e 28758/11²¹. Il caso riguardava il concorso fra sanzioni penali e amministrative in materia fiscale ammesso dall’ordinamento norvegese. I Giudici, pur ribadendo il proprio orientamento in materia di *idem factum*, hanno sconfessato i propri precedenti quanto al significato del divieto di doppio processo. Dando rilievo alla circostanza che i due “giudizi”, tributario e penale si erano svolti in parallelo e non l’uno dopo l’altro, hanno infatti affermato che essi dovessero leggersi come un’unica reazione sanzionatoria dell’ordinamento e dunque non integrassero una violazione del precetto internazionale. È stato così ammesso che gli Stati possono legittimamente scegliere «risposte giuridiche complementari di fronte ad alcuni comportamenti giuridicamente inaccettabili», attraverso procedure diverse che formino «un insieme coerente in maniera tale da trattare sotto i suoi diversi aspetti il problema sociale in questione» e a condizione che «tali risposte giuridiche combinate non rappresentino un onere eccessivo». Pertanto, compito della Corte laddove venga in gioco l’applicazione dell’art. 4 del Protocollo 7, è quello di «determinare se la misura nazionale specificamente denunciata costituisca nella sua sostanza o nei suoi effetti, una doppia incriminazione che comporta un pregiudizio per il soggetto da sanzionare o se, al contrario, essa sia frutto di un sistema integrato che permette di reprimere un illecito sotto tutti i suoi differenti aspetti in maniera prevedibile e proporzionata e formando un insieme coerente».

Il criterio così offerto consente agli Stati di provare in concreto che il doppio binario sanzionatorio non integra la violazione del precetto internazionale, ma risulta - se non vaghissimo ed arbitrario come affermato dall’unico Giudice dissenziente, Paulo Pinto de Albuquerque - quanto meno sfuggente, dal momento che poggia semplicemente sull’esistenza fra le due procedure di «*un lien matériel et temporel suffisamment étroit*» o, per dirla nell’altra lingua ufficiale della Corte, di una «*sufficiently close connection (...) in substance and in time*»²². Applicando i nuovi principi, i Giudici

¹⁹ Coerentemente con l’insegnamento delle sentenze nn. 348 e 349/2007 della Corte Costituzionale, i dubbi di compatibilità della disciplina italiana in materia di abusi di mercato con il divieto di *bis in idem* internazionale furono sottoposti dalla Cassazione alla Corte Costituzionale, con due distinte ordinanze, l’una della Quinta Sezione penale e l’altra della Sezione tributaria (caso Garlsson e Magiste), rispettivamente in materia di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, per violazione dell’art. 117, comma 1, Cost.

²⁰ Per un commento critico e per ulteriori riferimenti, sia consentito rinviare a E. DESANA, *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio CONSOB fra Corti Costituzionali e Corte di Giustizia: end game?* in *Giurisprudenza Commerciale.*, 2020, II, p. 1046; v. anche F. POLEGRI, *Il principio del ne bis in idem al vaglio della Corte Costituzionale: un’occasione persa*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2016, p. 1711, A. D’ERRICO, *Doppio binario e ne bis in idem: la spinosa questione davanti alla Corte Costituzionale*, in *Diritto penale europeo* e E. BINDI, *Corte Costituzionale e doppio binario sanzionatorio (riflessioni a margine della sent. n. 102 del 2016)*, in *Soc.*, 2016, p. 1131.

²¹ La sentenza è pubblicata in *Foro italiano* 2017, 2, IV, p. 53 con nota di DE MARZO.

²² La Corte precisa che anche allorché il *lien matériel* sia assicurato occorre che ricorra anche quello *temporel*; *lien temporel* non significa, inoltre, che le due procedure debbano essere celebrate per forza contemporaneamente, ma

di Strasburgo, seppure con la citata opinione dissenziente, hanno escluso la violazione dell'art. 4, Protocollo 7, giudicando che i due procedimenti in oggetto, l'uno formalmente amministrativo e l'altro penale, fossero stati effettivamente condotti in parallelo e avessero soddisfatto i criteri della *close connection*.

4. Gli arresti della Corte di Giustizia

Il *revirement* operato dalla Corte EDU non poteva sfuggire ai Giudici del Lussemburgo che nel frattempo erano stati investiti di analoghe questioni pregiudiziali dalla Corte di cassazione e dal Tribunale di Bergamo con riferimento alla normativa italiana; una riguardava, peraltro, la stessa controversia che era giunta all'attenzione della Corte costituzionale, ma con riferimento alla quale la Corte aveva dichiarato l'inammissibilità dei quesiti. Naturalmente il parametro invocato di fronte ai Giudici del Lussemburgo era costituito, questa volta, dal divieto di *bis in idem* racchiuso nell'art. 50 della CDFUE, da leggersi in combinato disposto con l'art. 52 della stessa e da interpretarsi alla luce dell'art. 4 del Protocollo 7 della CEDU.

Con le tre coeve sentenze del 20 marzo 2018 – causa [Menci](#)²³, causa [Garlsson Real Estate](#) e altri e causa [Di Puma](#) e [Zecca](#)²⁴ queste due in materia di abusi di mercato – la Corte di Giustizia, discostandosi dalle conclusioni formulate dall'Avvocato Generale Campos Sanchez-Bordona, che aveva ritenuto il doppio binario sanzionatorio incompatibile *tout court* con l'art. 50 CDFUE, ha ammesso la legittimità del cumulo²⁵. Più precisamente, ha escluso che il *bis in idem* integrasse automaticamente una violazione del precetto cristallizzato nell'art. 50, direttamente applicabile dagli Stati²⁶ e lo ha “promosso” ove sia giustificato ai sensi dell'art. 52 della CDFUE, che consente «eventuali limitazioni all'esercizio dei diritti e delle libertà riconosciuti dalla presente Carta» purché esse siano previste dalla legge e risultino «rispettose del contenuto essenziale di detti diritti e libertà»²⁷.

che la facoltà degli Stati di optare per il loro svolgimento in progressione sia giustificata da ragioni di efficienza e dal perseguimento di finalità sociali differenti e non causi un pregiudizio sproporzionato al soggetto perseguito.

²³ La causa nasceva da un rinvio pregiudiziale disposto dal Tribunale di Bergamo concernente, analogamente al caso A e B contro Norvegia, il doppio binario sanzionatorio in materia di illeciti e reati tributari.

²⁴ Le due vicende riunite [Di Puma](#) (C-596/16) e [Zecca](#) (C-597/16) riguardavano il concorso fra sanzioni civili e penali in materia di abusi di mercato a carico di due soggetti, imputati e giudicati per *insider trading* e dunque concernevano il concorso fra il delitto contemplato dall'art. 184 t.u.f. e il corrispondente illecito disegnato dall'art. 187-bis. Peculiarità della vicenda era che i procedimenti penali a carico degli imputati del delitto si erano conclusi con la loro assoluzione, ma che, a dispetto di tale circostanza, il giudizio civile relativo all'opposizione contro le parallele sanzioni inflitte dalla CONSOB non era stato interrotto benché le persone fisiche sanzionate avessero invocato il disposto dell'art. 654 c.p.p. sugli effetti delle statuizioni del Giudice penale nel giudizio civile. La Sezione Seconda della Cassazione, pertanto, aveva sollevato al Giudice unionale alcune questioni pregiudiziali sulla portata dell'art. 50 CDFUE.

²⁵ Un commento alle statuizioni della Corte, lette in contrapposizione alla dichiarazione di inammissibilità della nostra Corte costituzionale, si può leggere in E. DESANA, *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio CONSOB fra Corti Costituzionali e Corte di Giustizia: end game?* cit.

²⁶ La Corte ricorda che le disposizioni di diritto primario che impongono obblighi precisi e categorici e che non richiedono alcun intervento ulteriore delle autorità dell'Unione o nazionali attribuiscono direttamente diritti ai soggetti dell'ordinamento, cosicché il giudice nazionale incaricato di applicare, nell'ambito di propria competenza, le norme del diritto dell'Unione ha l'obbligo di garantirne la piena efficacia, disapplicando all'occorrenza, di propria iniziativa, qualsiasi disposizione contrastante della legislazione nazionale, anche posteriore, senza doverne chiedere o attendere la previa rimozione in via legislativa o mediante qualsiasi altro procedimento costituzionale.

²⁷ Nella pronuncia [Garlsson Real Estate](#), la Corte, riconoscendo la natura penale ai sensi dell'art. 50 alle sanzioni previste per la manipolazione del mercato, ha ritenuto che alla luce dell'art. 52 della Carta sia consentita una limitazione del principio del *ne bis in idem*. Ha però aggiunto che il concorso di sanzioni di natura penale deve accompagnarsi a norme che consentano di garantire che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte corrisponda alla gravità del reato di



5. Il caso Nodet contro Francia e la “retta via” in tema di ne bis in idem

L'occasione per tornare sul tema è stata offerta da una vicenda francese decisa dalla Corte di Strasburgo il 6 giugno 2019, nel caso [Nodet contro Francia](#), ricorso n. 47342/14. In quell'occasione i Giudici erano stati chiamati a pronunciarsi sulla dubbia legittimità della duplicazione di giudizi a fronte di un'unica condotta, che integrava al contempo l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato e il corrispondente reato. La duplicazione era, infatti, ammessa dalle norme francesi vigenti alla data dei fatti, anteriori alle modifiche introdotte dalla *Loi* n° 2016-819 del 21 giugno 2016 che era stata varata dopo la decisione del *Conseil constitutionnel* n° 2014-453/454 QPC e 2015-462 del 18 marzo del 2015; con questa pronuncia il Giudice delle leggi francese, contrariamente al nostro, aveva prontamente accolto le questioni di legittimità costituzionale sollevate con riferimento al doppio binario sanzionatorio contemplato dal *Code monétaire et financier*²⁸.

La Corte EDU, applicando i parametri indicati nei propri precedenti e giudicando dell'ordinamento previgente alla *Loi* n° 2016-819, ha concluso per la violazione da parte dello Stato francese dell'art. 4 del Protocollo 7 CEDU; dal momento che non era emerso alcun coordinamento fra le due Autorità nella raccolta delle prove e le pene in astratto e in concreto perseguivano i medesimi obiettivi, la Corte ha ritenuto che non fosse ravvisabile fra i due giudizi un legame materiale e cronologico sufficientemente stretto e che difettesse pertanto la “close connection”²⁹. Conseguentemente, ha statuito all'unanimità che vi era stata violazione dell'art. 4, Protocollo 7 della CEDU e ha condannato la Francia al risarcimento del danno morale patito dal sig. Nodet.

Nel pronunciare tale sentenza, la Corte si è soffermata sulle regole dettate dall'ordinamento francese in materia di abusi di mercato e ha messo in luce come la normativa d'oltralpe, illegittima nella versione vigente all'epoca della manipolazione ascrivita al signor Nodet, fosse stata tuttavia successivamente emendata, ad opera della *Loi* n° 2016-819, adottata dopo il citato arresto del *Conseil constitutionnel*. La Corte ha ricordato che il Giudice costituzionale francese, nel dichiarare l'incostituzionalità di tali disposizioni, aveva posticipato al 1° settembre 2016 gli effetti della sua pronuncia, dando così tempo al legislatore di mettere mano alle norme in questione, puntualmente riscritte appunto dalla *Loi* n. 2016-819. Ed è interessante notare che i Giudici di Strasburgo si sono soffermati sulle nuove prescrizioni introdotte in Francia, benché le stesse non rilevassero per la

cui trattasi, obbligo, questo, che deriva non solo dall'art. 52, § 1 della Carta, ma anche dal principio di proporzionalità delle pene sancito all'art. 49, § 3 della stessa, ai sensi del quale «le pene inflitte non devono essere sproporzionate rispetto al reato».

²⁸ Il legislatore francese, a differenza del nostro, è stato rapido nel porre mano alla materia e risolvere il contrasto, così come lo era stato, all'indomani di due decisioni della Corte EDU, nell'emendare alcuni vizi del procedimento sanzionatorio che si svolgeva avanti all'autorità di vigilanza. Ed infatti, dopo le condanne inflitte dalla Corte EDU nei casi “Dubus contro Francia”, sentenza 11 giugno 2009 (ricorso n. 5242/04) e “Vernes contro Francia”, sentenza 20 gennaio 2011 (ricorso n. 30183/06), l'ordinamento francese ha introdotto la separazione fra l'*Autorité des marchés financiers* e la *Commission des sanctions*, chiamata a giudicare della sussistenza degli illeciti amministrativi e a infliggere le relative sanzioni e ha imposta la tenuta di un'udienza pubblica avanti a quest'ultima. Al contrario, i vizi di procedimento stigmatizzati dalla sentenza Grande Stevens hanno condotto in Italia soltanto ad una parziale modifica che è peraltro intervenuta a seguito di un'altra nota vicenda, quella dell'impugnazione da parte della Banca Profilo S.p.a. e di Arepo S.p.a. del Regolamento CONSOB sui procedimenti sanzionatori avanti al giudice amministrativo. Cfr. le due sentenze del Cons. Stat. 26 marzo 2015, nn. 1595 e 1596, in *Foro amministrativo* 2015, 3, p. 763.

²⁹ Secondo i Giudici di Strasburgo, infatti, benché in ciascuno dei due procedimenti sanzionatori si facesse menzione delle risultanze dell'altro e nonostante il Tribunale penale di Parigi nel determinare in otto mesi di reclusione la sanzione irrogabile (poi successivamente ridotta a tre mesi dalla sentenza della Corte d'Appello di Parigi del 28 marzo 2012) avesse tenuto espressamente conto della sanzione irrogata dall'AMF per 250.000 euro, le pene comminate perseguivano, non solo in astratto ma anche in concreto i medesimi obiettivi e proteggevano identici interessi; inoltre emergeva una duplicazione nello svolgimento delle indagini volte a raccogliere le prove dell'illecito, in quanto erano state svolte attività investigative sia dagli ispettori dell'AMF sia dalla *Brigade financière*, senza che risultasse un coordinamento fra le due attività di ricerca.

decisione del caso sottoposto alla loro attenzione, governato, appunto, dalla normativa previgente. L'illustrazione delle nuove disposizioni assume pertanto il sapore di un'indicazione, rivolta a tutti gli Stati, della "retta via" che gli ordinamenti sono invitati a seguire per superare il latente contrasto fra duplice repressione degli abusi di mercato e garanzie internazionali.

La "retta via" introdotta dalla *Loi* n. 2016-819 consiste nella previsione di un efficace meccanismo di coordinamento fra la Procura e l'*Autorité des Marchés Financiers* (AMF) volto a prevenire il cumulo delle due azioni. In estrema sintesi, il novellato art. L.465-3-6 del *Code monétaire et financier* preclude al Pubblico ministero l'avvio dell'azione penale per l'applicazione delle sanzioni in materia di abusi di mercato nel caso in cui l'AMF abbia notificato una contestazione per il corrispondente illecito amministrativo. Al contempo, l'Autorità di Vigilanza non può procedere alla contestazione dell'illecito se per il medesimo fatto sia già stata avviata dalla Procura l'azione penale. Ciascuna Autorità è poi tenuta a informare previamente l'altra della propria intenzione di procedere e il compito di dirimere eventuali conflitti nell'ipotesi in cui entrambe le Autorità intendano agire è affidato al Procuratore generale presso la Corte d'Appello di Parigi.

6. La riscossa della Corte costituzionale

La svolta operata dal legislatore francese mette a nudo il più sconsolante scenario nazionale. Mentre il Giudice delle leggi francese sanciva l'incostituzionalità del doppio binario sanzionatorio sulla scorta dei precedenti delle Corti internazionali e, in un virtuoso dialogo con il legislatore, stimolava l'adozione di nuove norme capaci di risolvere in radice l'annosa questione del contrasto con le garanzie convenzionali, la nostra Corte costituzionale con la citata decisione n. 102/2016 perdeva un'occasione per intervenire in materia e il nostro Governo lasciava scadere la delega conferitagli dalla legge n. 114 del 2015 per dare attuazione al nuovo quadro normativo disegnato dall'Unione Europea e per eliminare, finalmente, un'aporia legislativa già stigmatizzata nel "caso Grande Stevens" del marzo 2014. Soltanto con il decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, sulla scorta della legge delega 25 ottobre 2017, n. 163³⁰, si è corsi ai ripari, con una soluzione però deludente che si limita a temperare il possibile contrasto delle disposizioni del t.u.f. 58/1998 con il principio del *ne bis in idem*, così come interpretato dalle due Corti internazionali. Il risultato è la disposizione minimalista racchiusa nell'art. 187-terdecies che non risolve affatto tutte le questioni, dal momento che circoscrive soltanto lo spazio assegnato alla Consob e all'autorità giudiziaria all'interno dei minimi e massimi edittali previsti dalle norme, senza fornire indicazioni specifiche³¹ e senza impedire il coinvolgimento di entrambe le Autorità, di vigilanza e penale.

In questo quadro, caratterizzato da una certa inerzia del nostro legislatore e da una resistenza delle nostre Corti a uniformarsi alle indicazioni dei Giudici europei, si sta però registrando un cambiamento di rotta della Corte costituzionale, che da un lato sembra essersi rassegnata a svolgere, anche nella materia degli abusi di mercato, un ruolo suppletivo rispetto al Parlamento e al Governo e dall'altro ha probabilmente contribuito, insieme alla dottrina, a rendere evidente l'impellente necessità di riscrivere le norme sul doppio binario sanzionatorio, contribuendo al varo della delega

³⁰ Sulla cui formulazione erano già state espresse criticità da E. BASILE, *Riforma del market abuse: quando la toppa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo)*, in [Diritto penale contemporaneo](#), 14 novembre 2017.

³¹ La nuova norma stabilisce che «quando per lo stesso fatto è stata applicata, a carico del reo, dell'autore della violazione o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'art. 187-septies ovvero una sanzione penale o una sanzione amministrativa dipendente da reato: a) l'autorità giudiziaria o la CONSOB tengono conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate; b) l'esazione della pena pecuniaria, della sanzione pecuniaria dipendente da reato ovvero della sanzione pecuniaria amministrativa è limitata alla parte eccedente quella riscossa, rispettivamente, dall'autorità amministrativa ovvero da quella giudiziaria». Sulle criticità sollevate sia consentito rinviare a E. DESANA, *Ne bis in idem e close connection: recenti evoluzioni*, cit., p. 157.

alla riforma del sistema sanzionatorio CONSOB di cui alla delega conferita con la Legge Capitali n. 21 del 2024 e con la sua modifica ad opera della Legge n. 28 del 2025 su cui ci si soffermerà nell'ultimo paragrafo.

Quanto al Giudice delle Leggi, il riferimento è, *in primis*, alle due pronunce nn. [63](#) e [112](#) del 2019, redattore Viganò: la prima ha sancito, anche in materia di *market abuse*, la retroattività delle disposizioni più favorevoli introdotte successivamente alla commissione dell'illecito (*lex mitior*); la seconda ha dichiarato l'incostituzionalità delle norme che consentivano alla CONSOB il sequestro e poi la confisca obbligatoria ex art. 187-*sexies* t.u.f. non soltanto del profitto realizzato, ma dell'intero controvalore dell'operazione³². Le relative statuizioni sono rimaste però in parte inapplicate dalla CONSOB: ed infatti, l'Autorità di Vigilanza, se da una parte si è preoccupata di annullare, in autotutela, le confische disposte in base al "vecchio" art. 187-*sexies*, riducendo il relativo importo al solo profitto (in ottemperanza alla sentenza n. 112 del 2019), dall'altra si è ben guardata dal rideterminare, in autotutela, le sanzioni pecuniarie irrogate in base alla precedente cornice editale, disattendendo così, di fatto, le indicazioni della sentenza n. [63 del 2019](#).

Un ulteriore cambio di passo è stato compiuto dalle due recenti sentenze della Corte costituzionale n. [84 del 2021](#) e n. [149 del 2022](#).

La decisione n. [84 del 2021](#) è stata emessa all'esito di un proficuo dialogo tra il nostro Giudice delle Leggi e la Corte di Giustizia sul c.d. diritto al silenzio³³. Seguendo le indicazioni offerte dai Giudici del Lussemburgo sulle questioni pregiudiziali sollevate nell'ambito della medesima vicenda³⁴, la nostra Corte ha dichiarato l'incostituzionalità dell'art. 187-*quinquiesdecies* t.u.f. – che punisce chi non ottempera nei termini alle richieste della CONSOB e della Banca d'Italia – nella parte in cui si applica anche alla persona fisica che si sia rifiutata di fornire alla CONSOB risposte che possano far emergere la sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative di carattere punitivo, oppure per un reato, avvicinando, anche a questi effetti gli illeciti amministrativi in materia di *market abuse* a quelli penali.

Ancora più dirompente è la portata della sentenza n. [149 del 16 giugno 2022](#), redattore Viganò³⁵, che è tornata sul tema del doppio binario sanzionatorio, seppure con riferimento al cumulo fra sanzioni amministrative e penali comminabili ai sensi della legge sul diritto d'autore, n. 633 del 1941.

La questione era stata sollevata in quanto si dubitava che la doppia sanzione prevista dalla legge sul *copyright* fosse compatibile con i parametri costituzionali e con l'art. 50 della CDFUE. La Corte la ha accolta, sancendo l'incostituzionalità dell'art. 649 c.p.p. – che, come si è detto, costituisce la trasposizione nazionale del divieto di doppio binario sanzionatorio – nella parte in cui non prevede che il giudice penale pronunci sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere nei confronti dell'imputato per delitti previsti dall'art. 171 della legge sul diritto d'autore allorché questi sia già stato sottoposto, per il medesimo fatto, a un procedimento conclusosi con un provvedimento

³² [Corte cost., sentenza 21 aprile 2019, n. 63](#); [Corte cost. 10 maggio 2019, n. 112](#).

³³ [Corte cost., sentenza 30 aprile 2021, n. 84](#) con nota di M. MICETTI, *Diritto al silenzio e insider trading: il confronto tra Roma e Lussemburgo prosegue sulla via del dialogo* (Corte costituzionale, sentenza n. 84/2021), in [Consulta online](#) ([giur. cost. org](#)), n. 3, 2021, p. 758, e S. CATALANO, *La vicenda decisa dalla sentenza n. 84 del 2021 della Corte costituzionale: un esempio di "buon dialogo" fra Corti*, in [Forum di Quad. cost. \(forumcostituzionale.it\)](#), n. 4, 2021, p. 295.

³⁴ C. Giust., 2 febbraio 2021, [causa C-481/19](#). Sul tema, cfr. CODUTI, *Il diritto al silenzio nell'intreccio tra diritto nazionale, sovranazionale e internazionale: il caso D.B. c. CONSOB*, in [Federalismi.it](#), n. 22, 2021, p. 121. La decisione precisa che «il diritto al silenzio non giustifica comportamenti ostruzionistici che cagionino indebiti ritardi allo svolgimento dell'attività di vigilanza della CONSOB, come il rifiuto di presentarsi ad un'audizione prevista da tali autorità, ovvero manovre dilatorie miranti a rinviare lo svolgimento dell'audizione stessa. Né il diritto al silenzio potrebbe legittimare l'omessa consegna di dati, documenti, registrazioni preesistenti alla richiesta della CONSOB».

³⁵ [Corte cost., 16 giugno 2022, n. 149](#), in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*. 2022, 4, 1676 e in *Giurisprudenza Commerciale*, 2023, II, p. 578.

definitivo a fronte del corrispondente illecito amministrativo previsto dall'art. 174-*bis* della medesima legge. La conclusione era in qualche modo obbligata, stanti i precedenti in tema di doppio binario della Corte EDU e della Corte di Giustizia, rilevanti in forza dell'art. 117, comma 1, Cost. Ed è significativo che la motivazione della Corte si chiuda con un chiaro monito: «spetta dunque al legislatore rimodulare la disciplina in esame in modo da assicurare un adeguato coordinamento tra le sue previsioni procedurali e sanzionatorie, nel quadro di un'auspicabile rimeditazione 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».

7. La delega per la riforma organica del sistema sanzionatorio CONSOB e le questioni pendenti avanti alla Corte EDU

L'invito della Corte costituzionale e le numerose critiche mosse dalla dottrina all'impianto sanzionatorio CONSOB e alla disciplina nazionale in tema di doppio binario, da ultimo, hanno finalmente innescato un processo di rivisitazione del quadro normativo.

Di recente, nell'ambito della più ampia riforma del mercato dei capitali, il legislatore ha, infatti, dato delega al Governo per la riforma del sistema sanzionatorio racchiuso nel t.u.f.. Dapprima, seppure più timidamente, la Legge 21 marzo 2024, n. 21, *Interventi a sostegno della competitività dei capitali* (c.d. Legge Capitali) ha indicato fra i principi e criteri direttivi da seguire nell'attuazione della delega la «razionalizzazione della disciplina degli emittenti, incluso il relativo sistema sanzionatorio» (art. 19, comma 2°, lett. b)³⁶. La razionalizzazione delle sanzioni previste dal t.u.f. e legate alla vigilanza CONSOB e Banca d'Italia, richiedeva, per ragioni di simmetria, anche l'armonizzazione dei sistemi sanzionatori che concernono i settori su cui vigilano la COVIP e l'IVASS³⁷.

Successivamente, nel corso dei lavori della Commissione ministeriale incaricata della predisposizione della bozza di articolato per l'attuazione della delega, anche grazie alla pressione della componente accademica ivi presente, è emersa la necessità di un intervento più sistematico di riforma del sistema sanzionatorio CONSOB e Banca d'Italia. La Legge n. 28 dell'11 marzo 2025 ha così ampliato la delega originaria conferita al Governo dalla Legge capitali e i suoi principi e criteri direttivi. E così, il nuovo art. 19-*bis* innestato nella Legge n. 21/2024 ha delegato il Governo, nell'ambito della riforma dei mercati dei capitali, ad «ad adottare, nei termini di cui all'articolo 19, comma 1, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto, per i profili di competenza, con il Ministro della giustizia, uno o più decreti legislativi per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio e di tutte le procedure sanzionatorie recati dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58». Fra i principi e criteri direttivi che devono guidarne

³⁶ L'art. 19, co. 2 delegava il Governo «ad adottare, entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto, per i profili di competenza, con il Ministro della giustizia, uno o più decreti legislativi per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e, ove necessario, delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti.». Nell'esercizio della delega il Governo dovrà osservare, fra l'altro, il seguente principio e criterio direttivo «aumentare la competitività del mercato nazionale e semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti, ivi inclusi il relativo sistema sanzionatorio, la disciplina in tema di operazioni con parti correlate, anche con riferimento alle soglie di partecipazione, in linea con gli standard internazionali, e la possibilità di prevedere sistemi di moltiplicazione del diritto di voto, riducendo gli obblighi e gli oneri previsti a legislazione vigente».

³⁷ L'art. 19, co. 2 lett. l) indica fra i criteri e principi a cui dovrà attenersi il legislatore delegato, «procedere a una complessiva razionalizzazione e al coordinamento del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, del codice delle assicurazioni private, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, e del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, per assicurare una maggiore coerenza e semplificazione delle fonti normative».

l'opera spiccano l'«a) individuazione, selezione, determinazione e coordinamento delle condotte illecite e dei trattamenti sanzionatori, anche in ragione della rilevanza delle condotte e della loro continuazione, nonché distinguendo l'ambito delle sanzioni amministrative e penali sulla base del criterio di offensività», l'«individuazione dei casi di applicazione del principio del *ne bis in idem* ai fini della più adeguata valorizzazione di tale principio e, ove opportuno, individuazione delle ipotesi di retroattività della *lex mitior* in materia di sanzioni amministrative» (lett. b), nonché la «f) revisione dei poteri delle autorità di vigilanza finalizzati all'accertamento delle violazioni in materia di abusi di mercato, anche prevedendo l'adeguamento alle garanzie indicate dalla giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea in favore dei destinatari degli accertamenti».

La delega ha anche previsto l'assegnazione della giurisdizione in materia al Giudice amministrativo, più avvezzo del Giudice ordinario a sindacare il merito degli atti della pubblica amministrazione e già chiamato a giudicare le impugnazioni contro i provvedimenti sanzionatori dell'Antitrust, della COVIP e dell'IVASS e di altre Autorità di Vigilanza³⁸. A questo riguardo, l'indicazione al Governo è, infatti, di procedere alla «e) revisione delle competenze giurisdizionali e del rito applicabile in materia di ricorsi avverso le sanzioni previste dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, prevedendo la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo per qualsiasi domanda conseguente all'emanazione della sanzione e la competenza funzionale del tribunale amministrativo regionale della Lombardia, sede di Milano». Su questa scelta ha sicuramente pesato la resistenza dei Giudici ordinari e, segnatamente della Corte di cassazione, a «metabolizzare» i precetti internazionali, ad esempio in tema di applicabilità delle garanzie EDU alle sanzioni Consob e Banca d'Italia e di doppio binario sanzionatorio³⁹. Sfogliando i repertori della Suprema Corte in materia di sanzioni Consob (e Banca d'Italia), di regola tutte trattate dalla stessa sezione, sono pochissimi i casi di riforma delle delibere delle Autorità di Vigilanza; per contro, sono molti, singolarmente, i richiami effettuati dalla stessa Corte ai suoi precedenti, fra cui proprio la pronuncia a sezioni unite del 30 settembre 2009, resa nell'*Affaire Grande Stevens*, che, come si è visto, è tuttavia valsa la condanna dell'Italia da parte della Corte EDU⁴⁰.

La necessità di una riforma del sistema sanzionatorio CONSOB (e Banca d'Italia) è sottolineata anche dalla pendenza di alcuni ricorsi alla Corte EDU, di cui è stato dato conto anche nella relazione illustrativa al disegno di legge di ampliamento della delega conferita con la Legge Capitali e approvato come Legge n. 28 del 2025⁴¹: recentemente sono stati ritenuti ammissibili dalla Prima

³⁸ L'esigenza di simmetria emerge anche dal principio e criterio direttivo contenuto nella lett. i della delega conferita dal nuovo art. 19-bis ove si fa riferimento al «i) coordinamento tra le disposizioni del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, del codice di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, della legge 28 dicembre 2005, n. 262, del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, e del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231».

³⁹ Cfr. E. BINDI, *Responsabilità solidale versus responsabilità diretta della persona giuridica nel sistema sanzionatorio di Banca d'Italia*, nota a Cass., 22 ottobre 2022, 23068, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2021, II, p. 1045.

⁴⁰ È quanto accaduto nel caso deciso dalla seconda sezione della Cass., 14 ottobre 2024, n. 26665 che ha ritenuto non confliggente con il principio del *ne bis in idem* la comminazione di una doppia sanzione a fronte dell'iscrizione al sig. Ricucci e alle società a lui riconducibili di una condotta di manipolazione de mercato. Va però dato atto di una recente sentenza della stessa sezione che sembra costituire un *revirement* dell'orientamento precedente. Si tratta di Cass. 19 novembre 2024, n. 29801, che ha affermato il principio secondo cui «In base all'applicazione immediata e diretta dell'art. 50 CDFUE così come interpretato dalla Corte di Giustizia UE, si deve dare atto della improseguibilità, per *ne bis in idem*, dell'accertamento dell'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate sul rilievo del giudicato esterno di assoluzione costituito dal decreto di archiviazione emesso in sede penale per gli stessi fatti.».

⁴¹ Nella relazione al disegno di legge si ammette che la modifica della normativa italiana è necessaria per allineare le prescrizioni della legge italiana alle indicazioni provenienti dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo. Nel suo paragrafo 1 «Obiettivi e necessità dell'intervento normativo. Coerenza con il programma di Governo» della Parte I - Aspetti tecnico-normativi di diritto interno della relazione al disegno di legge presentato al Senato, si legge, che «l'obiettivo del presente intervento legislativo è procedere ad una riforma sistematica della disciplina delle sanzioni amministrative e penali in materia di diritto dei mercati finanziari, in modo da garantire la proporzionalità e la dissuasività della sanzione,

sezione della Corte ben 49 ricorsi, la maggior parte dei quali verte sul contrasto fra le disposizioni nazionali attualmente in vigore in materia di sanzioni CONSOB e Banca d'Italia e le disposizioni della Convenzione Europea dei diritti dell'Uomo e delle Libertà fondamentali e della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea. Del pari, come si è già dato atto nel primo paragrafo, ha superato il filtro di ammissibilità un altro ricorso contro l'Italia che riguarda la pretesa manipolazione del mercato imputata a una società assicurativa quotata (e ai suoi amministratori) – e che deriverebbe da una voce di bilancio ritenuta falsa – che è stata sanzionata dalla CONSOB ex artt. 187-ter e 187-quinquies t.u.f., oltre che chiamata a rispondere in solido delle sanzioni amministrative inflitte alle persone fisiche ed è stata altresì processata (e assolta) sul versante penale per lo speculare reato di manipolazione del mercato ex artt. 5 e 25-sexies d.lgs. 231 del 2001. In questo caso, a dover essere valutata dai giudici di Strasburgo è la sovrapposizione delle regole che disciplinano la responsabilità degli enti contenute nel d.lgs. 231 del 2001, di matrice chiaramente penale, con quelle che individuano la parallela responsabilità (formalmente) amministrativa della società in forza dell'art. 187-quinquies t.u.f. Senza contare che il pagamento della sanzione comminata alle persone fisiche è stato ingiunto anche alla società, che risponde in solido con l'autore dell'illecito ex art. 6, 3 co. I. 689/81, con una possibile triplice responsabilità a fronte di un *idem factum*⁴².

La trattazione di questa causa, attualmente assegnata alla Prima sezione, è tuttavia sospesa in attesa che venga deciso dalla *Grande Chambre* un altro caso che riguarda la duplice (anzi triplice) repressione di un *idem factum* di pretesa manipolazione del mercato nell'ordinamento portoghese. Il riferimento è all'*Affaire Jesus Pinhal v. Portugal*, ricorsi n. 48047/15 e 2276/20 originariamente assegnati dalla Quarta Sezione, ma attualmente rimessi appunto alla *Grande Chambre*. I casi riguardano tre procedure aperte contro due persone fisiche, al momento dei fatti rispettivamente Vicepresidente e Presidente del Consiglio d'amministrazione del Banco Comercial Português, dalla Procura della Tribunale di Lisbona, dalla Commissione del mercato dei valori mobiliari portoghese (CMVM) e dalla Banca del Portogallo. Fra le altre violazioni denunciate dai ricorrenti vi è appunto la violazione del *ne bis in idem* e dunque dell'art. 4, § 1 del Protocollo 7 CEDU.

È evidente che la sottoposizione alla *Grande Chambre* della questione dimostra che non tutti gli ordinamenti nazionali hanno recepito correttamente le precedenti indicazioni dei casi Grande Stevens e A e B contro Norvegia, probabilmente anche a causa della già segnalata ambiguità della seconda pronuncia. È bene dunque che intervenga una nuova decisione della *Grande Chambre* ad orientare gli Stati⁴³.

Nelle more, quanto al nostro ordinamento, si confida che sia colta dal Governo l'opportunità di un intervento radicale, per scongiurare l'ennesima condanna della Corte EDU, con la riscrittura delle fattispecie penali e amministrative, nei limiti di quanto consentito dalla normativa unionale o comunque optando per altri meccanismi che valgano a evitare il cumulo, ad esempio escludendo l'illecito amministrativo ove sia integrato il corrispondente reato. Una riforma è altresì necessaria per quanto riguarda i profili che attengono alle regole del procedimento sanzionatorio e ai relativi

nel rispetto del diritto euro-unitario e della Convenzione Europea dei diritti dell'Uomo. [...]». Nel paragrafo 14, «Indicazione delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte europea dei diritti dell'uomo sul medesimo o analogo oggetto», si dà atto che «risultano pendenti avanti alla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo 45 ricorsi contro l'Italia relativi procedimenti sanzionatori avviati dalle Autorità di vigilanza, in materia di prospetto, abusi di mercato, prestazione di servizio di investimento, adeguatezza patrimoniale e gestione dei rischi.».

⁴² La corrispondenza fra reato e illecito è ulteriormente sottolineata dal disposto del 4 co. dell'art. 187-quinquies t.u.f., che richiama alcune norme del d.lgs. n. 231 del 2001, rendendo evidente la natura analoga delle previsioni.

⁴³ La questione della compatibilità del *ne bis* nell'accezione di cui alla pronuncia A e B contro Norvegia è stata affrontata dalla seconda sezione della Corte EDU nell'*Affaire C.Y. c. Belgique*, ricorso n. 19961/17 in materia di sanzioni per mancata assicurazione sanitaria. La Corte in quel caso ha concluso per la sussistenza della close connection richiesta nel caso A e B contro Norvegia e ha quindi escluso la violazione dell'art. 4, Protocollo 7 CEDU.

termini⁴⁴.

Si può quindi auspicare che nei contenuti tempi di esercizio della delega, estesi sino a marzo 2026 dalla Legge n. 28 del 2025, sia finalmente varato a 12 anni dalla sentenza Grande Stevens un intervento correttivo che elimini la violazione del divieto di *bis in idem*, oltre ad altri strumenti che contribuiscano ad attirare gli investitori e le società, o quanto meno a non farle scappare dall'Italia. È infatti evidente che la rivitalizzazione del mercato dei capitali e la sua appetibilità per gli investitori stranieri è fortemente condizionata dalla negativa impressione originata da sistemi sanzionatori eccessivamente punitivi e da Autorità amministrative indipendenti il cui operato viene percepito lontano dal paradigma della vigilanza preventiva, dalla *moral suasion* e da forme di cooperazione con gli investitori che le stesse rivestono in altri ordinamenti. È stato autorevolmente osservato che in sede di esercizio della delega sarà quindi essenziale un puntuale confronto comparativo col sistema delle sanzioni in altri ordinamenti, la riduzione al minimo possibile del sistema del doppio binario sanzionatorio amministrativo-penale e la riforma dello stesso sistema dei gravami nei confronti delle sanzioni⁴⁵.

In assenza di una epocale riforma dei sistemi sanzionatori CONSOB e Banca d'Italia, il rischio è che si moltiplichino i ricorsi alla Corte EDU (e le revocazioni di sentenze nazionali *ex art. 391-quater c.p.c.*⁴⁶) e che vengano sollevate nuove questioni pregiudiziali alla Corte di Giustizia. Epilogo che, se da un lato potrebbe valere a recuperare il ruolo delle Istituzioni Europee, contrastando i venti antieuropeisti che soffiano nel nostro Paese, dall'altro segnerebbe indubbiamente una sconfitta dell'Italia, troppo spesso relegata in una posizione secondaria rispetto ad altri Stati, come la Francia, decisamente più pronti a recepire le indicazioni internazionali.

Speriamo che questa volta l'occasione propizia venga colta.

⁴⁴ V. G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo*, cit. e Id, *Problematiche relative al procedimento sanzionatorio di CONSOB... a dieci anni dalla sentenza Grande Stevens*, in [Diritto della banca e del mercato finanziario](#), 2025, p. 219. Sia consentito rinviare anche a E. DESANA, *L'insostenibile leggerezza dei termini*, nota a Cass., 14 dicembre 2015, n. 25142, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, 2440 e Id, *Sanzioni CONSOB, Banca d'Italia e garanzie dell'incolpato: never ending story?* in *Banca, impresa e soc.*, 2019, 367.

⁴⁵ Cfr. le considerazioni di P. MARCHETTI, *Commento* sub art. 19, in *Commentario alla Legge Capitali*, diretto da P. MARCHETTI, VENTORUZZO, 2024, p. 159. Sulla necessità di armonizzazione dei diritti nazionali e delle regole relative anche alla vigilanza, cfr. M. GARGANTINI, *Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l'armonizzazione normativa dopo la capital markets union*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2024, I, p. 20.

⁴⁶ Il 1° comma dell'art. 391-quater c.p.c. dispone che «1. Le decisioni passate in giudicato il cui contenuto è stato dichiarato dalla Corte europea dei diritti dell'uomo contrario alla Convenzione per la salvaguardia dei Diritti dell'Uomo e delle Libertà fondamentali ovvero ad uno dei suoi Protocolli, possono essere impugnate per revocazione se concorrono le seguenti condizioni:

- 1) la violazione accertata dalla Corte europea ha pregiudicato un diritto di stato della persona;
- 2) l'equa indennità eventualmente accordata dalla Corte europea ai sensi dell'articolo 41 della Convenzione non è idonea a compensare le conseguenze della violazione. [...]».

ELIA CREMONA

**Materiali di lavoro per *moot court* sulle sanzioni amministrative
in materia bancaria e finanziaria**

SOMMARIO: 1. Caso 1 – La natura sostanzialmente penale della sanzione amministrativa – 2. Caso 2 – L’applicabilità del principio di retroattività della legge penale favorevole – 3. Caso 3 – L’applicabilità del principio di specialità di cui all’art. 9 della L. 689/1981 – 4. Caso 4 – Gli obblighi del Collegio sindacale in materia di controllo dei rischi finanziari – 5. I rapporti tra i diversi apparati punitivi. – 6. La giurisprudenza sovranazionale sul *ne bis in idem*. – 6.1. L’ermeneutica delle Corti europee. – 6.1.1. La prevedibilità. – 6.1.2. La complementarità. – 6.1.3. La connessione per materia e per tempo. – 6.1.4. La proporzionalità punitiva. – 7. La via italiana al cumulo sanzionatorio del *market abuse*. – 7.1. I paradossi del vigente assetto. – 7.2. Le possibili direttrici di revisione.

ABSTRACT. *Four paradigmatic jurisprudential cases are examined that highlight the problematic aspects of the Consob sanctioning system in light of conventional and European Union principles. The first case addresses the qualification of the substantially criminal nature of administrative sanctions for market abuse, according to the Engel criteria elaborated by the ECHR. The second explores the applicability of the principle of retroactivity of the most favorable criminal law to administrative sanctions of a substantially criminal nature. The third analyzes the problematic application of the principle of specialty referred to in art. 9 of law no. 689/1981 in the presence of apparent concurrence of norms. The fourth case examines the scope and limits of the obligations of the Board of Auditors in matters of financial risk control*

Caso 1 – La natura sostanzialmente penale della sanzione amministrativa (*Corte Europea dei Diritti dell’Uomo dell’11 settembre 2025, ricorso n. 37185/18 - Causa Mereghetti c. Italia*)

La questione giuridica

Il ricorso verte sull’equità della procedura sanzionatoria dinanzi alla Banca d’Italia e sull’assenza di un’udienza pubblica nel procedimento di riesame giurisdizionale. Il ricorrente era membro del Consiglio di amministrazione e amministratore delegato di una società di gestione del risparmio.

Tra il settembre e l’ottobre del 2013, il Dipartimento vigilanza bancaria e finanziaria (in prosieguo “il Dipartimento”) della Banca d’Italia, responsabile di sanzionare la violazione delle norme finalizzate a garantire la sana e prudente gestione delle attività bancarie e finanziarie, la correttezza e la trasparenza dei comportamenti, e la prevenzione dell’utilizzo del sistema finanziario a fini del riciclaggio di proventi di attività criminose, contestò agli amministratori della società di gestione del risparmio diversi illeciti amministrativi. Li invitò a presentare la propria risposta e fu anche data agli stessi la possibilità di essere sentiti dal Dipartimento. Il ricorrente non chiese di essere sentito.

Il Dipartimento trasmise successivamente il fascicolo al Direttorio della Banca d’Italia, corredato di una relazione che esponeva le prove a carico degli amministratori e le loro controdeduzioni. Secondo tale relazione, le controdeduzioni presentate dagli amministratori non erano tali da modificare le conclusioni del Dipartimento. Quanto al ricorrente, il Dipartimento propose di dichiararlo responsabile, in qualità di membro del Consiglio di amministrazione della società, della mancata adozione di diverse misure organizzative e di un adeguato meccanismo di controllo in grado di garantire la corretta gestione della società, nonché di aver agito, eccedendo i poteri conferitigli, in relazione a specifiche attività finanziarie. Ciò aveva leso gli interessi degli investitori e il corretto

funzionamento del mercato. Conseguentemente, propose di irrogargli una sanzione pecuniaria pari a 41.000 euro (EUR) ai sensi dell'articolo 190 del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58. In data 22 luglio 2014, con decisione n. 740800/2014, il Direttorio della Banca d'Italia irrogò al ricorrente la sanzione pecuniaria proposta dal Dipartimento.

In data 18 febbraio 2015 la Corte di appello di Brescia rigettò l'opposizione del ricorrente avverso la decisione n. 740800/2014. Il procedimento si svolse in camera di consiglio, alla presenza delle parti, ai sensi dell'articolo 195, comma 7, del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, nella versione vigente all'epoca.

La sentenza della Corte di appello di Brescia fu confermata dalla Corte di cassazione in data 12 marzo 2018.

*La posizione delle parti**

**(gli studenti sono suddivisi in gruppi e assumono ciascuno la difesa di una parte)*

Il ricorrente ritiene che sia stata violata la CEDU nel suo art. 6 perché nel corso del processo non è stata celebrata una udienza pubblica.

Per contro, lo Stato italiano ritiene che la sanzione irrogata dalla Banca d'Italia non abbia natura sostanzialmente penale e pertanto non si deve applicare l'art. 6 CEDU.

La soluzione della Corte

A tale riguardo, la Corte ribadisce la sua consolidata giurisprudenza secondo la quale, nel determinare l'esistenza di un'«accusa penale», è necessario tenere conto dei criteri di cui alla sentenza *Engel* (*Engel e altri contro Paesi Bassi*, 8 giugno 1976, § 82, Serie A n. 22).

Quanto alla qualificazione giuridica, la condotta del ricorrente è stata punita con una sanzione qualificata dal diritto interno "amministrativa". Tuttavia, tale unico elemento non è determinante (si veda *Öztürk c. Germania*, 21 febbraio 1984, § 52, Serie A n. 73).

Quanto alla natura del reato, sembra che le disposizioni che il ricorrente era stato accusato di avere violato fossero finalizzate a garantire la tutela del risparmio e ad assicurare la sana e prudente gestione delle attività bancarie e finanziarie (si veda il paragrafo 3 supra). Si tratta di interessi generali della società, solitamente tutelati dal diritto penale (si raffronti, *mutatis mutandis*, *Grande Stevens e altri c. Italia*, nn. 18640/10 e altri 4, § 96, 4 marzo 2014). Inoltre, la sanzione pecuniaria irrogata aveva sia una finalità deterrente, ovvero quella di dissuadere il ricorrente dal riprendere l'attività in questione, che una finalità punitiva, in quanto sanzionava una condotta illecita. A tale riguardo, occorre rilevare che la sanzione fu determinata sulla base della gravità della condotta contestata.

La Corte ha già ritenuto che la funzione deterrente e punitiva di una pena sia sufficiente a stabilirne la natura penale, a prescindere dalla sua gravità (si vedano Corte EDU, Sez. I, sent. 19 nov. 2020, *Pantolon c. Croazia*, ric. n. 2953/14, § 31; Corte EDU, Gr. Ch., sent. 23 nov. 2006, *Jussila c. Finlandia*, ric. n. 73053/01, § 38; Corte EDU, Sez. IV, sent. 3 oct. 2023, *Vasile Sorin Marin c. Romania*, ric. n. 17412/16, § 44).

In ogni caso, la natura penale del procedimento civile relativo alla sanzione pecuniaria amministrativa in questione è ulteriormente confermata dal fatto che la pena massima in cui il ricorrente rischiava di incorrere, ai sensi dell'articolo 190 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ammontava a 5 milioni di euro. Tenuto conto del fatto che la connotazione penale del procedimento dipende dalla pena che sarà "probabilmente irrogata" al ricorrente (*Engel e altri*, sopra citata, § 82), che la sanzione in questione potesse ledere la reputazione dei rappresentanti



delle società coinvolte e che la sanzione pecuniaria irrogata non fosse trascurabile per il ricorrente, la Corte ritiene che la sanzione in questione fosse di natura penale. Conseguentemente, l'aspetto penale dell'articolo 6 § 1 è applicabile nel caso di specie.

Caso 2 – L'applicabilità del principio di retroattività della legge penale favorevole (*Cassazione, II sezione civile, ordinanza n. 15529 del 10/06/2025*)

La questione giuridica

All'esito della verifica ispettiva condotta presso la banca dal 22/04/2015 al 24/02/2016, con delibera n. 19933 del 30 marzo 2017 la Consob ha applicato a V.D., componente del CdA della Banca Popolare di Vicenza ("BPVi") dal 25/04/2009, la sanzione amministrativa pecuniaria di euro 10.000,00, per effetto del cumulo giuridico tra le sanzioni di euro 7.500,00 e di euro 5.000,00, ex artt. 94, comma 2, 191 TUF, per avere omesso di riportare, nei Prospetti di Base 2014 e 2015, informazioni relative alla sussistenza, all'entità e agli effetti del "capitale finanziato", ossia dei finanziamenti operati dalla banca alla clientela, nel periodo 1°/01/2012-28/02/2015, per la sottoscrizione o per l'acquisto di azioni BPVi, così determinando l'impossibilità per gli investitori di acquisire notizie utili per pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente, nonché sui prodotti finanziari" (*Cassazione, II sezione civile, ordinanza n. 15529 del 10/06/2025, punto n. 1 del Fatto*).

*La posizione delle parti**

**(gli studenti sono suddivisi in gruppi e assumono ciascuno la difesa di una parte)*

Il ricorrente propone ricorso in opposizione facendo valere, tra l'altro, che *medio tempore* era entrata in vigore una nuova normativa più favorevole al ricorrente che avrebbe dovuto essere applicata retroattivamente stante la natura sostanzialmente penale della sanzione.

Il ricorrente cita la giurisprudenza della Corte europea che a partire dalla sentenza *Engel* (Corte Edu, 8 giugno 1976, [Engel e altri c. Paesi Bassi](#)) qualifica le sanzioni amministrative come sostanzialmente penali in presenza di tre criteri (c.d. criteri *Engel*): 1) la qualificazione giuridica della sanzione nel diritto interno; 2) la natura dell'illecito; 3) la severità della sanzione.

Stante la natura sostanzialmente penale della sanzione, anche alla luce della sentenza [Grande Stevens](#) (Corte Edu, 4 marzo 2014, *Grande Stevens e a. c. Italia*), deve applicarsi – ad avviso del ricorrente – il principio di retroattività favorevole stabilito per le norme penali.

Secondo la Banca d'Italia la sanzione al contrario non ha natura sostanzialmente penale e quindi non deve applicarsi il principio di retroattività favorevole, poiché le sanzioni della Banca d'Italia non hanno i medesimi requisiti di afflittività delle sanzioni irrogate in caso di abusi di mercato (come nel caso *Grande Stevens*, cit.).

La soluzione della Corte

Secondo la Corte di cassazione la sanzione non aveva natura sostanzialmente penale. «Sicché è conforme a diritto la statuizione del giudice di merito secondo cui le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dalla Consob, diverse da quelle per manipolazione del mercato ai sensi dell'art. 187-ter TUF, non hanno natura penale, con la conseguenza che, in relazione alle prime (tra le quali

rientra la sanzione oggetto di questo giudizio), non trovano applicazione le modifiche alla parte V del d.lgs. n. 58 del 1998 per le violazioni commesse prima dell'entrata in vigore delle disposizioni di attuazione adottate dalla Consob e dalla Banca d'Italia, poiché così è disposto dall'art. 6 del citato d.lgs. n. 72 del 2015 che non dà luogo a dubbi di legittimità.

La statuizione è in linea con l'interpretazione della S.C. (Sez. 2, Sentenza n. 20689 del 09/08/2018, Rv. 650004 – 03; in termini, Sez. 2, Sentenza n. 27833 del 03/10/2023, Rv. 668993 - 01), secondo cui, in materia di intermediazione finanziaria, le modifiche alla parte V del d.lgs. n. 58 del 1998 apportate dal d.lgs. n. 72 del 2015 si applicano alle violazioni commesse dopo l'entrata in vigore delle disposizioni di attuazione adottate dalla Consob, in tal senso disponendo l'art. 6 del medesimo decreto legislativo, e non è possibile ritenere l'applicazione immediata della legge più favorevole, atteso che il principio del *"favor rei"*, di matrice penalistica, non si estende, in assenza di una specifica disposizione normativa, alla materia delle sanzioni amministrative, che risponde, invece, al distinto principio del *"tempus regit actum"*. Né tale impostazione viola i principi convenzionali enunciati dalla Corte EDU nella sentenza 4 marzo 2014 (*Grande Stevens ed altri c/o Italia*), secondo la quale l'avvio di un procedimento penale a seguito delle sanzioni amministrative inflitte dalla Consob sui medesimi fatti violerebbe il principio del *"ne bis in idem"*, atteso che tali principi vanno considerati nell'ottica del giusto processo, che costituisce l'ambito di specifico intervento della Corte, ma non possono portare a ritenere sempre sostanzialmente penale una disposizione qualificata come amministrativa dal diritto interno, con conseguente irrilevanza di un'eventuale questione di costituzionalità ai sensi dell'art. 117 Cost.» (Cassazione, II sezione civile, ordinanza n. 15529 del 10/06/2025, punto n. 5 del Considerato).

Caso 3 – L'applicabilità del principio di specialità di cui all'art. 9 della L. 689/1981 (Cassazione, II sezione civile, ordinanza n. 11568 del 2/5/2025)

La questione giuridica

Il ricorrente era stato sanzionato dalla Banca d'Italia per alcune ritenute irregolarità nella gestione di alcuni strumenti finanziari. Per il medesimo fatto era stato sottoposto anche a procedimento penale poi conclusosi con decreto di archiviazione da parte del GIP.

*La posizione delle parti**

**(gli studenti sono suddivisi in gruppi e assumono ciascuno la difesa di una parte)*

Il ricorrente sostiene che deve essere applicato il principio di specialità di cui all'art. 9 della legge n. 689 del 1981, essendo i fatti identici.

La Banca d'Italia ritiene che il decreto di archiviazione non costituisca cosa giudicata e pertanto non sia applicabile il principio di specialità e che le fattispecie non siano sovrapponibili in quanto la condotta non sarebbe la medesima.

La soluzione della Corte

Secondo la Corte di cassazione, "tenuto conto tenuto conto della qualità del delitto definito dall'art. 2638 cod. civ., caratterizzato da dolo specifico (*"al fine di ostacolare l'esercizio delle funzioni*

di vigilanza”), [la fattispecie] non può reputarsi assiomaticamente sovrapponibile all’inculpazione amministrativa, la quale presuppone la sola “*suitas*” della condotta.

Di conseguenza, non appare risolutiva l’affermazione, enunciata in materia di controlli CONSOB, secondo la quale la condotta sarebbe la medesima (Cass. n. 8855/2017).

Invero, se il fatto materiale, imputato in sede penale e contestato in quella amministrativa, può dirsi identico (in sintesi, essere venuto meno all’obbligo di collaborazione con l’autorità di controllo), la condotta non lo è.

Mentre nella seconda ipotesi è sufficiente che essa sia caratterizzata dalla mera consapevolezza dell’“*agere*” (“*suitas*”), nella prima l’agente deve perseguire dolosamente il fine di ostacolare le funzioni di vigilanza” (Cassazione, II sezione civile, ordinanza n. 11568 del 2/5/2025, punto 4.1. del Considerato).

Caso 4 – Gli obblighi del Collegio sindacale in materia di controllo dei rischi finanziari (Cassazione, II sezione civile, sentenza n. 14148 del 27/05/2025)

La questione giuridica

I ricorrenti, membri del Collegio sindacale di una banca, erano stati sanzionati per non avere esercitato correttamente le funzioni di controllo in tema di contenimento dei rischi finanziari che la legge e le normative secondarie prudenziali di Banca d’Italia pongono a loro carico.

*La posizione delle parti**

**(gli studenti sono suddivisi in gruppi e assumono ciascuno la difesa di una parte)*

I ricorrenti sostengono che il comportamento doloso, giudizialmente accertato da parte dei vertici della Banca, ha impedito al collegio di esercitare le proprie funzioni. Non possono pertanto essere sanzionati in assenza di comportamenti colposi o dolosi nell’esercizio delle proprie funzioni.

Secondo la Banca d’Italia, al contrario, i doveri del collegio sindacale in materia bancaria sono caratterizzati da un dovere di diligenza ancora più elevato rispetto agli obblighi ordinari del collegio sindacale nelle società per azioni a fronte dei quali essi sono comunque tenuti ad agire allo scopo di evitare che soggetti terzi possano commettere violazione.

La soluzione della Corte

Secondo la Corte di cassazione “la Corte d’appello ha rimarcato [...] la spettanza ai sindaci di «poteri di indagine forti ed estesi» che, tuttavia, evidentemente, non sono stati attivati.

Gli illeciti contestati sono, pertanto, illeciti omissivi, consistenti essenzialmente nella violazione della normativa in materia di contenimento dei rischi finanziari e nella carenza nei controlli, in riferimento ai quali l’insegnamento di questa Corte è nel senso che «la prova della condotta positiva di adempimento di un obbligo attivo spetta, a fronte della contestata omissione, al soggetto tenuto ad attivarsi» (Cass. SU 20930/09, pag. 117/118).

Il collegio sindacale avrebbe potuto e dovuto attivarsi autonomamente al fine di controllare l’attività gestoria della società, in particolare riferimento alle problematiche nella situazione di liquidità, all’elevata esposizione ai rischi di tasso e altre criticità gestionali legate alle caratteristiche

di taluni cospicui investimenti in titoli di Stato italiani; in conseguenza, per sottrarsi alla propria responsabilità amministrativa, i ricorrenti avrebbero dovuto provare di aver esercitato i poteri loro conferiti, come dettagliatamente individuati dalle fonti normative secondarie emanate dalla Banca d'Italia, integranti, come detto, l'art. 53 t.u.b..

A tal fine, rileva, come già evidenziato da questa Corte, il Titolo IV, capitolo 11, sezione IV della circolare n. 229/1999 della Banca d'Italia, vigente all'epoca dei fatti, alla cui stregua «il collegio sindacale, nel rispetto delle attribuzioni degli altri organi della banca e collaborando con essi, assolve alle proprie responsabilità istituzionali di controllo, contribuendo ad assicurare la regolarità e la legittimità della gestione, senza fermarsi agli aspetti meramente formali, il rispetto delle norme che disciplinano l'attività della banca, nonché a preservare l'autonomia dell'impresa bancaria»; rileva poi, nella specifica ottica del controllo dei rischi, il Titolo I, capitolo 1, parte quarta, par. 2.3 della circolare n. 263/2006 della Banca d'Italia, allora applicabile anche alle banche, là dove prevede che «l'organo con funzione di controllo vigila sull'adeguatezza e sulla rispondenza del sistema di gestione e controllo dei rischi, [...], ai requisiti stabiliti dalla normativa (co.1). Per lo svolgimento delle proprie attribuzioni, tale organo dispone di adeguati flussi informativi da parte degli altri organi aziendali e delle funzioni di controllo interno (co. 2)»; rilevano, infine, le Disposizioni di Vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche del 4 marzo 2008, che stabiliscono che «i controlli devono riguardare trasversalmente tutta l'organizzazione aziendale, includendo verifiche in ordine ai sistemi e alle procedure (es. quelli informativi e amministrativo-contabili), ai diversi rami di attività (credito, finanza, etc.), all'operatività (introduzione di nuovi prodotti, ingresso in nuove aree di business o geografiche, continuità operativa, outsourcing)».

Da questo quadro normativo emerge allora come i poteri di controllo dei sindaci non siano meramente formali: pertanto, per andare esenti da responsabilità, i sindaci devono dare prova di averli esercitati appieno, senza che diversamente possa rilevare la circostanza di essere stati tenuti dolosamente all'oscuro dagli amministratori, delle condotte illecite da loro poste in essere; al contrario, infatti, dai sindaci è esigibile lo sforzo diligente di scoprire le condotte illecite e reagire ad esse, prevenendo danni ulteriori (Cass. Sez. 2, n. 24170 del 04/08/2022)" (Cassazione, II sezione civile, sentenza n. 14148 del 27/05/2025, punto n. 5 del Considerato).

COLLABORATORI DEL VOLUME

ELENA BINDI

Professoressa ordinaria di Diritto costituzionale e pubblico
Università di Siena

ELIA CREMONA

Ricercatore a tempo determinato di tipo B di Diritto costituzionale e pubblico
Università di Siena

EVA DESANA

Professoressa ordinaria di Diritto commerciale
Università degli Studi di Torino

PAOLO LUCCARELLI

Avvocato
Galante e Associati Studio Legale

FRANCESCO MUCCIARELLI

Senior Professor di Diritto penale dell'economia
Università Commerciale Luigi Bocconi

STEFANIA NINATTI

Professoressa ordinaria di Diritto costituzionale e pubblico
Università degli Studi di Milano-Bicocca

ANDREA PISANESCHI

Professore ordinario di diritto costituzionale e pubblico
Università di Siena

GIANLUCA ROMAGNOLI

Professore associato di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Padova

MARCO MARIA SCOLETTA

Professore associato di Diritto penale
Università degli Studi di Milano Statale

Questo fascicolo speciale raccoglie le relazioni e gli interventi del convegno "Le sanzioni Consob a dieci anni dalla sentenza Grande Stevens", tenutosi il 16 maggio 2024 presso la Certosa di Pontignano su iniziativa dell'Università degli Studi di Siena. L'obiettivo dell'incontro era quello di riflettere sugli effetti che la sentenza Grande Stevens della Corte EDU ha prodotto nell'ordinamento italiano a distanza di dieci anni dalla sua pronuncia. In particolare, ci si è interrogati su cosa sia cambiato nel sistema delle garanzie procedurali e processuali, se l'autorità abbia modificato le proprie prassi operative alla luce di quella decisione e se la giurisprudenza abbia recepito, e in quali termini, le indicazioni provenienti dalla Corte europea.

I saggi descrivono in maniera approfondita il quadro generale della giurisprudenza (sia interna che sovranazionale e internazionale), come sono gestite dall'autorità le fasi del procedimento, come è gestito il giudizio di opposizione, come viene applicato il principio del ne bis in idem, quali sono le linee di tendenza del potere sanzionatorio della Consob. Il quadro che emerge, però, è ancora un quadro composto più da ombre che luci: l'impressione generale è che i principi della sentenza Grande Stevens siano stati interpretati dal legislatore, dalla giurisprudenza interna, soprattutto di legittimità, e dalla stessa autorità, in maniera assai minimale (è però in corso, attualmente la riforma del TUF che presenta finalmente sotto questi aspetti profili molto innovativi e di coerenza rispetto alle decisioni della Corte EDU che della Corte di Giustizia).



CONSULTA ONLINE

PERIODICO TELEMATICO ISSN 1971-9892

