

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Settembre-Dicembre 2018

5-6

RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	GIOVANNI FERRI, Università LUMSA
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S.C.	FRANCO FIORELISI, Università degli Studi "Roma Tre"
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi "Roma Tre"	FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	GUR HUBERMAN, Columbia University
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	PINA MURÉ, Sapienza - Università di Roma
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
RITA D'ECCLESIA, Sapienza - Università di Roma	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi del Molise
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
CARMINE DI NOIA, CONSOB	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
LUCA ENRIQUES, University of Oxford	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

GIORGIO DI GIORGIO (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Francesco Baldi, Alfonso Del Giudice, Vincenzo Formisano, Stefano Marzioni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito.

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

TANCREDI BIANCHI, FABRIZIO D'ASCENZO, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO',
CARLO SALVATORI, MARIO SARCINELLI, FRANCO VARETTO

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXXIV (NUOVA SERIE)

SETTEMBRE-DICEMBRE 2018 N. 5-6

SOMMARIO

Editoriale

- G. PARRILLO ICB: 70 anni al servizio della cultura bancaria guardando al futuro..... 3

Saggi

- N. RADIC' La relazione tra competizione e rischio nel mercato bancario giapponese 9

Contributi

- C. GIORGIANTONIO *Pension funds as providers*
Z. ROTONDI *of "patient" capital to SMEs*..... 23

Contributi - Sezione giovani

- G. CONTE L'enforcement del mercato finanziario italiano.
La Consob tra concentrazione dei poteri e giusto processo..... 41

Interventi

- ACF e sistema di regolazione dell'offerta di servizi di investimento
(*A. Genovese*) 69

- I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema
(*P. Angelini*) 79

Rubriche

- Gruppo bancario cooperativo al bivio tra sostenibilità ed etica
(*M. La Torre*) 97

- La crisis communication ai tempi dei social media: cosa cambia per una banca?
(*T. Luise*) 121

- Gli effetti delle sanzioni amministrative sulla performance delle Banche Popolari Italiane
(*P. Murè, M. Spallone*) 137

- Unlikely to Pay*: come evolverà il mercato?
(*M. Giannantonio*) 151

- Continua la crescita dei pagamenti elettronici ma il cammino verso una cashless society è ancora lungo
(*D. Bastianelli, K. Van Toorenburg, S. Pironi*) 165

- Bankpedia: Foreign debt overhang of developing countries
(*G. Aversa*) 171

Recensioni

- C. Oldani e J. Wouters (editors), *The G7, Anti-globalism and the Governance of Globalization*
(*R. Maserà*) 179

- Fabiano Colombini (editor), *Raising capital or improving risk management and efficiency?*
(*D. Curcio*) 181

- Elenco dei referees 187

- Indice dell'annata 2018 189

RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA

Rivista Bancaria - Minerva Bancaria è sorta nel 1936 dalla fusione fra le precedenti Rivista Bancaria e Minerva Bancaria. Dal 1945 - rinnovata completamente - la Rivista ha proseguito senza interruzioni l'attività di pubblicazione di saggi e articoli in tema di intermediazione bancaria e finanziaria, funzionamento e regolamentazione del sistema finanziario, economia e politica monetaria, mercati mobiliari e finanza in senso lato.

Particolare attenzione è dedicata a studi relativi al mercato finanziario italiano ed europeo.

La Rivista pubblica 6 numeri l'anno, con possibilità di avere numeri doppi.

Note per i collaboratori: *Gli articoli ordinari possono essere presentati in italiano o in inglese e devono essere frutto di ricerche originali e inedite. Ogni articolo viene sottoposto alla valutazione anonima di due referee selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*

*Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione cartacea) sul sito della rivista: www.rivistabancaria.it
Gli articoli dovranno essere corredati da una sintesi in italiano e in inglese, di massimo 150 parole. Per maggiori indicazioni sui criteri redazionali si rinvia al sito della Rivista.*

La Rivista ospita anche, periodicamente, interventi pubblici, atti di convegni patrocinati dalla Rivista stessa, dibattiti, saggi ad invito e rubriche dedicate. Questi lavori appaiono in formato diverso dagli articoli ordinari.

La responsabilità di quanto pubblicato è solo degli autori.

Gli autori riceveranno in omaggio tre copie della Rivista

Gli articoli possono essere sottomessi inviando una email al seguente indirizzo: redazione@rivistabancaria.it

Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

L'Istituto di Cultura Bancaria è un'associazione senza finalità di lucro fondata a Milano nel 1948 dalle maggiori banche dell'epoca allo scopo di diffondere la cultura bancaria e di provvedere alla pubblicazione della Rivista. La Rivista è stata diretta dal 1945 al 1974 da Ernesto d'Albergo e poi per un altro trentennio da Francesco Parrillo, fino al 2003. In questo secondo periodo, accanto alla trattazione scientifica dei problemi finanziari e monetari, la rivista ha rafforzato il suo ruolo di osservatorio attento e indipendente della complessa evoluzione economica e finanziaria del Paese. Giuseppe Murè, subentrato come direttore dal 2003 al 2008, ha posto particolare accento anche sui problemi organizzativi e sull'evoluzione strategica delle banche. Nel 2003, l'Istituto di Cultura Bancaria è stato dedicato alla memoria di Francesco Parrillo, alla cui eredità culturale esso si ispira.

Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.
presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa
Massimo, 29 - 00161 - Roma -
Fax +39 06 83700502
amministrazione@editriceminervabancaria.it

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 70% - Roma

Finito di stampare nel mese di dicembre 2018 presso Press Up, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

L'ENFORCEMENT DEL MERCATO FINANZIARIO ITALIANO LA CONSOB TRA CONCENTRAZIONE DEI POTERI E GIUSTO PROCESSO

GIANLUCA CONTE*

Sintesi

Il saggio esamina la disciplina del procedimento sanzionatorio della Consob dando particolare attenzione alle garanzie del soggetto sottoposto e analizzando il percorso dottrinale e giurisprudenziale che ha portato alle recenti modifiche regolamentari. In conclusione si espongono possibili prospettive di riforma della normativa, anche alla luce della nuova legislazione eurounitaria e della giurisprudenza della Corte EDU.

* Dottore in Giurisprudenza e partecipante alla nona edizione del Master in Diritto Penale d'Impresa Luiss, Praticante Avvocato presso lo Studio Legale Cerruti. Indirizzo mail: gianlo.conte@gmail.com

The Italian financial market's enforcement. The Consob between powers clustering and fair trial – Abstract

The essay examines the Consob's decision procedure by focusing on the person's guarantees and analysing the doctrinal and jurisprudential route that has led to the latest modification of the regulation. In conclusion there are possible reforming prospects, also in view of the new European Market Abuse Regulation and ECHR's case law.

Parole chiave: Consob, abusi di mercato, procedimento sanzionatorio, enforcement, giusto processo.

Codici JEL: K42; K22.

Keywords: financial market regulation, market abuse, law enforcement, proceeding, Consob.

1. Premessa

Con il presente articolo s'intende effettuare un'analisi critica dell'evoluzione normativa inerente il procedimento sanzionatorio della Consob in caso di abusi di mercato.

Tale approfondimento è divenuto ancor più necessario dopo che le sanzioni emesse dall'Autorità sono state ritenute sostanzialmente penali dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo nella nota sentenza *Grande Stevens c. Italia*.

L'ente deputato a emettere tali misure è la stessa Consob, con non pochi dubbi sul rispetto del tradizionale principio della separazione dei poteri in quanto l'Autorità già ricopre funzioni regolamentari e amministrative in materia. È infatti evidente che, nonostante la Commissione non eserciti una vera e propria giurisdizione, le sanzioni emesse nell'esercizio del suo potere decisorio possano incidere in maniera significativa sui diritti dei soggetti sottoposti al procedimento sanzionatorio.

Tale concentrazione di poteri, congiuntamente all'afflittività delle misure, impone di prestare particolare cura alle garanzie degli interessati dall'*iter* amministrativo partendo dai principi elaborati in materia di giusto processo. Ciò avverrà concentrandosi sulle elaborazioni dottrinali e giurisprudenziali che hanno contribuito a un'evoluzione normativa con un incremento dei diritti collocati a tutela dei soggetti sottoposti al procedimento sanzionatorio, con l'auspicio di fornire un minimo contributo ad una riforma stabilizzatrice della legislazione in tema di abusi di mercato.

2. I poteri della Consob: un inquadramento generale

In una fase storica caratterizzata dall'arretramento dello Stato, che passa sempre più da operatore a regolatore dei rapporti economici, con il compito di trovare il corretto punto di equilibrio tra interessi contrapposti di pari rilievo in un contesto di particolare complessità tecnico-economica, è nato il fenomeno delle cd. Autorità indipendenti¹.

Tali enti sono caratterizzati dal perseguimento di finalità pubbliche, dall'istituzione a iniziativa pubblica, dal carattere pubblicistico dei poteri conferiti, dalla supremazia rispetto alle attività privatistiche, dal finanziamento pubblico, dall'inserimento in quadro organizzativo che, nonostante sia costruito

1 CARINGELLA F., *Manuale di diritto amministrativo*, Milano, 2010

su un rapporto di garantita indipendenza, rimane di matrice spiccatamente pubblicistica².

Tuttavia, ricoprendo una funzione di bilanciamento e arbitrariato tra i vari interessi in gioco, si può affermare che nell'esercizio della loro attività tali enti si ispirino soprattutto al principio di neutralità più che a quello di imparzialità di cui all'art. 97 Cost., tipico della pubblica amministrazione. Nell'esercizio di tali funzioni è attribuito alle Autorità indipendenti un rilevante spazio operativo: sono infatti dotate di poteri normativi, regolatori, di controllo e monitoraggio, di accertamento, di preventiva risoluzione e infine sanzionatori³.

Queste attribuzioni così ampie e atipiche in relazione a una pubblica amministrazione, l'indipendenza dal potere esecutivo e l'assenza di una vera e propria responsabilità politica avevano indotto autorevole dottrina a riconoscere alle *authorities* una natura sostanzialmente giurisdizionale⁴, tuttavia sia la Corte di Cassazione che il Consiglio di Stato hanno affermato che le menzionate deviazioni funzionali non permettono di escludere la natura amministrativa delle Autorità⁵.

All'interno di questo quadro normativo il legislatore ha scelto di affidare la tutela del risparmio alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob). Questo compito viene portato avanti attraverso la vigilanza sulla trasparenza dei mercati finanziari e sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni, sulla correttezza e sulla trasparenza del comportamento degli intermediari finanziari e sulla trasparenza ed efficienza del mercato dei capitali e del mercato del controllo societario.

Oggi l'Autorità ha poteri di regolazione, autorizzazione, controllo, vigilanza, sanzionatori e di accertamento. Tali potestà sono state costantemente ridefinite e ampliate dalla sua fondazione nel 1974, tanto da poter parlare di ben quattro fasi della Consob⁶. D'altronde lo stesso concetto di risparmio si è evoluto nel tempo: si è passato da quello a "rischio zero", così come inteso dal costituente del 1946 o richiamato dalla Corte Costituzionale nella sentenza 123 del 1976, all'odierna concezione in cui assume caratteri di maggiore aleatorietà e complessità. Ciò comporta che l'azione dello Stato non può azzerare il rischio garantendo il rimborso del capitale ma deve far sì che l'investitore

2 Cons. St., Sez. VI, dec. n. 397/1973

NOTARO D., *Autorità indipendenti e norma penale. La crisi del principio di legalità nello Stato policentrico*, Torino, 2010

3 CLARICH M., *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, in *Banca, impresa e società*, 2003

4 CASSESE S., *Poteri indipendenti, Stati, relazioni ultrastatali*, in *Foro it.*, 1996; PEREZ R., *Autorità indipendenti e tutela dei diritti*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1996

5 Cass., sez. I civ., 20 maggio 2002 n. 7341, in *Foro it.*, 2002; Cons. St., sez. VI, 12 febbraio 2001, n. 652

6 MANETTI M., *Le autorità indipendenti*, Bologna, 2007; LA SPINA A., CAVATORTO S., *Le Autorità indipendenti*, Bologna, 2008

possa fondare le sue aspettative e decisioni sulla base di informazioni corrette, avendo fiducia nell'integrità e trasparenza del mercato e dei suoi operatori; garantendo questi elementi attraverso l'operato della Consob si tutela in via mediata il risparmio⁷.

In tema di abusi di mercato le peculiarità del mercato finanziario, che si denotano per complessità tecnica e delicatezza degli interventi, richiedono tempi di risposta fisiologicamente ridotti con necessarie capacità di indagine e di intervento che giustificano l'attribuzione di poteri autonomi alla Consob, sia sul piano investigativo che su quello regolamentare⁸.

Nell'esercizio della potestà regolamentare la Consob può adottare provvedimenti generali e astratti inerenti le numerose materie devolute dalla normativa primaria. Ciò può stridere con il rispetto del principio di legalità sostanziale, non particolarmente quando l'Autorità effettua una mera specificazione tecnica di aspetti disciplinati da norme primarie generali, ma soprattutto quando invece pone in essere una vera e propria integrazione tecnica di disposizioni che trovano nella fonte primaria soltanto generiche enunciazioni di principio⁹.

Al fine di attenuare l'assenza di legittimazione politico-rappresentativa nell'attività di regolamentazione sono posti a carico della Consob obblighi di:

- i) motivazione di tali atti, intesa come una giustificazione qualificata in ordine alle scelte di regolazione e vigilanza del settore o delle materie designate;
- ii) consultazione, da effettuarsi con riguardo a tutti i potenziali interessati e non solo a favore dei degli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei consumatori, al fine di stabilire una regolamentazione partecipata;
- iii) rispetto del principio di proporzionalità, scegliendo l'opzione che per realizzare le finalità della disciplina comporti i minori oneri per le imprese e gli operatori.

Anche l'attività di interpretazione delle norme di settore presenta affinità con la potestà regolamentare per la capacità di influenzare i soggetti vigilati. In questo caso quello che spesso è l'autore della regola tende a coincidere con il suo interprete principale: il diritto vivente degli intermediari del mercato mobiliare è infatti prevalentemente formato dallo stesso regolatore con esiti paradossali per il rispetto del principio della separazione dei poteri.

7 SGUBBI F., *Il risparmio come oggetto di tutela penale* in *Giur. Comm.* 2005

8 MUCCIARELLI F., *Primato della giurisdizione e diritto economico sanzionatorio: a proposito di market abuse*, in *Dir. pen. proc.* 2006 p. 139 e ss.

9 CLARICH M., *Le autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005

Le attribuzioni dei poteri di accertamento di violazioni della normativa sugli abusi di mercato sono notevolmente aumentate sotto la spinta della legislazione comunitaria, che ha posto le *Authorities* al centro dell'attività di vigilanza dei mercati finanziari degli stati europei, e delle leggi nn. 62 e 262 del 2005, che hanno dotato la Consob di specifici e incisivi poteri, anche di indagine, elencati nell'art. 187-*octies* del TUF¹⁰.

Tali poteri sono classificabili in tre categorie¹¹:

- i) quelli immediatamente esercitabili da parte della Consob: richiedere notizie, dati o documenti sotto qualsiasi forma, anche alle pubbliche amministrazioni in deroga ai divieti stabiliti dall'art. 25 primo comma del d. lgs. 196/2003, stabilendo il termine per la relativa comunicazione; procedere ad audizioni personali; adottare provvedimenti cautelari patrimoniali ed ingiuntivi.
- ii) quelli il cui esercizio è subordinato all'autorizzazione del p.m. in caso di coinvolgimento di soggetti diversi da quelli sottoposti alla vigilanza istituzionale della Consob: richiedere le registrazioni telefoniche esistenti stabilendo il termine per la relativa comunicazione; procedere a ispezioni; richiedere la comunicazione di dati personali rientranti nei generali divieti di comunicazione e diffusione *ex art.* 25 primo comma del d. lgs. 196 del 2003.
- iii) i poteri loro assoggettati ad una riserva assoluta di giurisdizione, il cui esercizio è in ogni caso subordinato all'autorizzazione del p.m: procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca ai sensi dell'art. 187-*sexies* TUF, nonché alle perquisizioni, e infine di chiedere l'acquisizione presso il fornitore dei dati relativi al traffico di telecomunicazioni tutelate dal codice in materia di protezione dei dati personali¹².

Nella prospettiva comunitaria e nazionale di implementazione dei livelli di tutela degli investitori e di rafforzamento dei poteri dell'Autorità di vigilanza la legge n. 62 del 2005 ha infine affiancato ai poteri regolatori e di accertamento anche quelli sanzionatori, devolvendole la facoltà di irrogare sanzioni per gli illeciti amministrativi di abuso di mercato e altre materie, precedentemente affidate al Ministero dell'Economia.

10 DE MARI M., *I nuovi poteri della Consob e la vigilanza sull'attività d'intermediazione mobiliare*, in *Soc.* 7/2009; AMOROSINO S., *Funzioni e poteri della Consob "nouvelle"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008 p. 138 e ss

11 GASPARRI G., *Art. 187-octies*, in FRATINI M.-GASPARRI G. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012

12 CARDIA L., *Il nuovo ruolo della Consob nel nuovo assetto legislativo: attività di vigilanza e attività di prevenzione*, Milano, 2006; FONDAROLI D., *La Consob e gli abusi di mercato*, in SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2013

La commistione di ruoli risultante dalla concentrazione di queste tre categorie di poteri in capo al medesimo soggetto, reso simile ad un Leviatano¹³, non può che suscitare delle perplessità e rende opportuna un'attenta analisi dell'*iter* sanzionatorio, riservando particolare attenzione alle garanzie poste a tutela del soggetto sottoposto al procedimento.

3. Gli artt. 187-septies e 195 del Testo Unico della Finanza

L'attività di contrasto agli abusi di mercato può essere suddivisa in due fasi preliminari, la *detection* e l'*investigation*¹⁴, dal cui esito dipenderà l'attivazione dell'*enforcement*, per accertare le responsabilità e irrogare sanzioni. A causa della quasi sovrapposibilità delle ipotesi di illecito penale e amministrativo si ha spesso a che fare con un "doppio *enforcement*" e due conseguenti procedimenti, uno dinanzi la Consob stessa e l'altro, nel caso in cui emergano elementi che facciano presupporre l'esistenza di un reato, davanti l'autorità giudiziaria su eventuale input del Presidente dell'Autorità che trasmette una relazione motivata contenente la documentazione raccolta nello svolgimento dell'attività di accertamento¹⁵.

L'*iter* sanzionatorio dinanzi la Consob è regolato da una pluralità di fonti normative di diverso rango: la legge n. 689 del 1981, gli artt. 187-septies e 195 del TUF introdotti e modificati dalle leggi nn. 62 e 262 del 2005 e i regolamenti di dettaglio emessi dalla Consob succedutisi negli anni.

Nonostante le similarità con l'attività giurisdizionale il procedimento sanzionatorio dinanzi l'Autorità va ricondotto alla categoria dei procedimenti amministrativi. Lo si può affermare considerando le terminologie usate dal legislatore e soprattutto tenendo conto della partecipazione della Consob all'eventuale successivo giudizio dinanzi alla Corte di Appello in veste di parte, rendendo in tal modo impossibile qualificarla come un giudice di primo grado sulla base di evidenti contraddizioni logico-sistematiche. Bisogna altresì valutare la collocazione istituzionale dell'Autorità che, nonostante abbia ampi margini di indipendenza rispetto al resto della pubblica amministrazione, è pur sempre un organismo estraneo all'ordine giudiziario con diversi criteri di

13 DE MARI M., I "nuovi" poteri della Consob e la vigilanza sull'attività di intermediazione mobiliare, in *Le Società*, 2009

14 Per un approfondimento delle prime due fasi si rinvia a PORTIOLI G., *I poteri della Consob nella fase di accertamento delle violazioni amministrative in materia di abusi di mercato*, relazione al Convegno «Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato», Milano, 5 febbraio 2007

15 Art. 187-decies TUF

designazione dei suoi componenti¹⁶.

Pur partendo da questa premessa, in virtù della particolare afflittività delle sanzioni (tanto da far rientrare la materia in esame nella categoria penale secondo la Corte EDU, *infra*) e in coerenza con una sempre più marcata e generale tendenza a giurisdizionalizzare i caratteri fondamentali del procedimento amministrativo punitivo, il legislatore ha posto una serie di principi a garanzia dei soggetti interessati dall'iniziativa sanzionatoria dell'Autorità¹⁷.

Nel primo comma dell'art. 195 TUF si stabilisce l'obbligo di motivazione del provvedimento e della contestazione dell'addebito entro 180 giorni, 360 se l'interessato risiede all'estero. Il contenuto minimo della motivazione va individuato in funzione dello scopo della stessa, quello di consentire all'ingiunto la tutela dei suoi diritti mediante l'opposizione. Tale obbligo deve considerarsi adempiuto quando dal provvedimento risulti la violazione addebitata in modo che l'interessato possa far valere le sue ragioni e il giudice sia messo in condizione di esercitare il controllo che a lui compete, sia in fatto che in diritto¹⁸. Anche l'obbligo di contestazione dell'addebito entro un termine prefissato è funzionale al diritto di difesa per permettere all'accusato di poter efficacemente controbattere alle tesi dell'accusa.

Nel secondo comma dell'art. 195 invece si statuisce che il procedimento sanzionatorio è retto dai principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione e della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie. L'enunciazione di tali principi potrebbe suggerire che, richiamando categorie del diritto processuale penale, l'*iter* instaurato dalla Consob assuma connotati prevalentemente accusatori. Anche in questa tipologia di procedimento, nonostante la natura amministrativa, l'interessato deve esser messo in condizione di difendersi, e per farlo necessita di conoscere ciò di cui è accusato e il relativo impianto probatorio. Inoltre il richiamo al principio del contraddittorio presente nella disposizione può significare qualcosa in più: oltre a garantire il diritto alla difesa, sembra voler implicare anche che il soggetto sottoposto possa interagire con l'accusa secondo una modalità destinata a connotare in termini dialettici l'accertamento e a conformarsi a un principio generale dei procedimenti accusatori per cui spetta all'accusato l'ultima parola prima che la procedura si concluda.

Infine la scelta di separare le competenze istruttorie da quelle decisorie segnala la tendenza ad accentuare, già nell'ambito dello stesso procedimento amministrativo, la terzietà dell'organo chiamato ad assumere il provvedimen-

16 RORDORF R., *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari* in Soc. 8/2010

17 FRATINI M., *Art. 195*, in FRATINI M.-GASPARRI G. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012

18 Cass. 22 luglio 2008, n. 20189 e 13 gennaio 2005 n. 519

to conclusivo. Questa è la naturale conseguenza del principio del contraddittorio calato in un procedimento improntato alla dialettica tra parti contrapposte, col quale mal si concilierebbe la, sia pur parziale, identificazione di chi è chiamato a decidere con una delle parti¹⁹.

Bisogna tuttavia evidenziare che nel susseguirsi dei regolamenti attuativi emessi dalla Consob i principi fin qui enunciati si sono particolarmente impoveriti, diventando una pallida rappresentazione delle garanzie necessarie con una procedura in cui prevalgono caratteri tipicamente inquisitori²⁰.

4. Il procedimento sanzionatorio

Già nel primo regolamento, attuato con le delibere nn. 15086 e 15131 del 2005, si potevano ravvisare degli elementi di criticità: l'*iter* sanzionatorio prevedeva una fase preliminare, prodromica ed esterna rispetto allo svolgimento del successivo ed eventuale procedimento sanzionatorio, una propriamente istruttoria, una dinanzi all'Ufficio Sanzioni Amministrative e, infine, una decisoria presso la Commissione stessa, deputata ad assumere il provvedimento finale. La dottrina aveva sollevato delle critiche sull'effettività delle garanzie poste a tutela del soggetto interessato dal procedimento a causa dell'impossibilità di confrontarsi con l'Ufficio Sanzioni Amministrative e di effettuare le proprie difese durante la fase decisoria dinanzi la Commissione e per l'assenza di qualsiasi previsione formale che consentisse di richiedere un'audizione presso gli organi inquirenti e decidenti²¹.

In seguito a un'analisi dei casi condotti con le relative tempistiche, nonché al consueto procedimento di consultazione pubblica, la Consob con la delibera n. 18750 del 2013 ha adottato il nuovo regolamento sul procedimento sanzionatorio. L'Autorità, pur ritenendo che il precedente modello avesse dato buona prova di sé, ha ritenuto opportuno ridurre la durata del procedimento, in quanto tempi eccessivamente lunghi avrebbero determinato una disfunzione sul piano dell'efficienza amministrativa e un potenziale danno per i soggetti coinvolti e per il diritto degli stessi di vedere concluso il procedimento che li riguarda in tempi ragionevolmente contenuti. Inoltre la diminuzione dei

19 RORDORF R., *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari* in Soc. 8/2010

20 TORCHIA L., *Il potere sanzionatorio della Consob dinanzi alle corti europee e nazionali*, relazione al Convegno su "Le Autorità amministrative indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello di vigilanza e regolazione dei mercati"

21 Per un esame più approfondito si rimanda a: TROISE MANGONI W., *Il potere sanzionatorio della Consob. Profili procedurali e strumentalità rispetto alla funzione regolatoria*, Milano, 2012; FRATINI M. (a cura di), *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, Padova, 2011

tempi è funzionale ad aumentare l'efficacia deterrente delle sanzioni, perché, secondo la Consob, l'efficacia di queste misure è maggiore quando la loro irrogazione è temporalmente prossima, secondo un criterio di ragionevolezza e proporzionalità, alla contestazione dei fatti illeciti. L'Autorità ha provveduto a una riduzione dei termini, abolendo la precedente articolazione in due fasi della parte istruttoria del procedimento sanzionatorio, prevedendo invece un modulo istruttoria a fase 'unica'. In particolare, ha ritenuto opportuno attribuire la titolarità della competenza della fase istruttoria al solo Ufficio Sanzioni Amministrative, dinanzi al quale è concentrato il contraddittorio con le parti interessate dal procedimento e nell'ambito del quale, sempre secondo la Consob, è assicurato alle stesse il pieno esercizio dei diritti di difesa previsti dall'ordinamento²².

In questa versione del regolamento il procedimento sanzionatorio può essere suddiviso in due fasi: l'accertamento e la decisione.

Prima di questi due momenti si svolge l'attività preistruttoria con un'ampiezza variabile a seconda del caso concreto, la notizia dell'eventuale illecito può provenire da un'autonoma attività di indagine della Consob, da un'informativa di una Procura della Repubblica o infine da un'esposto-denuncia di un privato. In quest'ultimo caso l'Autorità ha il dovere di procedere ad una sommaria delibazione dei fatti prospettati nella stessa al fine di valutare l'opportunità di attivare un'istruttoria, senza tuttavia imporre uno specifico onere di risposta al segnalante²³. Il Presidente della Consob sovrintende l'attività istruttoria: sulla base di criteri determinati dalla Commissione e su proposta del responsabile del procedimento designa il personale incaricato di acquisire informazioni per esigenze istruttorie, mentre con il parere dei responsabili delle divisioni competenti per materia dispone, anche nei confronti dei soggetti vigilati, l'utilizzo dei poteri ispettivi e di quelli previsti dall'art. 187-*octies*²⁴.

La fase dell'accertamento inizia con la contestazione formale degli addebiti, ossia la comunicazione degli estremi della violazione comprensiva dell'esplicitazione degli elementi essenziali della condotta, e rappresenta una condizione di validità dell'intero procedimento²⁵. Mediante tale atto si instaura

22 Relazione per l'anno 2013 Consob pg. 280

23 TROISE MANGONI W., *Il potere sanzionatorio della Consob. Profili procedurali e strumentalità rispetto alla funzione regolatoria*, Milano, 2012

24 FRATINI M. (a cura di), *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, Padova, 2011

25 Ai sensi dell'art. 4 terzo comma della delibera 18750 del 2013 la lettera di contestazione degli addebiti contiene: il riferimento all'attività di vigilanza, alle eventuali verifiche ispettive o alla documentazione comunque acquisita dalla quale sia emersa la violazione; la descrizione della violazione; l'indicazione delle disposizioni violate e delle relative norme sanzionatorie; l'indicazione dell'unità organizzativa responsabile del procedimento; l'indicazione dell'unità organizzativa presso la quale può essere presa visione ed estratta copia dei documenti istruttori e le modalità di presentazione della relativa istanza; l'indicazione della facoltà per i soggetti destinatari delle conte-

il contraddittorio con la parte privata, ponendola in condizione di conoscere quali siano gli addebiti contestati e sviluppare le conseguenti argomentazioni difensive, cristallizzando definitivamente l'oggetto del procedimento. Tutta l'attività svolta prima di questo momento, particolarmente importante in quanto oltre alla raccolta degli elementi di fatto si impostano i profili giuridici della materia del contendere, viene svolta senza la partecipazione del soggetto sottoposto al procedimento. Anche per questo motivo, con il fine di tutelare il suo diritto di difesa, il legislatore ha posto il termine di 180 giorni dall'accertamento della violazione entro cui effettuare la contestazione²⁶.

Individuare il momento in cui tale termine inizia a trascorrere può non essere facile, con la vigenza della normativa *ante* 2005 secondo le S.U. della Cassazione decorre dal momento in cui la Commissione, in composizione collegiale, compiute le attività ispettive, è ragionevolmente in grado di adottare le decisioni di sua competenza, senza che si possa tener conto di ingiustificati ritardi, derivanti da disfunzioni burocratiche o artificiose protrazioni nello svolgimento dei compiti assegnati²⁷. Nonostante i cambiamenti normativi susseguitesi nei tempi e le critiche dottrinali per lo stato di notevole incertezza conseguente a questo orientamento²⁸, tale principio di diritto è ancora condiviso dalla giurisprudenza che lo rilegge sostituendo la Commissione con il soggetto competente ad adottare la decisione di avvio della procedura²⁹.

Entro trenta giorni dalla notifica della lettera di contestazione la persona sottoposta a procedimento amministrativo può esercitare il suo diritto alla difesa dinanzi l'Ufficio Sanzioni Amministrative mediante la presentazione di deduzioni scritte e documenti, accedendo agli atti e richiedendo un'audizione personale in merito agli addebiti contestati.

Dopo le attività difensive l'Ufficio procede alla valutazione della documentazione del procedimento sanzionatorio con la facoltà di chiedere alla divisione che ha formulato le contestazioni, nonché ad ogni altra unità organizzativa il cui supporto sia ritenuto utile, una relazione tecnica sulle difese svolte dai destinatari della lettera di contestazione degli addebiti e su ogni altro aspetto meritevole di approfondimento. All'esito di tale esame l'Ufficio Sanzioni

stazioni di presentare eventuali deduzioni e documenti, nonché di chiedere l'audizione personale nel termine di trenta giorni; l'indicazione della casella di posta elettronica certificata (PEC) presso la quale effettuare le comunicazioni relative al procedimento sanzionatorio; l'invito a comunicare con il primo atto utile l'eventuale casella di posta elettronica certificata (PEC) presso la quale il soggetto interessato intende ricevere le comunicazioni e le notificazioni relative al procedimento sanzionatorio.

26 CAMILLI E.L.- CLARICH M., *Il procedimento sanzionatorio della Consob sotto il riflettore della Corte di Cassazione*, in *Giur. Comm.* 2007

27 S.U. Cass civ. 9 marzo 2007 n. 5395, in *Giur. Comm.* 2007

28 RORDORF R., *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti*

29 FRATINI M. (a cura di), *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, Padova, 2011

Amministrative predisporre una relazione in cui formula proposte motivate in merito alla sussistenza della violazione contestata e alla quantificazione della relativa sanzione ovvero in merito all'archiviazione trasmettendola alla Commissione.

Durante la fase decisoria la Commissione, senza la previsione di alcun tipo di contraddittorio e sulla base degli atti raccolti durante la precedente fase istruttoria, valuta l'esistenza dell'illecito e la relativa sanzione da irrogare con tre possibili decisioni:

- l'Autorità ritiene integrato l'illecito e applica con provvedimento motivato la sanzione a cui viene data evidenza mediante la pubblicazione per estratto della delibera sul bollettino Consob;
- non ritiene integrato alcun illecito e dispone l'archiviazione del procedimento;
- se ritiene che sussista un illecito, ma valuti che non rientri in una fattispecie per cui le è attribuito uno specifico potere di *enforcement*, propone l'applicazione di una misura sanzionatoria di competenza di un'altra amministrazione o autorità.

Il provvedimento sanzionatorio della Consob ha efficacia di titolo esecutivo e può essere oggetto di opposizione tramite ricorso alla Corte d'appello³⁰ nella cui circoscrizione ha sede legale o residenza l'opponente che, nel caso in cui ricorrano gravi motivi, sospende l'esecuzione del provvedimento.

L'analisi del regolamento rende evidenti le problematiche relative ai principi richiamati dall'art. 195 TUF.

La dottrina maggioritaria ha rinvenuto una violazione dei principi del contraddittorio e della conoscenza degli atti istruttori, lo si può dedurre dall'assenza di una previsione che attribuisca al soggetto interessato la facoltà di replicare alla relazione dell'USA, immediatamente prodromica all'assunzione della decisione finale da parte della Commissione e in cui potrebbero esservi valutazioni non necessariamente oggetto di confronto nella fase istruttoria³¹.

30 Con la sentenza numero 162 del 2012 la Corte Costituzionale ha ritenuto incostituzionale la scelta operata con il decreto legislativo 104 del 2010 di affidare il giudizio di opposizione al giudice amministrativo perché «si deve escludere l'irrogazione delle sanzioni da parte della Consob sia espressione di una mera discrezionalità amministrativa, unitamente alla considerazione che tali sanzioni possono essere sia di natura pecuniaria, sia di tenore interdittivo (giungendo persino ad incidere sulla possibilità che il soggetto sanzionato continui ad esercitare l'attività di impresa», reintroducendo in tal modo la disciplina previgente che aveva affidato la giurisdizione alla corte di appello.

31 TROISE MANGONI W., *Procedimento sanzionatorio condotto dalla Consob e garanzia del contraddittorio: profili evolutivi anche alla luce della recente giurisprudenza interna e sovranazionale*, in *Dir. Proc. Amm.* 2/2015; *Osservazioni al documento di consultazione relativo al regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob*, 2013 in www.consob.it; *Il potere sanzionatorio della Consob. Profili procedurali e strumentalità rispetto alla funzione regolatoria*, Milano, 2012;

Considerando il contraddittorio come garanzia di uno scrupoloso accertamento dei fatti si ritiene che debba valere sia nella fase istruttoria sia, a maggiore ragione, in quella decisoria: occorre poter replicare agli addebiti per influire sul convincimento dell'Autorità e permettere al giudice dell'impugnazione di avere una visuale più completa possibile³².

La giurisprudenza chiamata a pronunciarsi sul tema si è discostata da queste posizioni dottrinarie affermando che il contraddittorio - e il diritto di difesa - nella fase amministrativa resti incentrato sul fatto, individuato in tutte le circostanze concrete che valgano a caratterizzarlo e siano rilevanti ai fini della pronuncia del provvedimento finale, facendo così rientrare l'*iter* sanzionatorio nell'alveo dei procedimenti amministrativi in cui il contraddittorio va declinato più secondo lo schema della partecipazione che del diritto di difesa³³.

Tuttavia la Cassazione non ha tenuto conto che il principio della partecipazione mira a contribuire alla formazione delle decisioni delle autorità amministrative affinché si conoscano meglio gli interessi coinvolti con le rispettive posizioni non necessariamente contrapposte, cosa che non avviene nel caso del contraddittorio che invece si svolge tra posizioni ontologicamente antagoniste. Nel caso del procedimento sanzionatorio della Consob, pur non essendo dinanzi ad un organo giurisdizionale, vi sono dei veri e propri giudizi tra parti contrapposte con l'esercizio di poteri coercitivi da parte dell'Autorità. Per questo è indispensabile l'esercizio di un vero e proprio diritto di difesa, da ritenere prevalente anche sull'interesse pubblico all'esercizio della potestà sanzionatoria e la sua efficienza³⁴.

Analizzando il regolamento parte della dottrina ha altresì evidenziato un altro elemento problematico: la sua divergenza con l'enunciazione del principio della distinzione delle funzioni istruttorie e decisorie stabilito negli artt. 187-*septies* e 195 TUF. Infatti, nonostante la Commissione non partecipi alla fase preliminare del procedimento, affidandole la decisione sull'irrogazione della sanzione si può intravedere il rischio che la stessa tenda a conformarsi alle posizioni assunte precedentemente dai suoi stessi funzionari³⁵.

Secondo un altro orientamento il carattere autarchico della procedura sanzionatoria non lede le esigenze di difesa del soggetto interessato perché la Commissione è libera di decidere in piena autonomia sulla scorta degli

32 ZUCCONI GALLI FONSECA E., *Il contraddittorio davanti alle autorità amministrative indipendenti e la legittimazione ad impugnare i loro provvedimenti*, in *Giur. comm.* 2009

33 Cass. SS. U. 2009 n. 20935

FRATINI M., *Art. 195*

34 SATTA F., *Contraddittorio e partecipazione nel procedimento amministrativo*, in *Dir. Amm.* 2010; ZUCCONI GALLI FONSECA E. *Op. cit.*

35 D'ALESSANDRO F., *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014

elementi raccolti durante la fase istruttoria, con una cesura tra il momento di raccolta degli elementi e il loro apprezzamento, condotto con piena autonomia decisionale senza condizionamenti e senza che la Commissione sia intervenuta durante la fase istruttoria³⁶.

La giurisprudenza di merito ritiene inoltre che i poteri di impulso e cautelari del Presidente della Consob non inficino sull'imparzialità del giudizio della Commissione. Secondo i Giudici si tratta di piani totalmente diversi, ispirati gli uni ad esigenze di cautela, controllo, vigilanza, e gli altri al principio di imparzialità e buon andamento della pubblica amministrazione. A ciò si aggiunga che la distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione concerne solamente il procedimento sanzionatorio³⁷. Questo indirizzo non ha convinto la dottrina secondo cui la terzietà del Presidente può essere inficiata dall'aver preso precedentemente contezza dell'oggetto dell'addebito formandosi un'opinione sul punto e ritiene che l'unico modo per sanare il contrasto con il principio di separazione delle funzioni sia attribuirgli un ruolo di mero controllo formale e di valutazione sulla regolarità procedimentale nella fase ispettiva³⁸.

5. La violazione dell'art. 6 CEDU e la sentenza Grande Stevens

Le criticità del regolamento illustrate nel precedente paragrafo hanno portato a ritenere che il procedimento sanzionatorio avrebbe potuto violare l'articolo 6 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo che sancisce lo standard minimo dei diritti posti a tutela della persona durante l'esercizio della giurisdizione di uno Stato firmatario³⁹.

La Corte Edu ha valutato la conformità del regolamento sul procedimento con l'art. 6 della Convenzione nel processo *Grande Stevens c. Italia* in cui i ricorrenti, oltre alla violazione dell'art. 4 prot. 7 sul divieto di *ne bis in idem*, hanno lamentato la violazione dei principi inerenti al giusto processo. Nello specifico per la non equità del procedimento sanzionatorio della Consob, l'assenza delle condizioni di imparzialità ed indipendenza dell'organo giudicante e la mancata opportunità di adire un tribunale di piena giurisdizione per la

36 FRATINI M., *Art. 195*

37 App. Torino 12.05.2009

38 RORDORF R., *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari* in *Soc. 8/2010 e Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Soc. 7/2005*; SEMINARA S., *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2006; MUCCIARELLI F., *Primato della giurisdizione e diritto economico sanzionatorio: a proposito di market abuse*, in *Dir. pen. proc.* 2006

39 Per maggiori informazioni sull'art. 6 CEDU si rinvia ad *Art. 6* in BARTOLE S.- DE SENA P.-ZAGREBELSKY V., *Commentario breve alla convenzione europea dei diritti dell'uomo*, Padova, 2012

valutazione dell'operato della Commissione.

Alla luce dei cd. "*Engel criteria*"⁴⁰, e considerando in particolare l'importo elevato delle misure pecuniarie inflitte e l'afflittività di quelle previste dagli artt. 187-*bis* e ss., la Corte ritiene che le sanzioni rientrino nell'ambito della materia penale con un'applicazione dell'art. 6 nella sua accezione più ampia⁴¹ a causa della loro severità e perché mirano essenzialmente a punire per impedire la recidiva perseguendo uno scopo preventivo.

Esaminando il regolamento la Corte ha riscontrato una serie di criticità:

- il rapporto che conteneva le conclusioni dell'ufficio sanzioni, destinato a servire poi da base alla decisione della commissione, non è stato comunicato ai ricorrenti che non hanno avuto la possibilità di difendersi rispetto al documento sottoposto dagli organi investigativi della Consob all'organo incaricato di decidere sulla fondatezza delle accuse⁴²;
- nonostante lo svolgimento di un'udienza pubblica costituisca un principio fondamentale sancito dall'articolo 6, il procedimento dinanzi alla Consob era essenzialmente scritto e i ricorrenti non potevano partecipare all'unica riunione tenuta dalla commissione⁴³;
- 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. Ciò si esprime nel consecutivo esercizio di funzioni di indagine e di giudizio in seno ad una stessa istituzione e, in materia penale, tale cumulo non è compatibile con le esigenze di imparzialità richieste dall'articolo 6⁴⁴.

Tuttavia proprio queste criticità portano la Corte a escludere alla radice che la Consob possa essere qualificata come giudice, ritenendola invece un'autorità amministrativa che, richiamando la sentenza *Menarini Diagnostics c. Italia* del 21 settembre 2011, può irrogare una "pena" purché vi sia la possibilità di un successivo controllo da parte di un organo giudiziario di piena giurisdizione sulla decisione⁴⁵. Per rientrare in tale categoria il giudice deve essere competente a decidere su tutte le questioni di fatto e di diritto rilevanti per la controversia per cui viene adito con il potere di riformare in ogni modo

40 Tali criteri, alternativi e non cumulativi, sono stati sanciti dalla Corte EDU nella sentenza *Engel (e altri) vs. Paesi Bassi* del 8/6/76 al fine di pervenire ad una nozione di "materia penale" uniforme a tutti gli stati firmatari e che prescindano dalla sola categorizzazione nazionale. Sono: la qualificazione giuridico formale dell'infrazione secondo il diritto interno, la natura della stessa e la gravità della sanzione irrogata.

41 Corte europea dei diritti dell'uomo, sez. II, sent. 4 marzo 2014, *Grande Stevens (e altri) vs. Italia* § 94-101

42 Corte europea dei diritti dell'uomo, sez. II, sent. 4 marzo 2014, *Grande Stevens (e altri) vs. Italia* § 117

43 Corte europea dei diritti dell'uomo, sez. II, sent. 4 marzo 2014, *Grande Stevens (e altri) vs. Italia* § 118

44 Corte europea dei diritti dell'uomo, sez. II, sent. 4 marzo 2014, *Grande Stevens (e altri) vs. Italia* § 137

45 ZAGREBELSKY V., *Le sanzioni Consob, l'equo processo e il ne bis in idem nella Cedue*, in *Giur. It.* 2014

il provvedimento reso da un organo di grado inferiore⁴⁶.

La Cedu valuta quindi se nel caso *Grande Stevens* la Corte d'Appello di Torino e la Corte di Cassazione si possano considerare «*organes judiciaires de pleine jurisdiction*» in base alla giurisprudenza europea. Per quanto riguarda la seconda la Corte osserva che, nonostante dinanzi al Supremo Collegio si sia tenuta un'udienza pubblica, trattandosi di un giudizio di sola legittimità e non di merito non soddisfa i requisiti della Convenzione. Nel giudizio presso la Corte di Appello, investita di un giudizio pieno, l'assenza di un'udienza pubblica fa ritenere alla Cedu che non sia stato pienamente garantito il diritto alla difesa dei soggetti sanzionati, con la conseguente violazione dell'art. 6 in riferimento al procedimento nella sua interezza.

Particolarmente interessante è la rigorosa *dissenting opinion* dei Giudici Pinto de Albuquerque e Karakas in cui si sostiene che il diritto alla difesa non sia stato violato solo a causa di una formalità come l'assenza di un'udienza pubblica⁴⁷. I due magistrati affermano che la Consob in quanto "Commissione" è ben lungi dall'essere un organo imparziale e indipendente dai servizi istruttori e sanzionatori dell'Ufficio Sanzioni Amministrative. A tale fondamentale mancanza sistemica del procedimento amministrativo si aggiunge una grave disuguaglianza fra le parti, in cui l'accusa ha avuto il diritto di parola dinanzi alla Commissione senza alcuna possibilità di difesa o replica per i ricorrenti. Per completare il quadro, Karakas e Pinto scrivono che nel caso esaminato è realmente scioccante la totale assenza di esame in contraddittorio degli elementi di prova confutati e relativi a fatti cruciali nel contesto di un'udienza in tribunale.

Le critiche dei Giudici dissenzienti sono state condivise da parte della dottrina italiana che ha ritenuto la decisione della Cedu «assai poco soddisfacente» giacché lascia nell'interprete il dubbio che, ragionando *a contrariis*, l'Italia avrebbe potuto evitare la condanna qualora fosse stata celebrata un'udienza pubblica durante il giudizio di opposizione dinanzi la Corte di Appello. Così, tuttavia, sarebbero stati obliterati tutti i profili di criticità che affliggono il procedimento sanzionatorio della Consob e che a ben vedere frustano molto più profondamente i diritti e le garanzie riconosciuti dalla Convenzione di Roma⁴⁸.

46 Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, sez. II sent. 27 settembre 2011, *Menarini Diagnostics vs. Italia*, § 59

47 VENTORUZZO M., *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia* in *Riv. Soc.* 2014

48 D'ALESSANDRO F., *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, in *Dir. pen. proc.* 2014; ALESSANDRI A., *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.* 5/2014; MANETTI M., *Il paradosso della Corte EDU, che promuove la Consob (benché non sia imparziale) e blocca il giudice penale nel perseguimento dei reati di market abuse*, in *Giur. cost.* 2014

Tali perplessità sono sostenute anche dai dubbi sull'effettività della *full jurisdiction* posta in essere dalla Corte di Appello; almeno nel caso in esame si ha l'impressione di un appiattimento del sindacato giurisdizionale sulle conclusioni raggiunte dall'autorità amministrativa. Al contrario per *full jurisdiction* si intende un riesame pieno, punto su punto, delle scelte amministrative nel contesto di un sindacato avente un carattere appellatorio in cui l'autorità giurisdizionale possa verificare se, in rapporto alle circostanze del caso concreto, l'autorità amministrativa abbia fatto un uso appropriato dei suoi poteri esaminando il fondamento e la proporzionalità delle scelte compiute dall'autorità amministrativa, anche sindacando le relative valutazioni tecniche complesse⁴⁹.

Sottolineandone la contraddittorietà rispetto al caso in esame in dottrina si prende altresì in considerazione precedenti orientamenti giurisprudenziali della Cedu sulla possibilità di limitare la successiva compensazione in sede giurisdizionale alle sole *minor offences*⁵⁰. Gli artt. 187-*bis* e ss. infatti prevedono misure che possono incidere in maniera assolutamente rilevante non solo sull'integrità patrimoniale del destinatario a causa dell'elevato massimo editale previsto, ma anche sul suo onore e libertà professionale per l'interdizione dall'esercizio della professione e dal danno reputazionale dovuto alla pubblicazione della decisione⁵¹. Sulla base della loro gravità tali sanzioni potrebbero avere tutt'altro che carattere minore inducendo a valutare con estrema prudenza la possibilità di una successiva compensazione giurisdizionale, anche in considerazione dell'immediata esecutività del provvedimento. Inoltre è proprio nel momento in cui viene assunta la decisione se infliggere o meno una determinata sanzione che il potenziale destinatario ha maggiore necessità di essere ascoltato, difendersi ed essere garantito da eventuali pregiudizi che l'amministrazione potrebbe avere nei suoi confronti, frustrare tale possibilità in questa fase del procedimento potrebbe arrecare un danno irreparabile al soggetto sanzionato⁵².

Altro autore sottolinea quanto la valutazione operata dalla Corte appaia tutt'altro che lusinghiera e ponga l'ordinamento italiano nella difficile posizione di doversi rinnovare alla luce degli approdi interpretativi che assicurano

49 ALLENA M., *Il caso Grande Stevens c. Italia: le sanzioni Consob alla prova dei principi Cedu*, in *Giorn. dir. amm.* 11/2014

50 Corte europea dei diritti dell'uomo sent. 21/02/84 Osturk c. Germania, più recentemente sent. 10/07/14 Marcan c. Croazia

51 per approfondire il tema dell'afflittività della pubblicazione della decisione si rinvia a TROISE MANGONI W., *La pubblicazione della sanzione irrogata dalla Consob: natura discrezionale della decisione e profili problematici relativi al procedimento sanzionatorio* in www.aipda.it

52 ALLENA M.; *Interessi procedimentali e Convenzione europea dei diritti dell'uomo: verso un'autonomia di tutela?*, in *Giorn. dir. amm.* 1/2015; RAGANELLI B., *Procedimento sanzionatorio Consob e giusto processo in Banca Borsa Tit. Cred.* 6/2015

una maggiore e più diretta tutela al privato anche in fase procedimentale⁵³.

Quest'ultimo orientamento, tuttavia, non è condiviso da altra autorevole dottrina secondo cui l'unica violazione dei principi del giusto processo riscontrata nella sentenza *Grande Stevens* sia quella marginale legata al difetto di pubblicità delle udienze nel giudizio di opposizione della Corte di Appello. Peraltro tale *vulnus* non è ascrivibile a un dato strutturale della normativa, stante il rinvio dell'art. 187-*septies* comma 6 TUF alla disciplina generale sull'opposizione all'ordinanza-ingiunzione della legge 689 del 1991 che non risulta affatto derogatoria del principio di pubblicità delle udienze⁵⁴.

Tuttavia i medesimi autori segnalano l'eventualità di una "coda velenosa" sulla quale la Corte di Strasburgo non ha avuto modo di prendere posizione in quanto il tema non le era stato specificamente sottoposto. Si fa riferimento all'eventuale violazione della presunzione di innocenza (art. 6, § 2, Carta EDU), connessa al fatto che il provvedimento sanzionatorio della Consob, con potenzialità talmente affittive da farlo rientrare nella materia penale ed emesso all'esito di una procedura non conforme al modello del *fair trial*, sia, malgrado ciò, immediatamente esecutivo dal momento che l'opposizione giudiziale, salvo ricorrano gravi motivi, non ne sospende l'esecuzione⁵⁵.

6. Le conseguenze della sentenza Grande Stevens

Oltre ad aver suscitato un rilevante dibattito dottrinale (v. *supra*) la sentenza *Grande Stevens* ha avuto ricadute anche nella giurisprudenza nazionale, precedentemente restia ad accettare qualsivoglia spunto critico dottrinale.

Nella prima applicazione di una giurisdizione superiore nell'ambito di una fase cautelare, con una conseguente motivazione stringata, il Consiglio di Stato⁵⁶ ha dato una lettura espansiva del provvedimento della Corte Edu ritenen-

53 TROISE MANGONI W., *Procedimento sanzionatorio condotto dalla Consob e garanzia del contraddittorio: profili evolutivi anche alla luce della recente giurisprudenza interna e sovranazionale*, in *Dir. Proc. Amm.* 2/2015

54 FLICK G.M.-NAPOLEONI V., *A un anno di distanza dall'affaire Grande Stevens: dal bis in idem all'e pluribus unum*, in *Riv. AIC* 3/2015

55 FLICK G.M.-NAPOLEONI V., *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? «materia penale», giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014, sul market abuse in Rlv. AIC* 3/2014; RAGANELLI B., *Procedimento sanzionatorio Consob e giusto processo in Banca Borsa Tit. Cred.* 6/2015

56 Nel caso in esame è stato proposto ricorso presso la giurisdizione amministrativa ritenendo che vi fosse la possibilità di impugnarlo nella parte in cui viola l'art. 6 della Cedu con il relativo diritto ad un "equo processo" nella fase procedimentale di irrogazione di una sanzione a prescindere dall'effettiva applicazione della stessa. Per ragioni di spazio non ci si può soffermare sull'interessante questione giuridica e per un esame più accurato si rinvia a ALLENA M.; *Interessi procedimentali e Convenzione europea dei diritti dell'uomo: verso un'autonomia di tutela?*, in *Giorn. dir. amm.* 1/2015

do che i ricorrenti avrebbero potuto subire un pregiudizio grave e irreparabile nel caso in cui la Consob non avesse adempiuto all'obbligo di adeguare il proprio regolamento sanzionatorio per delle sanzioni "penali" stabilito dalla *Grande Stevens*⁵⁷.

Durante la successiva fase di merito del medesimo procedimento, il Consiglio di Stato ha modificato il suo orientamento dando una diversa lettura - probabilmente più attenta - della sentenza, pur emettendo un provvedimento non scevro di conseguenze.

Richiamando i precedenti della Corte Edu, e in particolar modo il caso *Grande Stevens*, il Consiglio di Stato afferma che le sanzioni irrogate dalla Consob all'esito del procedimento non appartengono al diritto penale in senso stretto, sono solo in senso lato assimilabili a quelle penali e pertanto non rientranti nel cd. *hard core of criminal law*. È dunque possibile infliggerle all'esito di un procedimento "*quasi judicial*", purché sia successivamente assicurata una possibilità di ricorso a un giudice munito di poteri di "piena giurisdizione" con il relativo rispetto dei diritti sanciti dall'art. 6 Cedu⁵⁸.

Seguendo l'impostazione secondo cui la Consob non possa essere considerata un Giudice, il Consiglio di Stato ritiene che il regolamento non presenterebbe profili di illegittimità neppure rispetto ai precetti costituzionali inerenti al diritto di difesa e giusto processo rinvenibili nell'art. 111, ritenuti direttamente applicabili solo a veri e propri organi giurisdizionali. In particolare la disciplina del procedimento sanzionatorio sarebbe vincolata al solo rispetto dei più generici principi di parità di trattamento, imparzialità e buon andamento dell'amministrazione posti dagli artt. 3 e 97 della Costituzione, nonché al generalissimo principio di legalità che è sempre sotteso all'operare della pubblica amministrazione⁵⁹.

Tuttavia esaminando la compatibilità del regolamento Consob con le previsioni contenute negli artt. 183-*septies* e 195 TUF i Giudici rinvenono una violazione di legge. Nell'assenza di una previsione esplicita del legislatore inerente il livello minimo di tutela, il Consiglio di Stato è obbligato a riempire di contenuto la nozione di contraddittorio prevista da tali disposizioni. Trattandosi di un procedimento amministrativo, il legislatore avrebbe potuto optare sia per un contraddittorio orizzontale, con due parti in posizioni paritarie rispetto ad un decidente terzo ed imparziale, sia per uno verticale, tipico del procedimento amministrativo, tra l'interessato sottoposto e l'Amministrazione titolare del potere, collocata su un piano non paritario finalizzato a una

57 Cons. Stato, Sez. VI, ord. 2 ottobre 2014, nn. 4491 e 4492

58 Cons. Stato, Sez. VI sent. 26 marzo 2015 nn. 1595 e 1596

59 RAGANELLI B., *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale* in *Giorn. dir. amm.* 4/2015

collaborazione e partecipazione piuttosto che alla difesa. Secondo il collegio giudicante nella disciplina in esame il legislatore ha inteso statuire un contraddittorio rafforzato rispetto a quello meramente collaborativo già assicurato dalla disciplina generale del procedimento amministrativo. Il Consiglio di Stato infatti ritiene che con gli artt. 183-*septies* e 195 si sia voluta creare una disciplina speciale rispetto alla legge sul procedimento amministrativo n. 241 del 1990 con un *standard* di contraddittorio più elevato, in parte assimilabile a quello di natura processuale. Inoltre il principio del contraddittorio è richiamato congiuntamente a quelli di piena conoscenza degli atti e di separazione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie, tipici principi di matrice processualistica e che, a loro volta, evocano il rispetto di un nucleo minimo di garanzie senz'altro più elevato di quello assicurato nell'ambito dei comuni procedimenti amministrativi. Con una motivazione logico-giuridica simile a quella data dalla Corte Costituzionale nella sentenza 162 del 2012⁶⁰ il giudice amministrativo ritiene che il legislatore abbia voluto assicurare un livello di contraddittorio più elevato a causa delle peculiarità del procedimento amministrativo sanzionatorio. Infatti in questo caso l'Amministrazione è chiamata non solo e non tanto a curare un interesse pubblico concreto, ma a punire in nome dell'interesse generale all'osservanza delle leggi⁶¹.

Partendo da questa premessa il Consiglio di Stato ritiene che nella fase del procedimento sanzionatorio dinanzi la Consob vi siano numerose criticità sul piano del rispetto del *fair trial*. Infatti già nella fase istruttoria viene garantita una possibilità di partecipazione ma, successivamente, il procedimento sanzionatorio prosegue in totale assenza di contraddittorio, mancando in particolare qualsiasi interlocuzione tra l'ufficio titolare del potere di decisione finale e il soggetto che la subirà. Il Giudice amministrativo ritiene particolarmente grave la preclusione sulla possibilità di interloquire a proposito della relazione conclusiva dell'Ufficio Sanzioni, nella quale possono essere contenute valutazioni, *in primis* la definitiva qualificazione giuridica dell'istituto, non necessariamente oggetto di confronto durante la fase istruttoria.

Secondo il collegio, l'*iter* disegnato dal regolamento impugnato determina una violazione del contraddittorio voluto dal legislatore, dal momento che in un procedimento ispirato a tale principio il contraddittorio dovrebbe esplicarsi in ogni fase dello stesso, prima, durante e dopo il compimento dell'attività istruttoria preordinata alla decisione finale. I Giudici ritengono altresì che i precedenti orientamenti giurisprudenziali contrari sono frutto di una concezione eccessivamente riduttiva della nozione di contraddittorio. In rife-

60 Si rimanda alla nota 39

61 Cons. Stato, Sez. VI sent. 26 marzo 2015 nn. 1595 e 1596

rimento al procedimento sanzionatorio della Consob, tale principio implica non solo che all'interessato debba essere assicurato il diritto di controdedurre rispetto all'addebito contestatogli, ma anche che la difesa possa interagire con l'accusa in tutte le fasi dell'*iter*, secondo modalità destinate a connotarlo in termini più dialettici e a trasformarlo da procedimento inquisitorio ad accusatorio, in cui l'interessato deve avere la possibilità di conoscere la proposta dell'Ufficio sanzioni e di replicare prima che la Commissione decida⁶².

Tuttavia, nonostante la dichiarazione di illegittimità del regolamento, il Consiglio di Stato accoglie l'appello incidentale proposto dalla Consob e l'eccezione di inammissibilità del ricorso di primo grado per difetto di interesse. Secondo i Giudici il singolo non è, di regola, legittimato ad impugnare le norme regolamentari in quanto la generalità e l'astrattezza delle prescrizioni normative impediscono di ravvisare sia l'attualità della lesione, sia una posizione differenziata rispetto al *quisque de populo*. La lesione che radica l'interesse al ricorso non può discendere da un pregiudizio meramente eventuale ed incerto, ma deve essere attuale e nel caso in esame lo sarebbe solo una volta inflitta la sanzione⁶³.

Infine Giudici escludono che la pretesa al c.d. "giusto procedimento" sia una richiesta giuridicamente rilevante e autonomamente azionabile in giudizio a prescindere e ancor prima dell'emanazione del provvedimento sanzionatorio, ritenendo che non costituisca di per sé un bene della vita di cui il privato può chiedere la tutela anche autonomamente e separatamente dalla pretesa economico-patrimoniale correlata all'applicazione di sanzioni eventualmente illegittime.

In seguito all'emanazione delle sentenze nn. 1595 e 1596, pur non essendo vincolata e sottolineando l'isolamento dell'orientamento del Consiglio di Stato in giurisprudenza, la Consob ha ritenuto opportuno modificare il regolamento sul procedimento sanzionatorio instaurando un'ulteriore fase di contraddittorio avente a oggetto la relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative⁶⁴.

In particolare, ai destinatari della lettera di contestazione degli addebiti che abbiano presentato deduzioni scritte, ovvero abbiano partecipato all'audizione prevista, deve essere trasmessa in via automatica la relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative per l'esercizio della facoltà di presentare controdeduzioni scritte. Nel documento inviato al soggetto sottoposto è previsto che

62 Cons. Stato, Sez. VI sent. 26 marzo 2015 nn. 1595 e 1596

63 RAGANELLI B., *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale* in *Giorn. dir. amm.* 4/2015

64 Consob, *Documento di consultazione modifiche al regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob; Relazione per l'anno 2015*

sia resa nota anche l'entità delle sanzioni proposte alla Commissione: tale scelta, frutto di riflessioni proposte durante la consultazione⁶⁵, è funzionale alla difesa sulla valutazione della gravità della violazione, sull'elemento soggettivo e sulla proporzionalità della sanzione, dati di cui non si può non tener conto se si vuole assicurare effettività al principio del contraddittorio⁶⁶.

Pur riconoscendo un innegabile progresso, bisogna tuttavia evidenziare che la scelta di limitare la comunicazione della relazione dell'USA esclusivamente a chi abbia presentato relazioni scritte o abbia partecipato ad un'audizione dinanzi all'Ufficio può essere ritenuta una contrazione del diritto di difesa non giustificabile dalle esigenze di efficienza, efficacia e buon andamento dell'azione amministrativa.

7. Conclusioni: possibili prospettive di riforma

Anche se la recente modifica al regolamento n. 18750 del 2013 e l'introduzione dell'obbligo di un'udienza pubblica nel giudizio di opposizione⁶⁷ hanno segnato un discreto passo in avanti, permangono ancora alcuni nodi da sciogliere dal legislatore al fine di una più completa tutela dei diritti del soggetto sottoposto al procedimento amministrativo: la separazione tra funzioni istruttorie e decisorie, l'immediata esecutività del provvedimento sanzionatorio e, *last but not least*, la risoluzione delle problematiche legate al tema del *ne bis in idem* da inserire nel contesto di un'auspicabile riforma in adeguamento alla nuova disciplina eurounitaria⁶⁸.

Precedentemente⁶⁹ è stata già analizzata la parte della sentenza *Grande Stevens* in cui si affronta la tematica della separazione tra funzione istruttoria e decisoria, in questa sede bisogna aggiungere che anche il Consiglio di Stato nelle sentenze 1595 e 1596 del 2016 ha ritenuto auspicabile una riforma che garantisca più imparzialità.

Senza trasformare la fase decisoria in un vero e proprio procedimento giurisdizionale, il legislatore italiano potrebbe prendere spunto da quanto è stato posto in essere in Francia in seguito alla sentenza *Dubus*⁷⁰: le autorità indi-

65 AA. VV., *Qualche perplessità sulla nuova disciplina (in consultazione) del procedimento sanzionatorio della Consob*, in *FcHub.it*

66 RAGANELLI B., *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale* in *Giorn. dir. amm.* 4/2015

67 BARMANN B., *Dopo il caso Grande Stevens: la via italiana al giusto procedimento* in *Giorn. dir. amm.* 3/2017

68 Sull'improrogabilità di tale riforma si rinvia a MUCCIARELLI F., *Riforma penalistica del market abuse: l'attesa continua* in *Dir. pen. e proc.* 1/2018

69 Par. 2.2

70 Corte europea dei diritti dell'uomo, 11 giugno 2009, caso 5242/04, *Dubus S.a.v. c. Francia*

pendenti che vigilavano sul sistema bancario e finanziario sono state riformate prevedendo una separazione molto più netta tra attività di indagine e decisoria. Infatti l'*Autorité des marchés financiers* è ora composta da due organi collegiali distinti, il Collegio e la *Commission des sanctions*. La Commissione è composta da membri nominati dal Ministro dell'economia, Corte di Cassazione e Consiglio di Stato e ha il compito di esercitare il potere sanzionatorio dopo che il Collegio ha istruito un procedimento.

Ci si potrebbe altresì ispirare al modello rappresentato dall'autorità regolatrice del più importante mercato finanziario europeo: la britannica *Financial Conduct Authority* (FCA). Nel sistema del Regno Unito l'unico organo chiamato a prendere ogni decisione successiva alla fase delle indagini è il *Regulatory Decisions Committee*, che pur agendo nell'interesse della FCA ne è un organo completamente distinto. Nell'esperienza britannica i componenti della commissione deputata ad accertare la responsabilità dei soggetti su cui l'Autorità britannica ha indagato sono personalità con notevole esperienza nel settore dei mercati finanziari nominati dal *Board* della FCA, la loro indipendenza è garantita dall'impossibilità di essere rimossi prima del termine del mandato e, con l'eccezione del Presidente, dal non avere un rapporto di lavoro con la stessa⁷¹.

Provvedere a una distinzione più netta tra funzioni istruttorie e decisore ispirandosi a uno di questi due modelli potrebbe essere una tutela per l'operato della Consob stessa, dando ancora maggiore legittimità e autorevolezza ai provvedimenti sanzionatori che nel periodo 2010-2015 sono stati emessi nel 88% dei casi in cui l'Autorità ha iniziato un procedimento⁷².

Come illustrato in precedenza⁷³ l'immediata esecutività delle sanzioni irrogate dalla Commissione potrebbe rappresentare una violazione dell'art. 6 comma 2 della Carta Edu. Considerando il profilo dell'affittività, sia sul piano patrimoniale che professionale, dei possibili provvedimenti emessi dalla Commissione sarebbe opportuno rimandarne l'esecutività solo una volta divenuti definitivi.

Al fine di evitare comportamenti meramente opportunistici e dilazionatori si potrebbe introdurre un istituto deflattivo del contenzioso affine all'applicazione della pena su richiesta delle parti, con la previsione di un accordo tra soggetto sottoposto a procedimento sanzionatorio e l'organo istruttorio, successivamente omologato da chi ricopre la funzione decidente. La richiesta

71 Per maggiori informazioni sulle autorità di vigilanza sui mercati finanziari britanniche e statunitensi si rimanda a D'ALESSANDRO F., *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014 pgg. 375 e ss.

72 Dato statistico ottenuto dalle Relazioni Consob 2010-2015

73 Par. 2.2

di questo “procedimento speciale” potrebbe dover pervenire all’Ufficio Sanzioni Amministrative entro il termine prescritto dall’articolo 5 comma 2 della delibera 18750 del 2013 previsto per la consegna di deduzioni scritte e documentazione. Dovrebbe essere l’indicata la sanzione ritenuta congrua dal proponente, con il conseguente obbligo di risposta e motivazione di un eventuale dissenso da parte dell’USA. L’introduzione di un simile istituto avrebbe vantaggi per tutte le parti, il soggetto sottoposto rinuncierebbe al diritto al contraddittorio in cambio di una consistente diminuzione della sanzione, quantificabile nella dimensione di un terzo, mentre la Pubblica Amministrazione avrebbe un procedimento molto più celere e snello con conseguenti risparmi di tempo e risorse e, nell’ottica della sopra menzionata riforma complessiva, un provvedimento immediatamente esecutivo.

Se tali modifiche agli artt. 187-*septies* e 195 TUF possono risultare non particolarmente complesse in quanto già integrabili nell’attuale quadro sistematico, non si può dire altrettanto per le ormai necessarie modifiche all’intera normativa in tema di abusi di mercato conseguenti alla sentenza *Grande Stevens* in cui la Cedu ha accertato la violazione del divieto di *ne bis in idem* e, soprattutto, successivamente all’entrata in vigore della nuova legislazione eurounitaria in tema di abusi di mercato.

La direttiva 2014/57/UE impone agli Stati membri l’obbligo di introdurre delle fattispecie di reato per i casi più gravi e commessi con dolo, da affiancare ad altre ipotesi di illecito amministrativo per condotte meno significative, tra cui quelle individuate dal Regolamento (UE) 596/2014⁷⁴.

A causa dei confini molto labili di differenziazione tra le condotte sussumibili in ipotesi di illecito amministrativo o penale⁷⁵ il legislatore, oltre a distinguere sul piano della tipicità le ipotesi alternative di fattispecie penale o amministrativa, dovrà altresì attuare dei sistemi per evitare la sovrapposizione di due procedimenti scaturiti dal medesimo fatto storico⁷⁶.

Nonostante la prima applicazione giurisprudenziale⁷⁷ e opinioni dottrinali secondo cui i criteri per stabilire “se via sia una connessione sostanziale e

74 MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina euro-unitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in www.penalecontemporaneo.it; BASILE E., *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge delega per il recepimento della direttiva 57/2014 UE*, in www.lalegislazionepenale.eu

75 Per ragioni di spazio e pertinenza all’oggetto dell’elaborato non si possono esaminare le problematiche inerenti alla tipizzazione degli illeciti previsti dal regolamento (UE) 596/2014 e dalla direttiva 2014/57/UE, per uno studio più accurato si rimanda a SCOLETTA M., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato* in *Soc.* 2/2016

76 In attesa della pronuncia della CGUE sulla compatibilità dell’art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea

77 Trib. di Milano, Sez. I Penale, ord. 6 dicembre 2016 con nota di MANACORDA S. *Equazioni complesse: il ne bis in idem “incipite” sul “doppio binario” per gli abusi di mercato al vaglio della giurisprudenza* in *Dir. pen. proc.* 4/2017

temporale sufficientemente stretta” enucleati nel provvedimento della Cedu⁷⁸ sembrano “cuciti su misura” per la disciplina italiana sugli abusi di mercato⁷⁹, si può ritenere che anche dopo la sentenza *A e B c. Norvegia*⁸⁰ sia opportuno riformare la normativa italiana rispettando il divieto di *ne bis in idem* così come stabilito dalla sentenza *Zoluthikine*⁸¹.

Infatti bisogna *in primis* considerare che con la *Grande Stevens* la Corte Edu ha constatato la violazione del divieto di *ne bis in idem* specificatamente nella materia del *market abuse*, inoltre in questo precedente, così come ricordato dal Giudice Pinto nella sua *dissenting opinion* alla sentenza *A e B*, il criterio della connessione sufficientemente stretta non era stato preso in considerazione nonostante si fosse in presenza del meccanismo di cui al 187-*terdecies*, astrattamente rientrante in uno dei criteri stabiliti dai Giudici di Strasburgo per verificarne la sussistenza⁸².

Si deve altresì tenere in considerazione la severità delle sanzioni amministrative in tema di abusi di mercato⁸³: prima della sentenza *A e B c. Norvegia* i Giudici di Strasburgo avevano usato il criterio della connessione sufficiente per casi di ritiri della patente e la stessa sanzione del fisco norvegese del caso in esame era del 30% rispetto all'importo evaso, *parva materia* rispetto alla non indifferente potenza di fuoco data dalle cornici edittali delle sanzioni per abusi di mercato. D'altra parte è la stessa Corte a ritenere che ci possa essere violazione del *ne bis in idem* se si è in presenza di un sacrificio eccessivo per l'interessato e se la risposta sanzionatoria è proporzionata e non stigmatizzante, circostanze lontane dall'apparato sanzionatorio di cui agli artt. 187-*bis* e seguenti che prevedono sanzioni fino a 25 milioni di euro e la sospensione dei requisiti di onorabilità richiesti per operare nel mercato finanziario, con evidenti finalità repressive e preventive⁸⁴.

Infine nel recente caso *Jóhannesson e a. c. Islanda*⁸⁵ la Corte Edu ha negato la sussistenza della connessione “sufficientemente stretta” tra un procedimento amministrativo e uno penale, con conseguente violazione del *ne bis in idem*, a causa della loro eccessiva durata con limitata sovrapposizione di

78 Per maggiori informazioni si rinvia a VIGANÒ F., *La grande camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in www.penalecontemporaneo.it

79 Fusco E., *La tutela del mercato finanziario tra normativa comunitaria, ne bis in idem e legislazione interna* in www.penalecontemporaneo.it

80 Corte EDU (grande Camera), sent. 15 novembre 2016, *A e B c. Norvegia*, ric. n. 24130/11 e 29758/11

81 Corte EDU, Grande Camera, 10 febbraio 2009, *Sergey Zolotukhin c. Russia*

82 Corte EDU (grande Camera), sent. 15 novembre 2016, *A e B c. Norvegia, dissenting opinion* §65 e 66 – ricontrollare la formulazione omogenea delle note

83 Con la sentenza n. 68 del 7 aprile 2017 anche la Corte Costituzionale ha riconosciuto la natura penale ai sensi dell'art. 7 CEDU delle sanzioni amministrative in tema di abusi di mercato

84 Corte EDU (grande Camera), sent. 15 novembre 2016, *A e B c. Norvegia*, § 121, 122, 133 e 144

85 Corte Edu, I sez. sent. 18 maggio 2017, *Jóhannesson e a. c. Islanda*

attività in parallelo e indipendente raccolta e valutazione probatoria⁸⁶. Tale argomentazione potrebbe essere facilmente applicata anche alla disciplina italiana sugli abusi di mercato in considerazione delle diverse durate e modalità di svolgimento degli *iter* amministrativi e penali, che viaggiano su binari diversi anche per quanto riguarda la celerità con cui si conclude il procedimento.

Alla luce di questi elementi non si può dare per scontata la compatibilità della normativa sui *market abuse* con il nuovo principio della connessione sostanziale e temporale sufficiente⁸⁷; ritenendo archiviata la problematica del *ne bis in idem* il legislatore si esporrebbe al rischio di accoglimento di nuovi ricorsi alla Corte EDU, con una conseguente instabilità normativa che potrebbe rendere il mercato finanziario italiano meno competitivo rispetto ai suoi concorrenti.

Partendo da un inciso della sentenza *A e B c. Norvegia* si potrebbe riformare la normativa italiana sul *market abuse* rispettando il divieto di *bis in idem*. Secondo la Corte di Strasburgo, il modo più sicuro per assicurare il rispetto dell'art. 4 prot. 7 sarebbe la previsione di un meccanismo in grado di unificare, in qualche stadio della procedura, i due procedimenti sanzionatori, in modo tale da garantire l'irrogazione delle differenti sanzioni da parte di un'unica autorità e nell'ambito di un unico processo⁸⁸.

Considerando che per motivi sistematici non ci si può ispirare al modello più funzionale, ossia quello della FCA britannica a cui spetta la scelta tra l'irrogazione della sanzione amministrativa o l'esercizio dell'azione penale, il legislatore italiano deve riformare la normativa cercando di rimanere nel solco già tracciato dal TUF e dal codice di procedura penale.

Si può ritenere un buon punto di partenza l'art. 187-*decies* che va a regolare i rapporti tra Consob e magistratura imponendo un reciproco scambio di informazioni. Si potrebbe modificare tale disposizione inserendo un obbligo di sospensione del procedimento amministrativo nel caso in cui la Consob riceva informazioni dal pubblico ministero su un fatto storico già oggetto di indagini dell'Autorità amministrativa o, al contrario, invii alla Procura competente la relazione motivata di cui all'articolo 187-*decies* secondo comma ritenendo che vi siano elementi che facciano presumere l'esistenza di un reato. L'*iter* amministrativo potrebbe uscire dalla fase di stallo una volta che il pubblico ministero abbia deciso se esercitare o meno l'azione penale, proseguendo nei casi di archiviazione o concludendosi definitivamente nell'eventualità di

86 VIGANÒ F., *Una nuova sentenza di Strasburgo su ne bis in idem e reati tributari* in www.penalcontemporaneo.it

87 TRIPODI A.F., *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 *Soc.* 1/2018

88 Corte EDU (grande Camera), sent. 15 novembre 2016, *A e B c. Norvegia* §130

rinvio a giudizio.

Si ha la consapevolezza che tale possibile soluzione al *bis in idem* procedimentale ha il difetto di allungare in maniera indefinita i tempi di un *iter* che dovrebbe essere caratterizzato per celerità ed efficienza, tuttavia continuare sulla strada tracciata dal doppio binario, con il rischio di dover interrompere il procedimento ancora pendente una volta diventato definitivo il provvedimento che per primo abbia sanzionato in maniera definitiva l'autore del fatto, potrebbe portare le norme penali sul binario morto dell'ineffettività a causa dei tempi più lunghi del processo penale rispetto al procedimento amministrativo.

In conclusione non si può che auspicare che il legislatore colga l'opportunità dei rinnovati strumenti legislativi eurounitari per riformare razionalmente e in tempi brevi un sistema finora caratterizzato da un evidente eccesso repressivo e caratterizzato soprattutto dai «toni enfatici di una condanna religiosa contro gli empi mercanti»⁸⁹.

89 ALESSANDRI A., *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.* 5/2014

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

ABBONATI - SOSTENITORI

ALLIANZ BANK
FINANCIAL ADVISORS S.P.A
AMUNDI ASSET MANAGEMENT

ANIA

ARTIGIANCASSA
ASSOFIDUCIARIA

ASSONEBB
ASSORETI

ASSOSIM

BANCA CARIGE SPA

BANCA D'ITALIA

BANCA FINNAT

BANCA GENERALI

BANCA IMI

BANCA POPOLARE
DEL CASSINATE

BANCA PROFILO

BANCA SISTEMA

BANCO BPM

CNPADC

CONSOB

C R I F

DEUTSCHE BANK
ASSET MANAGEMENT

ENAIIP

ERNST & YOUNG

EXTRABANCA

FONDAZIONE CARIPLO

GENTILI & PARTNERS
STUDIO LEGALE

GIANNI, ORIGONI, GRIPPO,
CAPPELLI & PARTNERS

GRUPPO UNICREDIT

IVASS

MERCER ITALIA

NTT DATA ITALIA

OASI

OCF

OLIVER WYMAN

ORRICK

POSTE ITALIANE

PROFESSIONE FINANZA

SACE

UBI

UNIPOL

VER CAPITAL

Per rinnovare o attivare un nuovo abbonamento
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 36725 UBI Banca
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
IBAN IT 47L 03111 03233 000 0000 36725

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento per il 2019

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	Economia Italiana quadrimestrale	Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana
Canone Annuo Italia	€ 100,00 causale: MBI18	€ 50,00 causale: EII18	€ 130,00 causale: MBEII18
Canone Annuo Estero	€ 145,00 causale: MBE18	€ 75,00 causale: EIE18	€ 180,00 causale: MBEIE18
Abbonamento WEB	€ 60,00 causale: MBW18	€ 30,00 causale: EIW18	€ 75,00 causale: MBEIW18

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00**

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00**

Pubblicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

Editrice Minerva Bancaria
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

