

# SISTEMA PENALE



SCHEDA 09 Gennaio 2020 (/it/scheda /cassazione-39999-del-2019-ancora-su-insider-trading?out=print)



L'inafferrabile concetto di "connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta": la Cassazione ancora su *ne bis in idem* e insider trading



Cecilia Pagella (/it/autori-di-sp/pagella-cecilia)

title=& summary source=)

Cass., Sez. V, sent. 15 aprile 2019 (dep. 27 settembre 2019), n. 39999, Pres. Vessichelli, Rel. Brancaccio



1. Con la sentenza in commento, la Corte di Cassazione svolge una pregevole **ricognizione di alcune delle questioni più controverse riguardanti il reato di *insider trading***: la nozione di **“informazione privilegiata”** e l’inclusione, al suo interno, delle c.d. “informazioni intermedie”, nonché la **struttura di reato di pericolo astratto** dell’abuso di informazioni privilegiate; la **distinzione tra *insider* primario e secondario**, alla luce degli obiettivi di tutela del mercato dallo sfruttamento di posizioni di ingiusto privilegio; la **compatibilità della confisca amministrativa con i principi costituzionali**; nella prospettiva del doppio binario sanzionatorio penale-amministrativo, e del divieto di bis in idem, infine, il significato della nozione di **“sufficiently close connection in substance and time”**. Quanto a quest’ultimo requisito – in particolar modo – la Corte prosegue la faticosa opera di definizione del concetto di **proporzionalità della sanzione complessivamente inflitta** rispetto al disvalore del fatto realizzato, proponendo, questa volta, una **lettura “allargata” dell’art. 133 c.p.**

2. La Corte d’Appello di Milano, in data 19 maggio 2017, confermando la sentenza emessa dal Tribunale di Milano il 17 giugno 2014, condannava R. R. per il **reato di abuso di informazioni privilegiate, per aver acquistato azioni** delle società M. G., S.p.a S.p.a. G.C. e P S.p.a. **utilizzando le informazioni privilegiate relative all’imminente Offerta Pubblica di Acquisto** sulle azioni delle predette società, di cui era in possesso grazie alla propria qualifica di dirigente e socio anziano della D.F.A.S., incaricata della *due diligence* relativa alle OPA. R.R. veniva condannato a due anni di reclusione e a 50.000 euro di multa, oltre alle spese processuali, nonché alla interdizione dai pubblici uffici e dalle funzioni direttive di persone giuridiche e imprese e all’incapacità di contrattare con la Pubblica Amministrazione per la durata di due anni. Oltre alla pena veniva disposta la confisca del profitto del reato e dei beni utilizzati per commetterlo, e veniva ordinato il risarcimento del danno a favore della parte civile CONSOB.

3. I motivi di ricorso sono sintetizzabili in sei punti.

a) Carenze sul **piano probatorio**: i giudici d’Appello ritengono provato che il ricorrente fosse a conoscenza dell’incarico di *due diligence* conferito alla Deloitte FSA, e quindi dell’imminente OPA sulle azioni delle società M. G., G.C. e P., il cui acquisto costituisce oggetto d’imputazione; tale prova si baserebbe, a parere delle difese, unicamente sull’indizio della concomitanza temporale tra il conferimento dell’incarico e gli investimenti contestati, e non terrebbe conto delle testimonianze di quanti affermerebbero l’ignoranza del ricorrente circa le circostanze oggetto d’imputazione.

b) Natura di fase intermedia dell’incarico di *due diligence*: in primo luogo, sarebbe da **escludere la natura di “fase intermedia” dell’incarico di *due diligence***; d’altra parte, anche a voler sostenere



contrario, **l'inclusione delle tappe intermedie nel concetto di "informazione privilegiata" risalirebbe al Regolamento UE n. 596 del 2014 (MAR)**, con la conseguenza che tale più ampia nozione non potrebbe essere applicata a fatti – come quello qui in contestazione – precedenti all'entrata in vigore del Regolamento stesso.

**c) Sfasamento temporale tra lo sfruttamento dell'informazione (l'acquisto delle azioni) e il momento in cui viene lanciata l'operazione oggetto dell'informazione stessa (l'OPA sulle medesime azioni)**, che **impedirebbe** di configurare il reato di *insider trading*: il semplice incarico di *due diligence* non consentirebbe, infatti, di pronosticare il buon esito dell'operazione di OPA e, quindi, di provare **l'elisione del margine di rischio derivante dall'investimento**, elisione indispensabile ai fini della configurabilità del reato ascritto.

**d) Erronea interpretazione degli articoli 184 e 187-bis Tuf**, in modo da inquadrare il ricorrente tra gli *insider* primari, mentre lo stesso, **non avendo ricevuto personalmente l'incarico di due diligence e non essendo iscritto nei registri insider della Deloitte**, dovrebbe essere qualificato come *insider* secondario, sottoposto alla sola responsabilità amministrativa.

**e) Dubbi di compatibilità dell'articolo 187 Tuf con gli articoli 3 e 27 della Costituzione**, in quanto la previsione della **confisca obbligatoria dei beni strumentali darebbe vita a una sanzione sostanzialmente penale sproporzionata** rispetto al disvalore del fatto realizzato. È opportuno far notare sin d'ora – come correttamente fa il ricorrente con un motivo successivamente depositato – che la questione appare fondata soprattutto in considerazione del fatto che l'art. 187-*sexies* Tuf (confisca a seguito dell'illecito amministrativo di *insider trading*) è stato modificato in modo da prevedere l'ablazione del solo profitto, con esclusione dei beni strumentali, e ciò sul rilievo che la confisca di beni ulteriori rispetto all'utilità economica ritratta risulterebbe irragionevole e sproporzionata. La difesa chiede altresì di sollevare questione pregiudiziale *ex art. 267 TFUE* in relazione alla medesima previsione.

**f) Richiesta di dichiarare l'improcedibilità dell'azione penale** a seguito del passaggio in giudicato della delibera con cui la CONSOB ha condannato il ricorrente per l'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate (187-*bis* Tuf): **la prosecuzione di un nuovo procedimento avente ad oggetto i medesimi fatti già sanzionati in sede amministrativa** con sanzioni sostanzialmente penali **violerebbe** – data l'assenza di meccanismi di coordinamento tra i due procedimenti, che consentano al giudice precedente di tenere conto, tra l'altro, della sanzione precedentemente inflitta – **il divieto di bis in idem**.

**4. La Cassazione rigetta le censure difensive aventi ad oggetto l'insufficienza del quadro probatorio**: la corte d'Appello, dopo aver criticamente vagliato le conclusioni del Tribunale



correttamente giunge a ritenere provato che il ricorrente avesse posto in essere gli investimenti essendo a conoscenza dell'informazione privilegiata relativa al lancio dell'OPA; a tal fine, le Corti di merito avevano – ad avviso degli ermellini, correttamente – valorizzato alcuni indizi: *a) gli investimenti erano stati posti in essere negli ultimi giorni di espletamento dell'incarico b) i titoli acquistati in quella occasione non erano mai stati prima d'allora oggetto d'investimento c) le operazioni coprivano una percentuale significativa del controvalore del portafoglio dell'investitore d) nel periodo interessato, le uniche operazioni poste in essere erano quelle che avevano riguardato i titoli delle società bersaglio delle Offerte.* Dall'esame dei testimoni è risultato, inoltre, non solo che i soci anziani venivano normalmente resi edotti degli incarichi conferiti alla società anche quando questi non erano stati loro affidati, ma anche che R.R. aveva **certamente** – nel caso di specie – **avuto contezza dell'incarico**. La Corte ritiene, quindi, che gli indizi a disposizione dei giudici di merito fossero **sufficienti ad affermare che il ricorrente avesse sfruttato le informazioni privilegiate di cui era in possesso**, e quindi a ritenere **provata oltre ogni ragionevole dubbio la responsabilità dello stesso per il reato di abuso di informazioni privilegiate**. È appena il caso di sottolineare che l'accusa è gravata, nel caso del reato in contestazione, dell'onere di provare non solo il possesso dell'informazione, ma altresì il **nesso motivazionale tra la conoscenza dell'informazione e la scelta di compiere l'investimento sui titoli oggetto dell'informazione stessa**[1].

**5. Quanto all'inclusione, nel concetto di "informazione privilegiata", dell'incarico di *due diligence*:** per informazione privilegiata si intende un'informazione avente carattere **preciso, ovvero che faccia riferimento a una circostanza esistente, o di cui possa ragionevolmente prevedersi che verrà a prodursi**. A parere della dottrina, assumono rilievo **non solo** i fatti storicamente accaduti ("**hard informations**")<sup>[2]</sup> **ma anche** quelli destinati a verificarsi in base a un giudizio di ragionevole prevedibilità<sup>[3]</sup> ("**soft informations**"); possono quindi avere rilievo **fatti di per sé "soft", che assumono un significato agli occhi dell'agente alla luce delle sue specifiche conoscenze e competenze**<sup>[4]</sup>. Rimangono escluse, invece, dal concetto di informazione privilegiata le mere elaborazioni intellettuali, in quanto la norma mira a sanzionare lo sfruttamento di un vantaggio ottenuto in modo parassitario, e non una capacità di analisi particolarmente spiccata. La Corte aderisce perfettamente a questo orientamento (peraltro incontestato tanto in giurisprudenza quanto in dottrina), e afferma che nella nozione di "informazione privilegiata" rientrano le **vicende pericolose in quanto prodromiche al delinarsi dell'informazione privilegiata**; in questo senso, la Cassazione richiama la CGUE per ribadire che "in una fattispecie a formazione progressiva diretta a realizzare una determinata circostanza o a produrre un certo evento **possono costituire informazioni aventi carattere preciso** ai sensi di tali disposizioni non solo la detta circostanza o detto evento, bensì **anche le fasi intermedie** di tali fattispecie collegate al verificarsi di qu



ultimi”[5]. **L’incarico di *due diligence* rientra nella definizione di “fase intermedia”, espressamente prevista come informazione privilegiata dal nuovo articolo 180 Tuf, il quale fa rinvio alla definizione contenuta nel MAR; tale definizione, tuttavia, è identica a quella previgente, contenuta nel vecchio articolo 181 Tuf.** Non si pone, quindi, alcun problema di applicazione retroattiva di una più ampia nozione di “informazione privilegiata”.

**6.** La difesa sostiene che sia necessario, ai fini della configurabilità del reato contestato, che **l’operazione di acquisto sia posta in essere in un momento immediatamente antecedente il lancio dell’OPA.** Tale censura non ha pregio. Come già illustrato il relazione alla censura precedente, è privilegiata l’informazione che si riferisce a una circostanza esistente o che ragionevolmente verrà ad esistenza, e che è sufficientemente specifica da consentire a un ragionevole investitore di trarre conclusioni sul possibile effetto di tale circostanza sui prezzi degli strumenti finanziari a cui si riferisce; si sanziona, quindi, il **compimento di operazioni esse stesse privilegiate**, in quanto poste in essere nella **convincione che un certo evento futuro avrà un effetto favorevole sul prezzo dello strumento finanziario** al quale le operazioni si riferiscono. Come sottolineato anche in dottrina, *l’insider trading* è un **reato di pericolo [6] astratto [7]**, attraverso la cui previsione il legislatore appresta tutela anticipata a un bene – il buon funzionamento del mercato finanziario – strumentale rispetto alla tutela di entità ulteriori, quali, *in primis*, il patrimonio degli investitori “disinformati”. Di conseguenza, non è necessario che il giudice accerti che l’integrità del mercato abbia subito una lesione, nemmeno della forma del pericolo: è **il legislatore a presumere che condotte di abuso di informazioni siano pericolose per l’integrità del mercato, restando al giudice soltanto di accertare che una tale condotta sia stata posta in essere.** Il modello di tutela descritto viene privilegiato in sede legislativa proprio qualora le azioni individuali non siano in grado di ledere né di mettere in pericolo il bene protetto (**una singola condotta di sfruttamento d’informazione privilegiata non costituisce un pericolo per il mercato**); il **cumularsi di azioni dello stesso tipo**, tuttavia, **danneggia un bene della vita** che non potrà essere tutelato se non con la previsione di forme di tutela anticipata. La Corte dimostra di padroneggiare i concetti dottrinali, **escludendo in radice che fosse necessario, per il giudice, accertare l’elisione del margine di rischio per l’investitore in possesso dell’informazione privilegiata.** L’unico modo per valorizzare la tesi difensiva consisterebbe nel sostenere che un incarico di *due diligence*, assegnato per valutare la fattibilità di un’OPA, non consenta alcun pronostico sul buon esito della stessa, non potendo quindi rientrare nella definizione di “informazione privilegiata”; tale asserzione, tuttavia, come si è visto effettivamente fatta propria dalla difesa, non corrisponde alla realtà economico-finanziaria: come già esposto trattando della censura precedente, l’incarico in esame s’iscrive senz’altro tra quelle operazioni intermedie che, quanto prodromiche al delinarsi dell’informazione privilegiata, rientrano in tale ultimo concetto.



**7.** Quanto alla **qualifica di insider primario del ricorrente**, la difesa sostiene che, avendo R. acquisito le informazioni rilevanti non in quanto assegnatario dell'incarico di *due diligence*, ma in quanto socio anziano della società di consulenza, egli andrebbe inquadrato nella categoria degli *insider* secondari, destinatari della sola disciplina amministrativa. Al fine di meglio comprendere la censura in esame, sembra opportuno premettere che tra gli *insiders* primari la dottrina distingue i **“corporate insiders”** (coloro che svolgono funzioni o partecipano al capitale della società emittente: in questo caso, si tratterebbe di soci o membri degli organi di amministrazione, direzione e controllo della società bersaglio dell'OPA[8] ) e i **“temporary insiders”** (coloro che non fanno parte dell'organizzazione dell'emittente, ma che sono **temporaneamente coinvolti nella sua attività in ragione di specifici incarichi**; all'interno di questa categoria, la dottrina ricomprende pacificamente i consulenti legali o finanziari della società emittente o i dipendenti della società di revisione dell'emittente[9] ). **Coloro che non rientrano in nessuna di queste categorie, ma che ricevono informazioni da un insider primario, vengono invece qualificati come “tippee”, e possono essere chiamati a rispondere per il solo illecito amministrativo. La Cassazione include il ricorrente tra gli insider primari, in particolare escludendo la sua qualifica di insider occasionale**, in quanto lo stesso avrebbe acquisito l'informazione in ragione del suo ruolo particolarmente qualificato all'interno della società di consulenza, e avrebbe quindi **sfruttato un'asimmetria informativa dipendente dallo svolgimento di una peculiare attività lavorativa.**

Il modesto parere di chi scrive è che la soluzione prescelta dalla Corte avrebbe potuto essere argomentata più approfonditamente. **R. R. non è né un socio della società bersaglio dell'OPA né un membro di un suo organo di amministrazione, direzione e controllo**: pertanto il suo **inquadramento fra i corporate insider**, affermato dalla Corte, pare a ben vedere **da escludere. Più condivisibile sarebbe parsa la scelta di annoverare il ricorrente tra gli insider temporanei**, ovverosia coloro che sono **temporaneamente coinvolti nell'attività della società** a cui le informazioni si riferiscono **in ragione di specifici incarichi** (nel caso di specie, si trattava di un incarico di consulenza finanziaria); tale scelta sarebbe stata possibile valorizzando l'inciso relativo a coloro che vengano in possesso dell'informazione privilegiata “in ragione dell'esercizio di un'attività lavorativa”. Tuttavia, anche l'inquadramento del ricorrente tra gli *insider* occasionali suscita delle perplessità: coglie nel segno la censura difensiva in ordine al fatto che **il ricorrente non avrebbe avuto personalmente l'incarico di due diligence**, ma, in quanto socio anziano della società di consulenza finanziaria a cui l'incarico era stato affidato, si sarebbe venuto a trovare in una **posizione di mera vicinanza (non qualificata) rispetto all'informazione privilegiata**. In effetti, la Corte si avvede del vuoto di tutela che sarebbe derivato dalla mancata criminalizzazione di quanti utilizzino un'informazione ottenuta non in forza di uno specifico incarico di consulenza loro affidato, ma grazie alla prossimità con i destinatari di tale incarico, e tenta di colmarlo attraverso una let



estensiva della norma, che consenta di includere nel suo ambito applicativo **“tutti coloro che comunque abusino del proprio ruolo primario interno e della propria peculiare attività lavorativa per carpire subdolamente ed in modo occulto l'informazione privilegiata”**[10]. Precisa la Corte che il ruolo di *insider* primario non può essere riconosciuto in capo a chiunque svolga un'attività lavorativa all'interno di una società di consulenza: una simile qualifica sussiste solo in capo a colui che rivesta “una qualifica di spicco – come è quella di socio *senior* – e, per tale condizione, assuma una speciale autorevolezza e visibilità tra i colleghi, con conseguente capacità di divenire recettore e collettore delle vicende di singole attività di consulenza delle quali la società abbia ricevuto incarico ed alle quali pure non partecipi direttamente”[11]. Si tratta di una distinzione inedita, che conduce a una conclusione che risulta sfornita **di un'adeguata motivazione**, e che rischia, così, di risolversi in un'**indebita applicazione della norma al di là dei propri confini letterali**.

**8.** Il Tuf prevede **due diverse forme di confisca**, a seconda che il medesimo fatto di *insider trading* integri un reato ovvero un illecito amministrativo: la **confisca penale** (art. 187 Tuf) riguarda il **prodotto o il profitto del reato e i beni utilizzati** per commetterlo; la **confisca amministrativa** (187-*sexies*), modificata a seguito del d.lgs. 107/2018, che ha **rimosso il riferimento ai beni utilizzati**, e della sentenza 112 del 2019 della Corte Costituzionale, che ha **escluso l'ablazione del prodotto, riguarda oggi il solo profitto**. La difesa pone in dubbio la **legittimità costituzionale, in relazione agli articoli 3 e 27, della confisca obbligatoria dei mezzi strumentali a commettere il reato**, in particolare rilevando come, dalla qualificazione di un fatto come illecito amministrativo o penale, seguirebbe la possibilità di sottoporre ad ablazione entità di valore profondamente differente. La Corte rigetta le censure difensive, sostenendo che **nulla vieti al legislatore di prevedere sanzioni diverse a seconda che il fatto integri un reato ovvero un illecito amministrativo**. È opportuno notare che, in effetti, la tesi difensiva trova riscontro nelle opinioni di una parte della dottrina [12], che ha rilevato come la diversità delle due forme di confisca comporti un *vulnus* del principio di eguaglianza. Problemi si pongono, inoltre, sotto il profilo della proporzionalità e ragionevolezza di una misura di carattere sostanzialmente penale, con la quale vengono sottoposte ad ablazione entità di gran lunga superiori al profitto ritratto[13], e, anzi, a questo inversamente proporzionali (tanto più ingenti sono le risorse impiegate, tanto minore è il profitto); tali profili non vengono invero esaminati dalla Corte, la quale si limita al confronto tra confisca amministrativa e penale, per sostenere la legittimità di una scelta legislativa nel senso della differenziazione delle sanzioni previste per le due fattispecie.

**9.** La sentenza in esame analizza diffusamente il tema della violazione del **principio *ne bis in idem***



richiamando l'ampia giurisprudenza in materia. Il percorso "evolutivo" del principio in parola è ormai noto agli studiosi di diritto penale: lo si ripercorrerà brevemente. Il caso nasce dalla **sfasatura tra la nozione formalistica di materia penale utilizzata in Italia e la nozione sostanzialistica fatta propria dalla Corte EDU**, la quale fa ricorso ai celebri criteri *Engels* della natura dell'illecito e del grado di afflittività della sanzione. Le sentenze ***Fransson*[14]** e ***Grande Stevens*[15]**, rispettivamente della corte di Giustizia dell'Unione Europea e della corte EDU, **estendono il principio *ne bis in idem* fino a leggervi una preclusione** non solo alla inflizione di una doppia sanzione, ma anche **all'instaurazione di un doppio giudizio**, così avviando una vivace dibattito dottrinale volta alla ricerca dei migliori strumenti per rimuovere il "doppio binario". Tale dibattito è stata interrotta bruscamente dalla pronuncia ***A&B c. Norvegia*[16]**, con la quale la Corte EDU introduce l'inedito criterio della ***sufficiently close connection in substance and in time***, escludendo una violazione del *bis in idem* ogniqualevolta a) i due procedimenti siano, se non contemporanei, consecutivi b) esistano meccanismi che consentano alla prova assunta in sede amministrativa di trasmigrare in sede penale o viceversa c) le due sanzioni perseguano finalità differenti d) la duplicazione dei procedimenti sia prevedibile e) esistano meccanismi che consentano a ciascuna autorità di tenere conto della sanzione già inflitta, garantendo la proporzionalità della sanzione complessiva rispetto alla gravità del fatto. Il **medesimo criterio** è stato adottato anche dalla Corte di Giustizia con le sentenze ***Menci, Garlsson Real Estate e Di Puma e Zecca*[17]**, **nonché dal nostro giudice delle leggi (sent. 43 del 2018)[18]**. Infine, il criterio della connessione sostanziale e temporale è stato utilizzato come argine all'ampliamento del *ne bis in idem* anche dalla nostra **Corte di cassazione**[19], la quale, con le sentenze ***Chiarion*[20]**, ***Franconi*[21]** ed ***Erbetta*[22]**, ha valorizzato, in particolare, il criterio della **proporzionalità del trattamento sanzionatorio**. Le sentenze citate, infatti, prescrivono al giudice di accertare, anche avvalendosi del meccanismo previsto dall'art. 187-terdecies Tuf, che **la sanzione complessivamente irrogata risulti proporzionata al disvalore del fatto, con riferimento tanto agli aspetti che sottendono all'irrogazione della sanzione penale, quanto a quelli che giustificano la sanzione amministrativa**: nel caso in cui **la sanzione inflitta per prima sia commisurata in modo tale da assorbire completamente il disvalore del fatto**, con riguardo agli aspetti sia penali sia amministrativi, il giudice **disapplicherà** in toto la norma relativa alla sanzione non ancora divenuta irrevocabile; in caso contrario, quando cioè **la prima sanzione inflitta non sia di entità tale da esaurire il disvalore del fatto, il giudice dovrà limitarsi a modulare la seconda sanzione tenendo conto del limite imposto dall'art. 187-terdecies**[23]. La Corte svolgeva sul punto un'interessante precisazione: la disapplicazione della sanzione sarebbe sicuramente prospettabile nel caso in cui si tratti di sanzione amministrativa, essendo già divenuta irrevocabile la sanzione penale; nel caso opposto in cui **a essere divenuta irrevocabile sia la sanzione amministrativa, la disapplicazione della norma penale** sarebbe ipotesi del tutto **eccezionale**, essendo preferibile che il giudice



provveda solo alla sola rimodulazione. Per la **risoluzione del caso qui in esame**, la Corte si dichiara concorde con le conclusioni delle sentenze Chiarion, Franconi ed Erbetta e, una volta accertata la sussistenza di connessione sostanziale e temporale tra procedimento amministrativo e penale, **annulla con rinvio** la sentenza impugnata limitatamente al trattamento sanzionatorio, **demandando al giudice di merito di accertare se la sanzione amministrativa esaurisca il disvalore del fatto, eventualmente disapplicando o rimodulando la sanzione penale**. A tal fine, il giudice di legittimità propone – ed è l’aspetto più innovativo della sentenza in esame – di utilizzare l’art. 133 c.p., **allargandone la portata in modo da consentire il bilanciamento tra il disvalore del fatto, comprensivo degli aspetti penali e amministrativi, e l’afflittività della sanzione, tenendo conto non solo della pena principale, ma anche delle pene accessorie e della confisca**[24]. In particolare, alla Corte d’Appello è prescritto di considerare l’incidenza del fatto sulla fiducia degli investitori nel mercato e l’impatto sul buon funzionamento di questo, ma anche tutti gli elementi soggettivi e oggettivi che influiscano sul rapporto tra sanzione e disvalore del fatto[25]: tra questi, il comportamento collaborativo dell’imputato e l’episodicità della sua condotta[26]. Specifica la Corte che la **disapplicazione della norma che commina la sanzione penale, qualora la sanzione amministrativa già inflitta esaurisca il bisogno di punizione, è ipotesi rara ma non paradossale**, soprattutto in un settore, come quello degli abusi di mercato, in cui l’apparato sanzionatorio penale fa spesso eco alla severità draconiana delle sanzioni amministrative per prime inflitte; al giudice penale, chiamato a bilanciare le istanze di tutela dell’integrità dei mercati con il rispetto delle garanzie individuali, **non deve essere di ostacolo né il principio di obbligatorietà dell’azione penale, né il principio di legalità sulle cui basi si fonda la teoria dell’illecito penale nel nostro ordinamento**[27]. La Corte richiama l’ordinanza n. 48 del 2017 della Corte Costituzionale, che da ultima ha ribadito il dovere, imposto al giudice nazionale dall’art. 11 della Costituzione, di dare piena applicazione alle norme dell’Unione europea dotate di efficacia diretta e non applicare le norme interne ritenute con esse inconciliabili[28].

[1] M. Zanchetti, *Il diritto penale del mercato finanziario*, in *Diritto penale. Parte speciale*, vol. II, *Tutela penale del patrimonio*, a cura di Pulitanò, Torino, 2013, p. 458.

[2] M.A. Manno, *Profili penali dell’insider trading*, Milano, 2012, a p. 59.

[3] F. Mucciarelli, *L’abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, p. 1467.

[4] M.A. Manno, *Profili penali dell’insider trading*, Milano, 2012, a p. 60-61.

[5] *Markus Gelti c. Daimler AG*, del 28.6.2012.



[6] M. Zanchetti, *Il diritto penale del mercato finanziario*, in *Diritto penale. Parte speciale*, vol. II, *Tutela penale del patrimonio*, a cura di Pulitanò, Torino, 2013, p. 458 e F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, p. 135.

[7] F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, p. 135 e G. Marinucci – E. Dolcini, *Manuale di diritto penale. Parte generale*, Milano, 2012, p. 207.

[8] F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, p. 129 e M. Zanchetti, *Il diritto penale del mercato finanziario*, in *Diritto penale, Parte speciale*, vol. II, *Tutela penale del patrimonio*, a cura di Pulitanò, Torino, 2013, p. 456.

[9] F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, p. 129 e M. Zanchetti, *Il diritto penale del mercato finanziario*, in *Diritto penale, Parte speciale*, vol. II, *Tutela penale del patrimonio*, a cura di Pulitanò, Torino, 2013, p. 456.

[10] p. 25 della sentenza.

[11] p. 25 della sentenza.

[12] E. Basile, *Riforma del market abuse: quando la toppa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo)* (<https://www.penalecontemporaneo.it/d/5706-riforma-del-market-abuse-quando-la-toppa-parlamentare-e-peggiore-del-buco-governativo#https://www.penalecontemporaneo.it/d/5706-riforma-del-market-abuse-quando-la-toppa-parlamentare-e-peggiore-del-buco-go>), in *Dir. pen. cont.*, 14 novembre 2017.

[13] F. Mucciarelli, *Riforma penalistica del market abuse: l'attesa continua*, in *Dir. pen. proc.*, 2018, n. 1, p. 5 ss.

[14] D. Voza, *I confini applicativi del principio del ne bis in idem interno in materia penale: un recente contributo della corte di giustizia dell'Unione Europea* (<https://www.penalecontemporaneo.it/d/2226-i-confini-applicativi-del-principio-del-ne-bis-in-idem-interno-in-materia-penale-un-recente-contrib>), in *Dir. pen. cont.*, 15 aprile 2013.

[15] Per tutti, F. Viganò, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani* (<https://www.penalecontemporaneo.it/d/4459-ne-bis-in-idem-e-contrasto-agli-abusi-di-mercato-una-sfida-per-il-legislatore-e-i-giudici-italiani>), in *Dir. pen. cont.*, 8 febbraio 2016, e 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* (<https://www.penalecontemporaneo.it/d/2895-uno-piu-uno-a-strasburgo-fa-due-l-italia-condannata-per-violazione-del-ne-bis-in-idem-in-tema-di-ma>), in *Dir. pen. cont.*, 9 marzo 2014.

[16] F. Viganò, *La grande camera della corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio* (<https://www.penalecontemporaneo.it/d/5063-la-grande-camera-della-corte>)



*strasburgo-su-ne-bis-in-idem-e-doppio-binario-sanzionatorio*), in *Dir. pen. cont.*, 18 novembre 2016; P. Fimiani, *Market abuse e doppio binario sanzionatorio dopo la sentenza della Corte e.d.u., Grande Camera, 15 novembre 2016, A e B c. Norvegia* (<https://www.penalecontemporaneo.it/d/5209-market-abuse-e-doppio-binario-sanzionatorio-dopo-la-sentenza-della-corte-edu-grande-camera-15-novem>), in *Dir. pen. cont.*, 8 febbraio 2017.

[17] A. Galluccio, *La grande sezione della corte di giustizia si pronuncia sulle attese questioni pregiudiziali in materia di bis in idem* (<https://www.penalecontemporaneo.it/d/5931-la-grande-sezione-della-corte-di-giustizia-si-pronuncia-sulle-attese-questioni-pregiudiziali-in-mat#https://www.penalecontemporaneo.it/d/5931-la-grande-sezione-della-corte-di-giustizia-si-pronuncia-sulle->), in *Dir. pen. cont.*, 21 marzo 2018.

[18] A. 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* (<https://www.penalecontemporaneo.it/d/5914-ne-bis-in-idem-e-reati-tributari-la-consulta-restituisce-gli-atti-al-giudice-a-quo-perche-tenga-con>), in *Dir. pen. cont.*, 13 marzo 2018.

[19] Per il primo caso di applicazione, da parte della Cassazione, dei criteri di stretta connessione e proporzionalità, F. Mucciarelli, *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem: la Corte di cassazione e i criteri di stretta connessione e di proporzionalità* (<https://www.penalecontemporaneo.it/d/6272-illecito-penale-illecito-amministrativo-e-ne-bis-in-idem-la-corte-di-cassazione-e-i-criteri-di-stre>), in *Dir. pen. cont.*, 17 ottobre 2018.

[20] Sez. 5, n. 49869 del 21/09/2018.

[21] Sez. 5, n. 45829 del 16/07/2018.

[22] Sez. 5, n. 5679 del 19/11/2019.

[23] Per un caso in cui la Corte d'Appello ha tenuto conto dell'art. 187-terdecies ai fini della commisurazione del trattamento sanzionatorio C. Pagella, *Riflessi applicativi del principio di proporzione del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato per fatti di market abuse e punibilità dell'“insider di sé stesso”: la Corte d'Appello di Milano sul caso Cremonini* (<https://www.penalecontemporaneo.it/d/6743-riflessi-applicativi-del-principio-di-proporzione-del-trattamento-sanzionatorio-complessivamente-ir>), commento a Corte App. Milano, Sez. II, sent. 15 gennaio 2019 (dep. 15 aprile 2019), n. 284, Pres. Corraja, Rel. Puccinelli, in *Dir. pen. cont.*, 20 giugno 2019.

[24] P. 44 della sentenza.

[25] P. 44-45 della sentenza.

[26] P. 46 della sentenza.



[[27](#)] P. 46-47 della sentenza.

[[28](#)] P. 47 della sentenza.



## MATERIALI CORRELATI

14 Luglio 2023

In ricordo di Giorgio Ambrosoli, 44 anni dopo (</it/opinioni/in-ricordo-giorgio-ambrosoli-44-anni-dopo>)

Eugenio Fusco (</it/autori-di-sp/fusco-eugenio>)

22 Giugno 2023

La proporzionalità della pena in materia di abusi di mercato. Profili problematici di un sindacato diffuso di ri-equilibrio sanzionatorio (</it/articolo/silva-la-proporzionalita-della-pena-in-materia-di-abusi-di-mercato-profilo-problematici-di-un-sindacato-diffuso-di-ri-equilibrio-sanzionatorio>)

Chiara Silva (</it/autori-di-sp/silva-chiara>)

06 Aprile 2023

La dichiarazione di fallimento quale causa ostativa al sequestro preventivo ex art. 12-bis d.lgs. 74/2000: rimessa la questione alle Sezioni Unite (</it/scheda/colombo-la-dichiarazione-di-fallimento-quale-causa-ostativa-al-sequestro-preventivo-ex-art-12-bis-dlgs-74-2000-rimessa-la-questione-alle-sezioni-unite>)

Davide Colombo (</it/autori-di-sp/colombo-davide>)

24 Febbraio 2023

Le Sezioni unite confermano la tacita abrogazione dell'art. 39 l. 262/2005 in punto di raddoppio di pene per il reato di abusiva attività finanziaria (informazione provvisoria) (</it/notizie/le-sezioni-unite-si-confermano-la-tacita-abrogazione-dellart-39-l-262-2005-in-punto-di-raddoppio-di-pene-per-il-reato-di-abusiva-attivita-finanziaria>)

24 Novembre 2022

Il paradigma del ne bis in idem tra proporzionalità assorbente, rinnovata concezione processuale e overlapping protection (</it/articolo/della-valentina-paradigma-ne-bis-in-idem-tra-proporzionalita-assorbente-concezione-processuale-e-overlapping-protection>)

Jacopo Della Valentina (</it/autori-di-sp/della-valentina-jacopo>)

26 Settembre 2022



Conservazione di dati di traffico di comunicazioni elettroniche e market abuse: una rilevante decisione della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (/it/scheda/mucciarelli-conservazione-dati-traffico-elettronico-market-abuse-sentenza-cgue)

Francesco Mucciarelli (/it/autori-di-sp/mucciarelli-francesco)

27 Luglio 2022

Qualche breve riflessione sulla proposta di riforma del diritto penale fallimentare (/it/scheda/riflessioni-proposta-riforma-diritto-penale-fallimentare)

Ciro Santoriello (/it/autori-di-sp/santoriello-ciro)

14 Luglio 2022

Tsonyo Tsonev c. Bulgaria: un'occasione per riflettere sulla portata del ne bis in idem "europeo" (/it/articolo/corte-edu-tsonyo-tsonev-bulgaria-sul-ne-bis-in-idem-europeo)

Giorgio Ardizzone (/it/autori-di-sp/)

07 Luglio 2022

Proposte di revisione ai reati fallimentari: la relazione della Commissione Bricchetti (/it/scheda/mucciarelli-proposte-revisione-reati-fallimentari-relazione-commissione-bricchetti)

Francesco Mucciarelli (/it/autori-di-sp/mucciarelli-francesco)

24 Marzo 2022

La relazione del Massimario sulle disposizioni di rilievo penalistico della l. 238/2021 (c.d. legge europea): novità in tema di criminalità informatica, pedopornografia e abusi di mercato (/it/documenti/relazione-massimario-2022-legge-europea-2019-2020-criminalita-informatica-pedopornografia-abusi-mercato)

13 Ottobre 2021

Insider di sé stesso e abuso di informazioni privilegiate: la Corte di cassazione conferma la punibilità anche del creatore della notizia (/it/scheda/cassazione-31507-2021-abuso-informazioni-privilegiate-insider-se-stesso-punibilita-creatore-notizia)

Dalila Federici (/it/autori-di-sp/federici-dalila)

26 Aprile 2021

La Cassazione ritiene configurabile l'insider trading anche in caso di coincidenza soggettiva tra 'creatore' e 'utilizzatore' delle informazioni privilegiate (informazione provvisoria) (/it/notizie/cassazione-informazione-provvisoria-insider-trading-alterita-soggettiva-creatore-utilizzatore)



03 Febbraio 2021

La Corte di giustizia riconosce il diritto al silenzio nell'ambito dei procedimenti amministrativi "punitivi" (/it/scheda/corte-di-justizia-nemo-tenetur-se-deteger-sanzioni-amministrative-punitive-abusi-di-mercato)

Enrico Basile (/it/autori-di-sp/basile-enrico)

21 Gennaio 2021

Cripto-valute e abusivismo finanziario: cripto-analogia o interpretazione estensiva? (/it/sentenza/dalaiti-nota-a-cass-26807-2020-cripto-valute-e-abusivismo-finanziario-cripto-analogia-o-interpretazione-estensiva)

Francesco Dalaiti (/it/autori-di-sp/dalaiti-francesco)

28 Dicembre 2020

L'ente nel doppio binario punitivo. Note sulla configurazione metaindividuale dei doppi binari sanzionatori (/it/articolo/tripodi-lente-nel-doppio-binario-punitivo-note-sulla-configurazione-metaindividuale-dei-doppi-binari-sanzionatori)

Andrea Francesco Tripodi (/it/autori-di-sp/tripodi-andrea-francesco)

03 Agosto 2020

Anatomia del ne bis in idem: da principio unitario a trasformatore neutro di principi in regole (/it/articolo/bin-trimestrale-anatomia-ne-bis-in-idem)

Ludovico Bin (/it/autori-di-sp/bin-ludovico)

12 Dicembre 2019

I presupposti della garanzia convenzionale al ne bis in idem: dalla Grande Camera nuove precisazioni (/it/scheda/grande-camera-cedu-presupposti-garanzia-ne-bis-in-idem-nuove-precisazioni)

Alessia Careri (/it/autori-di-sp/careri-alessia)

18 Novembre 2019

Discorso del Santo Padre Francesco ai partecipanti al XX Congresso mondiale dell'Associazione Internazionale di Diritto Penale (/it/documenti/discorso-papa-francesco-ai-partecipanti-al-xx-congresso-mondiale-della-associazione-internazionale-di-diritto-penale)





Editore ASSOCIAZIONE "PROGETTO GIUSTIZIA PENALE" - C.F. 97792250157

Direttore Responsabile Prof. Gian Luigi Gatta

✉ [redazione@sistemapenale.it](mailto:redazione@sistemapenale.it)

📍 c/o Università degli Studi di Milano, Dipartimento di Scienze Giuridiche "C. Beccaria"

📍 Via Festa del Perdono, 7 - 20122 MILANO

Iscrizione nel pubblico registro della stampa n. 239 del 06/11/2019 - Tribunale di Milano.



# NEWSLETTER

Iscrivendoti riceverai via email gli aggiornamenti.

Autorizzo il trattamento dei miei dati ai sensi degli articoli 13 e 14 del Regolamento UE 679/2016 del 27/04/2016. Leggi l'informativa (/it/privacy-e-cookie)

 EMAIL

## ISCRIVITI



(<https://www.facebook.com/SistemaPenale>) (<https://www.instagram.com/SistemaPenale>) (<https://www.linkedin.com/company/SistemaPenale>)  
 (CC) BY-NC-ND (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)

/Sistema Penale - Associazione-Progetto-Giustizia-Penale

Penale- ([sistemapenale.it](http://sistemapenale.it))      PRIVACY E COOKIE (/IT/PRIVACY-E-COOKIE)      CODICE ETICO (/IT/CODICE-ETICO)

PEER REVIEW (/IT/PEER-REVIEW)      CONTATTI (/IT/CONTATTI-SISTEMA-PENALE)

113203233453609)

