



## **Rivista di diritto amministrativo**

Pubblicata in internet all'indirizzo [www.amministrativamente.com](http://www.amministrativamente.com)

### **Diretta da**

Gennaro Terracciano, Piero Bontadini, Stefano Toschei,  
Mauro Orefice e Domenico Mutino

### **Direttore Responsabile**

Marco Cardilli

### **Coordinamento**

Valerio Sarcone

# FASCICOLO N. 9/2013

## estratto

Registrata nel registro della stampa del Tribunale di Roma al n. 16/2009  
ISSN 2036-7821

eurilink

## Comitato scientifico

Bonfiglio Salvatore, Carloni Enrico, Castiello Francesco, Cittadino Caterina, D'Alessio Gianfranco, Di Pace Ruggiero, Gagliarducci Francesca, Gardini Gianluca, Gattamelata Stefano, Greco Maurizio, Laurini Giancarlo, Liccardo Gaetano, Mari Angelo, Marini Francesco, Mastrandrea Gerardo, Matera Pierluigi, Merloni Francesco, Palamara Luca, Palma Giuseppe, Panzironi Germana, Patroni Griffi Filippo, Piazza Angelo, Pioggia Alessandra, Puliati Helene, Realfonzo Umberto, Schioppa Vincenzo, Sciascia Michel, Sestini Raffaello, Spagnoletti Leonardo, Staglianò Giuseppe, Storto Alfredo, Titomanlio Federico, Tomassetti Alessandro, Uricchio Antonio, Volpe Italo.

## Comitato di redazione

Laura Albano, Sonia Albertosi, Federica Angeli, Daniela Bolognino, Caterina Bova, Silvia Carosini, Sergio Contessa, Marco Coviello, Ambrogio De Siano, Federico Dinelli, Francesca Romana Feleppa, Luigi Ferrara, Fortunato Gambardella, Flavio Genghi, Concetta Giunta, Giuliano Gruner, Laura Lambertini, Laura Letizia, Roberto Marotti, Massimo Pellingra, Benedetto Ponti, Carlo Rizzo, Francesco Rota, Stenio Salzano, Ferruccio Sbarbaro, Francesco Soluri, Marco Tartaglione, Stefania Terracciano, Manuela Veronelli, Angelo Vitale, Virginio Vitullo.

# L'evoluzione legislativa dell'insider trading a livello nazionale e comunitario

di **Cristiana Panebianco\***

## *Sommario*

---

1. Premessa; 2. Aspetti generali della tutela del risparmio; 3.L'informazione finanziaria quale presupposto per i processi di "decision making"; 4.Il fenomeno dell'insider trading; 5.I primi passi della legislazione comunitaria: la direttiva 89/592/CE; 6.L'avvio della legislazione italiana: la legge 157 del 1991;7.La direttiva comunitaria 2003/6/CE; 8.Il quadro sanzionatorio all'interno della doppia tutela legislativa nella cornice dell'ordinamento legislativo comunitario in Italia e negli altri Paesi UE; 9. Cenni sul sistema sanzionatorio di altri Paesi europei; 9. Il deficit di democrazia nella normativa comunitaria: riflessioni conclusive.

---

\* Il lavoro è stato sottoposto ad una preventiva valutazione da parte di due referee anonimi.

## 1. Premessa

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di rappresentare un momento di analisi e di sintesi in materia di *insider trading* e, segnatamente, in riferimento alla sua evoluzione normativa, posta al crocevia tra il diritto comunitario e nazionale.

E' constatazione pacifica, infatti, che gran parte del diritto del mercato mobiliare, all'interno del quale si colloca la tematica degli abusi e delle manipolazioni di mercato, sia di derivazione comunitaria. Non fanno eccezione, come parti del diritto del mercato mobiliare, il diritto penale e quello amministrativo che, sebbene si ricolleghino a normative interne di rango primario, appaiono condizionati, in misura sempre maggiore, dal diritto comunitario ed europeo.

La direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo del Consiglio di Europa relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione di mercato, adottata il 28 gennaio 2003, rappresenta il punto di partenza del percorso legislativo che la materia in parola ha subito.

Tale direttiva informa la normativa interna di recepimento a cominciare dalle disposizioni introdotte nel Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria, il decreto legislativo 24 febbraio 1998 n.58, dalla legge n. 62 del 18 aprile 2005 (legge comunitaria 2004) e dalla legge 262 del 28 dicembre 2005.

E' necessario anche evidenziare come, relativamente alla normativa interna di recepimento, il ruolo delle fonti regolamentari e di altri atti nella descrizione della fattispecie di illecito in materia di manipolazione di mercato, appaia nondimeno peculiare e gravido di conseguenze sul piano degli effetti legislativi.

## 2. Aspetti generali della tutela del risparmio

L'economia attuale si fonda, prevalentemente, sul settore finanziario: concetto che va ribadito specie per ciò che concerne l'impresa, la cui attività finanziaria assicura profitti maggiori rispetto a quelli ottenibili con l'attività produttiva industriale in senso proprio, ma anche per le "famiglie", la cui liquidità risparmiata, confluisce con sempre maggiore frequenza nel mercato finanziario.

Correlativamente, si è osservata una evoluzione del concetto di "risparmio": dalla tradizionale visione intesa come fondo non speso, rimasto nella disponibilità materiale del titolare si è passati all'affidamento del risparmio alle banche, secondo uno schema scevro di rischi in ordine alla futura restituzione del denaro impiegato e mediato da forme contrattuali di più rapida comprensione e, infine, alla confluenza diretta nel mercato finanziario – del risparmio medesimo – per mezzo di strumenti contrattuali aventi ad oggetto prodotti finanziari.

L' articolo 117 Cost., come riformato nel 2001, fornisce prova di tale fenomeno, abbinando la tutela del risparmio a quella dei mercati finanziari. Trattati qualificanti l'odierna forma sono sia l'elevata rischiosità dell'operazione negoziale, quanto alla futura restituzione delle risorse e l'estrema complessità dei requisiti dello scambio tra bene presente (il denaro) e sia la promessa di un bene futuro (la restituzione), per la cui comprensione è, infatti, richiesto un ingente patrimonio conoscitivo e una costante acquisizione di informazioni.<sup>1</sup>

La tematica dell'informazione assume, dunque, un valore centrale e dirimente. La circostanza che l'*homo oeconomicus*, in quanto soggetto razionale, orienti le proprie scelte nella direzione suggerita dalle informazioni di cui dispone<sup>2</sup> ha, come naturale conseguenza, che la conoscenza anticipata di

La tematica dell'informazione assume, dunque, un valore centrale e dirimente. La circostanza che l'*homo oeconomicus*, in quanto soggetto razionale, orienti le proprie scelte nella direzione suggerita dalle informazioni di cui dispone<sup>2</sup> ha, come naturale conseguenza, che la conoscenza anticipata di

La tematica dell'informazione assume, dunque, un valore centrale e dirimente. La circostanza che l'*homo oeconomicus*, in quanto soggetto razionale, orienti le proprie scelte nella direzione suggerita dalle informazioni di cui dispone<sup>2</sup> ha, come naturale conseguenza, che la conoscenza anticipata di

<sup>1</sup> Cfr. G. COSTI, *Informazione e Mercato finanziario*, in *Banca, impr. soc.*, II, 1989, p. 214 ss.

<sup>2</sup> Ciò, almeno, in linea teorica. E' osservazione ricorrente, in effetti, che la realtà dei mercati finanziari è ben lontana da un modello "ideale" nel quale il comportamento dei singoli partecipanti è costantemente guidato da criteri razionali, fondati sull'analisi critica delle informazioni disponibili giacchè, al contrario, le scelte degli investitori-soprattutto non professionali- sono, spesso, orientate da fattori emotivi quali il panico, l'euforia, l'imitazione, l'abitudine.R. ROR-DORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. Comm.*, 2002.

notizie, economicamente significative, si traduca in una forma di pre-potere nei rapporti negoziali, nella misura in cui consente all'operatore meglio informato di concludere contratti a condizioni favorevoli speculando sul *gap* conoscitivo altrui.<sup>3</sup> Chi è in grado di sapere, quindi, assume una posizione di vantaggio evidente.

Riferibile alla generabilità dei rapporti di scambio, il fenomeno si colora di significati del tutto particolari nel mercato finanziario.

I prodotti ivi in vendita sono, difatti, intrinsecamente "opachi": non si pesano, non si assaggiano, non si toccano, non si apprezzano con lo sguardo ma si valutano, essenzialmente, in base a "vicende e prospettive sottostanti," inerenti, *in primis*, alla sfera dell'emittente; ciò moltiplica le occasioni di creazione di dislivelli conoscitivi circa i fattori rilevanti, ai fini della formazione dei prezzi e amplifica la loro attitudine a convertirsi in lucro. Al tempo stesso, le operazioni compiute nel mercato finanziario sono, in massima parte, negoziazioni a carattere impersonale e di massa: tale specificità, rende problematica la tutela di chi abbia negoziato a condizioni svantaggiose tramite gli strumenti di diritto comune che, nelle contrattazioni *vis-à-vis*, si prestano a colpire la slealtà della parte maggiormente informata: quali, in campo civilistico, i principi di correttezza e buona fede nelle trattative prenegoziali (articolo 1337, 1349, 1440 c.c.); o, sul versante penale, la truffa contrattuale mediante silenzio o reticenza (articolo 640 c.p.).

Costatazione, questa, tanto più allarmante se si pensa che la "vitalità" del mercato finanziario - quale luogo nevralgico di trasformazione del capitale di risparmio in capitale d'investimento - dipende dalla fiducia che esso è in grado di ispirare ai risparmiatori: laddove, per contro, la convinzione di trovarsi esposti a fattori anormali di alterazione del rischio negoziale, allontana, inevi-

tabilmente, i risparmiatori dal circuito, spingendoli verso forme alternative di impiego delle proprie risorse.

E' necessario garantire, quindi, *l'egalité des armes* nei riguardi di tutti i "partecipanti" al mercato ma risulta evidente la difficoltà di tale obiettivo.

E', a tal punto, doveroso evidenziare come la fisionomia del soggetto risparmiatore si sia modificata - maggiormente - negli ultimi anni a causa della crisi internazionale che ha determinato una flessione della propensione al risparmio delle famiglie italiane rispetto a quella media dell'area euro.<sup>4</sup>

### 3. L'informazione finanziaria quale presupposto per i processi di "decision making"

L'abituale e largo appello che gli emittenti<sup>5</sup> quotati rivolgono al pubblico risparmio postula, che essi rispondano in maniera esclusiva al *need for disclosure* espresso dai risparmiatori-investitori, così che questi ultimi possano disporre degli elementi informativi necessari a fondare i loro processi di *decision making*, finalizzati all'assunzione di decisioni d'investimento circa la migliore allocazione del loro risparmio.

Si deve sottolineare che l'esigenza di trasparenza informativa nel settore finanziario, risulta particolarmente pressante se si osserva l'aspetto più francamente legato alla natura dei prodotti finanziari che, come sottolineato, sono i protagonisti della negoziazione e dello scambio nei mercati mobiliari e che, possiamo definire, "beni futuri," di consistenza essenzialmente giuridica<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> I dati della contabilità nazionale rilevano tra il 2008 ed il 2010 una diminuzione significativa del tasso di risparmio delle famiglie consumatrici, dal 12,1 al 9,7% del loro reddito disponibile lordo; nel 1991 il tasso era più del doppio, pari al 23,8%. L'indagine sui bilanci delle famiglie (IBF) conferma questa importante contrazione. Rapporto della Banca d'Italia sul Risparmio, Febbraio 2013.

<sup>5</sup> S'intendono i soggetti che emettono strumenti finanziari sotto la vigilanza della Consob.

<sup>6</sup> La caratteristica fondamentale del Mercato finanziario è quella di possedere una ricchezza virtuale: quando si offre al pubblico un prodotto finanziario, si offre, sostanzialmente, l'informazione di una ricchezza e, quindi, per definizione

---

<sup>3</sup> Vedasi V. ZENO ZENCHOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, in *Dir. Inf.* 2005, p. 929 [nonché in F. GALGANO-G. VISINTINI (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, Padova, 2006, p. 157.

La loro esatta individuazione dipende, si vuole ribadirlo, unicamente, dal grado d'informazione conseguibile circa le loro caratteristiche reali.

Informazione che non è in possesso dell'investitore-risparmiatore ma è, invece, nella piena disponibilità dell'investitore istituzionale o professionale.

Il prodotto finanziario diventa così pericoloso: un "bene intrinsecamente pericoloso", per il risparmiatore giacché riassume in sé margini di rischio elevatissimi che risultano direttamente proporzionali al *gap* conoscitivo.

Il rapporto, dunque, tra l'investitore professionale e l'investitore risparmiatore rimane contrassegnato, sin dalla sua nascita, da una *disuguaglianza* di base che potremmo definire, in un primo tempo informativa e in un secondo tempo, economica.

Possiamo concludere stabilendo senza ombra di dubbio che soltanto l'eliminazione del *gap* conoscitivo permetterebbe al risparmiatore l'allocatione ottimale delle sue risorse e, contestualmente, realizzerebbe sia l'efficienza che il buon funzionamento dei mercati finanziari, in guisa da realizzare quell'ottimo paretiano<sup>7</sup> che rimane, nonostante tutto, l'utopia della economia globale.

#### 4. Il fenomeno dell'*insider trading*

*Insider trading*, "commercio dell'iniziato", è una formula di origine statunitense ma penetrata, ormai, nell'uso comune, che designa una particolare attività ovvero quella di approfittare di vantaggi conoscitivi nell'ambito dei mercati finanziari.

La sua essenza consiste, in via di approssimazione, nello sfruttamento di informazioni atte ad influire, positivamente o negativamente, sui corsi degli strumenti finanziari, conosciute in anticipo

---

ne, una ricchezza fisicamente assente. Il prodotto è, così, pura e nuda conoscenza, informazione di una ricchezza assente. E. BOCCHINI, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, Padova, 2001.

rispetto alla generalità degli investitori, grazie a canali "privilegiati" di accesso, allo scopo di lucrare (conseguendo un profitto oppure evitando una perdita) sulla differenza tra i prezzi, prima e dopo la diffusione delle informazioni medesime.

Al riguardo, giova porre subito in evidenza come la nota di disvalore fondamentale, che rende la pratica contraria all'"etica degli affari," risieda non già nella sperequazione conoscitiva, in sé considerata, essendo illogico e contrario alla "causa dell'efficienza" penalizzare chi disponga di un maggiore bagaglio di conoscenze, soltanto perché più attivo e più attento nell'informarsi, quanto piuttosto nel fatto che ci si trova al cospetto di una sperequazione non "equa": nel senso che l'informazione nel possesso dell'insider non potrebbe, comunque, essere legalmente ottenuta dal pubblico degli investitori, a prescindere dalla loro diligenza e dalle loro risorse.

Nel mercato finanziario operano, infatti, alcuni soggetti, segnatamente gli analisti finanziari, che investono tempo e denaro nell'elaborazione e nella ricerca di dati che possiedono un significato economico, non ancora accessibili a tutti gli interessati, ma, nel concreto, dati non ancora "riflessi" nel prezzo dei titoli, ricavandone, così, posizioni di vantaggio informativo: posizioni che, tuttavia, la *business community* accetta di vedere sfruttate, in quanto scaturenti da un'attività avente un autonomo "merito economico" e, al tempo stesso, utile ai fini della migliore funzionalità del mercato.

Ben diverso è il caso in cui la supremazia conoscitiva scaturisca dal mero svolgimento di un determinato ruolo, già di per sé autonomamente remunerato, che pone l'agente in via stabile oppure temporanea, a diretto contatto con il luogo di "formazione" della notizia; tattile risulta, infatti, la differenza.

Chi siede nella "stanza dei bottoni" o vi ha comunque accesso in ragione e della propria professione o ufficio – come, ad esempio, l'avvocato o il verificatore di una società – è in grado di apprendere, in anteprima e solo per tale sua qualità- informazioni qualificate e pertanto idonee a

determinare, una volta divulgate, variazioni sensibili sui prezzi degli strumenti finanziari (ad esempio, la decisione di una società di lanciare un' *o.p.a.*<sup>8</sup> su altra società ovvero il realizzarsi di uno scostamento di risultati economici di periodo rispetto a quelli attesi): *in facto*, informazioni capaci di realizzare un lucro parassitario, intervenendo sul mercato dei titoli. Ed è questo secondo tipo di intervento che risulta, intrinsecamente, scorretto perché fondato su di un abuso di posizione.

La caratteristica dirimente, dunque, nell'insider trading è l'informazione, non una qualunque ma quella riservata, *rectius* privilegiata poiché è quest'ultima che attribuisce un potere rivoluzionario a colui che la possiede reealizzando una sorta di oligarchia finanziaria.

Da ciò si ricava come l'insider trading rappresenti una pratica illecita e nettamente distinta dalla semplice e lecita "speculazione": vocabolo, questo ultimo privo, in ambito borsistico, della venatura di riprovazione che di contro, lo connota nel linguaggio comune.

Anche lo "speculatore" interviene sul mercato, non per effettuare investimenti durevoli ma per lucrare, nel breve termine, sul cosiddetto *differenziale* delle quotazioni: ciò, tuttavia, in base a previsioni circa il futuro andamento dei prezzi, fondate su analisi e valutazioni più o meno approfondite, dei dati già noti ossia quelli a conoscenza del pubblico e, dunque, caratterizzate - a differenza di quelle dell'insider - da significativi margini di aleatorietà. A differenza delle manovre volte a produrre alterazioni dei prezzi- la cui punizione è storicamente radicata nell'ordinamento italiano nell'articolo 501 del codice penale, l'insider trading ha fatto la sua comparsa "uffi-

ciale" sulla scena penalistica solo nell'ultimo turno del secolo scorso.

L'evento si colloca nel solco del processo di "americanizzazione" del diritto penale in materia economica, caratteristico degli ultimi decenni: vale a dire quel processo per cui le soluzioni giuridiche adottate nei Paesi del mondo occidentale, in tema di criminalità degli affari, hanno manifestato, sempre più, la tendenza a riflettere le linee di politica criminale affermatesi negli Stati Uniti d'America.<sup>9</sup>

"Americanizzazione," beninteso, non vuole essere, , sinonimo di "imperialismo giuridico" seppur non sono mancate, in certi casi, pressioni dirette e indirette da parte degli Stati Uniti affinché la comunità internazionale adottasse un certo modello normativo.

Più spesso si è trattato, invece, della libera adozione- da parte degli Stati membri - di soluzioni considerate come le più appropriate, nel contesto di un'economia globalizzata, al fine di accrescere la competitività dei singoli mercati.

### **5.I primi passi della legislazione comunitaria: la direttiva 89/592/CE**

I primi progetti di legge italiana, riguardanti l'insider trading, furono presentati in Parlamento verso la fine degli anni '70, ma soltanto l'esigenza di dare attuazione alla specifica direttiva comunitaria, la direttiva 89/59 nel frattempo intervenuta, aveva indotto il legislatore ad adottare un apposito atto nel 1991 ossia la legge n. 157 del 17 maggio.

Del resto, ancora pochi anni prima, tra gli Stati membri della Comunità europea, solo la Francia e il Regno Unito avevano seguito l'esempio degli Stati Uniti di sanzionare penalmente l'utilizzo d'informazioni privilegiate mentre, era, già vivace il dibattito, nella letteratura giuridica ed economica, fra coloro che condannavano il fenomeno insider e coloro che, come i componenti delle

---

<sup>8</sup> Per offerta pubblica di acquisto ovvero OPA s'intende ogni offerta, invito ad offrire un messaggio promozionale finalizzato all'acquisto di prodotti finanziari; dunque, una sollecitazione al disinvestimento. Secondo il regolamento Consob 11971799, si considera un'OP, se rivolta ad un numero di soggetti superiore alle cento unità e se riguarda un valore complessivo dei titoli oggetto di offerta pari a 2.500.000,00.

---

<sup>9</sup> In questi termini, A. NIETO MARTIN, *Américanisation ou européanisation du droit pénal économique*, 2006.

cosiddetta Scuola di Chicago<sup>10</sup> vedevano nell'insider, al contrario, il contributo forte all'efficienza del mercato e segnatamente, interpretavano l'insider come il canale attraverso cui le informazioni raggiungono il mercato e vengono, gradualmente, incorporate nei prezzi che vi si formano.

Adottando, dunque, nel 1989, la direttiva n. 89/592/CE che, impegnava gli Stati membri a sanzionare efficacemente le condotte d'insider trading, il legislatore europeo compie il primo passo – netto- nella direzione sanzionatoria, facendo propria la più rilevante delle tesi: quella, cioè, per cui un atteggiamento permissivo ed indulgente determinerebbe la perdita di fiducia da parte dei risparmiatori circa il corretto funzionamento del mercato e li indurrebbe ad allontanarsene, privandolo della necessaria liquidità e perciò danneggiando tutti gli operatori.

La direttiva comunitaria nasceva quindi, essenzialmente, per dare garanzie ai risparmiatori circa l'equo finanziamento del mercato.

Nel suo "Considerando", è degno di nota il richiamo alla fiducia che il mercato deve saper ispirare agli investitori, quasi in un rapporto simbiotico con questi ultimi.

Il bene giuridico, infatti, alla tutela del quale mira il reato in questione, è costituito dal regolare funzionamento del mercato e del meccanismo di formazione del prezzo degli strumenti finanziari, ottenuto tramite la tutela di un bene intermedio che è quello della trasparenza; di vera e propria "filosofia della trasparenza" si parla, in dottrina,<sup>11</sup> quando si richiama il principio ispiratore della odierna normativa dei mercati finanziari di cui alle Direttive CEE, tutte, in tema di tutela mobiliare.

---

<sup>10</sup> La scuola dell'ecologia sociale urbana, meglio nota come Scuola di Chicago dalla sua sede, è stata la prima scuola di sociologia urbana negli Stati Uniti d'America.

<sup>11</sup> ZANNOTTI, SEMINARA, "Art.180, Abuso d'informazioni privilegiate e agiotaggio su strumenti finanziari, in il Testo Unico della intermediazione finanziaria", a cura di RABITI BEOGNI, Milano, 1998.

Si deve considerare regolare e corretto quel funzionamento che assicura che il prezzo degli strumenti finanziari si formi sulla base della domanda e dell'offerta, escludendo dalla contrattazione coloro che sfruttano un vantaggio informativo illegittimamente ottenuto, così da rendere "appetibile" il mercato<sup>12</sup>.

Viene sottolineato – in più parti – la negatività dell'informazione privilegiata come fattore condizionante e deturpativo e definita, dell'articolo 1, come "un'informazione che non è stata resa pubblica, che ha un carattere preciso e che concerne uno o più emittenti di valori mobiliari".

Tale direttiva, nell'articolo 2, ci fornisce la descrizione di coloro che, *in facto*, dispongono o possono disporre di un'informazione privilegiata e la cui aggettivazione, appunto, sottende un legame causale tra il soggetto e l'informazione: "coloro che, a motivo della loro qualità di membri degli organi di amministrazione, di direzione o di sorveglianza dell'emittente, dispongono di un'informazione privilegiata sfruttandola "consapevolmente", e coloro che, "in virtù della loro partecipazione nel capitale dell'emittente, possiedono un'informazione privilegiata".

Nell'articolo 3 è espresso il divieto di comunicare tale informazione privilegiata ad un terzo se non "nell'ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni" quindi è vietata la comunicazione in assenza di giustificato motivo cosiddetto "tipping" e, ancora, di raccomandare ad un terzo, in base a tale informazione privilegiata, di acquisire o cedere o di far acquisire o cedere da un terzo, valori mobiliari ammessi alla negoziazione nei mercati mobiliari, pratica definita "tuyautage".

Infine, l'articolo 13, affida a ciascun Stato membro il compito di applicare le sanzioni, in caso di violazioni che devono essere "sufficientemente dissuasive."

---

<sup>12</sup> Di "appetibilità del mercato" parla MUCCIARELLI, *L'abuso di informazione privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Diritto Penale e Processo*, 12/2005, p. 1465.

Da questo rapido excursus possiamo ricavare una considerazione di segno positivo nei riguardi di questo atto comunitario che, senza dubbio, ha segnato il primo passo delle battaglie europee contro la manipolazione di mercato in generale e del reato di insider trading in particolare.

## 6. L'avvio della legislazione italiana: la legge 157 del 1991

La legge italiana n. 157/1991 – come già evidenziato – ha segnato il primo piano verso una compiuta disciplina del fenomeno dell'insider trading nell'ordinamento nazionale.

Ponendosi come attuazione della direttiva comunitaria 89/592, riproduce fedelmente le norme afferenti e, tuttavia, vi sono aspetti differenti.

L'articolo 1 qualifica, correttamente, come valori mobiliari tutti quelli ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati<sup>13</sup> italiani o di altri Paesi della Comunità europea e il successivo articolo realizza un espresso divieto ovvero quello di "*acquistare o vendere ovvero compiere altre operazioni, anche per interposta persona su valori mobiliari qualora si posseggano informazioni riservate ottenute in virtù della partecipazione al capitale di una società ovvero in ragione dell'esercizio di una funzione anche pubblica, professione o ufficio*".

---

<sup>13</sup> Mercato regolamentato è quel mercato caratterizzato dalla presenza di una disciplina sull'organizzazione afferente all'operatività, ai requisiti per la quotazione, alle regole di negoziazione. Il Mercato non-regolamentato è un sistema di scambi organizzati (in inglese "*Multilateral Trading Facilities*") definito così in quanto non è soggetto ad una regolamentazione specifica che ne disciplina l'organizzazione e il funzionamento. Il Mercato non regolamentato non è perciò soggetto ad alcuna autorizzazione ma si sviluppa sulla base di proprie regole e strutture, rimessa all'autonomia degli intermediari che vi operano. Ciò non significa che tali mercati siano privi di regole e tantomeno di una forma di controllo. La legge prevede, infatti, che la Consob possa esercitare i particolari poteri di vigilanza nei confronti di tali mercati. La Consob gestisce inoltre un apposito elenco dei sistemi di scambi organizzati (anche SSO). I mercati non regolamentati sono spesso definiti anche mercati "*over the counter*" (OTC) e hanno un grado di trasparenza e di liquidità generalmente inferiore a quello dei mercati regolamentati.

L'informazione viene definita *riservata* mentre la Direttiva 89/592, lo ricordiamo, la definisce privilegiata e deve possedere un contenuto determinato, oltre che avere il carattere della clandestinità.

Interessante è, poi, l'aspetto afferente a destinatari del divieto che, la suddetta legge, divide in due grandi categorie: la prima è composta dagli azionisti che, di fatto, esercitano il controllo delle società, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, gli amministratori, i liquidatori e i dirigenti e la seconda categoria si pone come un contenitore vuoto, volontariamente aperto a tutti coloro che, recita l'articolo 5, divulgano *notizie false, esagerate o tendenziose* volte a realizzare un procurato allarme che si può definire "borsistico" ovvero che pongano in essere operazioni simulate ma idonee ad influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari.

Il quadro sanzionatorio è alquanto complesso e prevede, in caso di violazione del divieto tout-court inteso, la reclusione fino ad un anno ed una multa da euro 5.000 fino a 150.000 euro e, inoltre, la facoltà per il giudice di aumentare la multa fino al triplo quando, per la rilevante gravità del fatto, essa deve ritenersi inadeguata anche se applicata nel massimo.

La condanna, infine, comporta la pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico e uno di diffusione nazionale.

Ma l'aspetto più evidente – anche ad una esamina superficiale della cennata norma – è che non viene richiesto lo sfruttamento dell'informazione come elemento costitutivo delle fattispecie illecite: di tal che, il divieto e la sua violazione, ricorrono a prescindere che il soggetto si sia avvalso o meno dell'informazione riservata, *rectius* privilegiata nell'operazione in parola, essendo sufficiente che questi possieda informazioni riservate ottenute in virtù della sua posizione. La condotta vietata si realizza comunque e sempre in virtù del solo operare in valori mobiliari nel possesso di notizie riservate.

I riflessi di ciò sono chiari: non potendo, evidentemente, l'insider dimostrare che la sua qualità

soggettiva e, dunque, il conseguente possesso d'informazione riservata, non hanno avuto rilievo sull'operazione compiuta ma che è stata effettuata, invece, senza che quelle siano state utilizzate, la norma di fatto sancisce – tout court – un assoluto divieto a carico dei soggetti ivi ricompresi, di effettuare operazioni in valori mobiliari<sup>14</sup>.

E' d'intuitiva evidenza, come tale effetto possa essere nefasto, per il buon funzionamento del mercato.

In realtà, il disposto normativo – globalmente considerato – è risultato indeterminato e, per certi aspetti, velleitario dal momento che, se fosse stato applicato in tutte le potenzialità, avrebbe rischiato di paralizzare il mercato.

La logica conseguenza di ciò non poteva non essere che una ridottissima applicazione della legge, come confermato dall'unica sentenza di condanna per insider trading emessa nell'arco dei sette anni successivi all'entrata in vigore della legge.

### **7. La direttiva comunitaria 2003/6/CE**

E' opportuno, a questo punto temporale e legislativo, analizzare un atto comunitario di fondamentale importanza in tema d'*insider trading* che, pur solidificando gli aspetti sostanziali e procedurali fino ad ora esposti, apporta un contributo ulteriore alla materia; contributo ulteriore e dirimente.

La Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'abuso d'informazioni privilegiate e alla manipolazione, adottata il 28 gennaio 2003, d'ora in poi denominata DMA, *Directive Market Abuse*, è, per il suo contenuto, la direttiva più importante in materia.

Invero, essa rappresenta il punto di partenza vero della nostra ricerca atteso che, insieme ai relativi strumenti di attuazione, informa la relativa normativa interna di recepimento, a cominciare dalle disposizioni introdotte nel Testo Unico, dal-

---

<sup>14</sup> G. CARRIERO, *Informazione, Mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992.

la legge n. 62 del 2005 ovvero la Legge Comunitaria 2004 e dalla legge n. 262 del 2005.

La Direttiva in parola nasceva dalla necessità, sempre più forte, di creare un mercato finanziario integrato constatando che, in realtà, i mercati finanziari europei formavano una realtà estremamente eterogenea di poteri e di competenze, foriera di rigidità e lentezze, che le normative vigenti non riuscivano, completamente, a risolvere ed attenuare.

In tal prospettiva, la normativa contro l'abuso di informazioni privilegiate deve perseguire lo stesso obiettivo della normativa contro la manipolazione: *"assicurare l'integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi"*.

Su tali ragioni trova fondamento l'idea di adottare norme combinate per combattere sia l'abuso di informazioni privilegiate che la manipolazione.<sup>15</sup>

E' opportuno rammentare che tale direttiva è stata adottata, seguendo le indicazioni del Comitato dei saggi, secondo la procedura di codecisione di cui all'articolo 251, TCE, introdotta dal Trattato di Maastricht e successivamente modificata dal Trattato di Amsterdam, che conferisce al Parlamento europeo il potere di adottare atti congiuntamente al Consiglio dell'unione europea. Tale procedura prevede una o due letture e presuppone un consistente numero di contatti tra i due colegislatori (Parlamento e Consiglio), moltiplicando anche i rapporti con la Commissione europea<sup>16</sup>.

Nello specifico, è opportuna una nota tecnica: la DMA è stata approvata con la procedura Lamfalussy, con il suo più flessibile approccio regola-

---

<sup>15</sup> A. DI AMATO, *Gli abusi di Mercato*, in *Trattato di diritto penale dell'impresa*, diretto da A. DI AMATO, IX, *i reati del Mercato finanziario*, Padova, 2008.

<sup>16</sup> La procedura di co-decisione a differenza di quella di cooperazione prevista dall'articolo 252 TCE, implica il potere del Parlamento europeo di definire il contenuto di un testo legislativo comunitario e, all'occorrenza, di opporsi alla volontà del Consiglio. In altri termini, in caso di disaccordo insuperabile fra i due organi istituzionali, l'atto non può essere adottato.

mentare, dal Comitato dei Saggi, presieduto da Alexandre Lamfalussy, con il compito specifico di suggerire delle soluzioni operative alla materia della integrazione finanziaria dell'Unione europea.

La scelta del Comitato è stata quella di una procedura articolata su quattro livelli decisionali, in base ai quali le direttive dovrebbero limitarsi a principi di carattere generale finalizzati a durare nel tempo (livello 1), lasciando spazio alla Commissione europea, coadiuvata dal *European Securities Committee* (ESC) e dal *Committee of European Securities Regulators* (CESR) per la definizione delle misure di dettaglio (livello 2) e, ancora, al CESR ed alle singole autorità nazionali per la cooperazione internazionale (livello 3) e l'applicazione, il cosiddetto *enforcement* delle disposizioni (livello 4).

Sulla base delle indicazioni del metodo Lamfalussy, nella materia degli abusi di Mercato, sono stati approvati quattro atti del livello 2, da considerare *tout court* con la Direttiva madre, la DMA, che sono: il Regolamento CE n. 2273/2003 e le direttive 2003/124, 2003/125/CE, 2004/72/CE.

Passando ad osservare i principali aspetti della DMA, notiamo come la nozione di informazione privilegiata, segnatamente, non si discosti da quella fornita dall'articolo 180 TUF ma, in virtù di una clausola nuova, viene esplicitato che per ciò che riguarda le persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, rientrano tra le informazioni privilegiate, anche le informazioni relative ad ordini che stanno per essere immessi nel mercato: il cosiddetto *front running*<sup>17</sup>.

Ne consegue, quindi, che le pratiche di *front running* non sono ammesse.

Ma, di prassi ammesse si parla e per la prima volta in un atto comunitario, definendole come le

*“prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza nei mercati finanziari”* e che sono ammesse dalle Autorità competenti dopo un attento controllo di *“legalità”*.

Per quanto riguarda le misure preventive, la direttiva in parola, impone agli emittenti la sollecita pubblicazione delle informazioni privilegiate che li riguardano anche a mezzo dei propri siti internet e tale disposizione muta, completamente, quanto previsto dall'articolo 114 del Testo Unico che, invece, richiede agli emittenti di rendere pubblici i fatti che possono determinare effetti sensibili sui prezzi degli strumenti finanziari.

Considerato che questi – i fatti oggettivi – presentano, spesso, un maggior grado di certezza rispetto alle informazioni privilegiate, che, per definizione, possono essere ancora incerte, è evidente che la direttiva sottopone gli emittenti ad un regime molto più pressante di quello precedente.

La misura è preventiva e la finalità è, appunto, quella di migliorare la trasparenza dei mercati finanziari e, segnatamente, la direttiva 124, all'articolo 2, ha chiarito le modalità attraverso cui rendere pubbliche le informazioni privilegiate (mediante giornali a larga diffusione e mediante comunicazione alle Autorità competenti) ma anche, con una disposizione sostanziale, ha stabilito che l'obbligo di informare il pubblico è rispettato qualora *“al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, gli emittenti abbiano informato il pubblico”*.

L'articolo 6 del paragrafo 2, ancora, prevede che l'emittente possa decidere, a determinate condizioni e al fine di non pregiudicare a suoi legittimi interessi, la pubblicazione delle informazioni privilegiate e si cura di elencare, non esaustivamente, le circostanze che possono rilevare quali legittimi interessi, tra le quali quelle relativi alle negoziazioni in corso, nel caso in cui la comunicazione al pubblico possa compromettere l'esito o il normale andamento delle medesime.

Per converso, lo Stato membro può esigere dall'emittente la comunicazione all'autorità

---

<sup>17</sup>Di *front running* si parla, anche, nella relazione annuale della CONSOB del 2002 e viene così definito: *“abuso di Mercato che ricorre quando l'informazione privilegiata è rappresentata dalla prossima immissione sul Mercato di un ordine di acquisto o di vendita idoneo a influenzare il prezzo di un prodotto”*.

competente della decisione di ritardare la divulgazione al pubblico.

Nel paragrafo 3, infine, introduce la cosiddetta *fair disclosure*, ossia l'obbligo, per gli emittenti, di diffondere al pubblico le informazioni già fornite, intenzionalmente o meno, a terzi (tra i quali, ad esempio, gli analisti finanziari).

Il rispetto di tale obbligo deve avvenire simultaneamente, nel caso di comunicazione intenzionale, e tempestivamente, nel caso di comunicazione non intenzionale.

In tema di mantenimento della riservatezza dell'informazione privilegiata, l'articolo 6, paragrafo 3, richiede agli emittenti di istituire un registro delle persone che possiedono l'accesso alle informazioni privilegiate riguardanti, in modo diretto o in modo indiretto, l'emittente.

Le ultime due misure in tema di "*prevenzione informativa*" che la direttiva in oggetto ci offre sono riassumibili in termini di *insider dealing* e strategie operative.

L'*insider dealing* ha il carattere della misura preventiva perché comporta l'obbligo, per le persone che esercitano responsabilità di direzione presso un emittente, di notificare all'autorità competente le operazioni che effettuano sui relativi strumenti finanziari.

Tali informazioni devono essere accessibili da parte del pubblico e la notifica deve avvenire, tempestivamente, entro cinque giorni lavorativi all'autorità competente dello Stato membro in cui l'emittente è registrato.

Si ricorda che, attualmente, i soggetti in posizioni rilevanti, all'interno di un emittente quotato, comunicano regolarmente alla Borsa Italiana S.P.A. le operazioni di acquisto e di vendita, in base alle previsioni della stessa Borsa italiana sull'*insider dealing*.

Tali informazioni sono, altresì, accessibili al pubblico.

Le strategie operative, invece, riguardano le persone che producono e diffondono ricerche afferenti a strumenti finanziari, quei dati oggettivi che abbiamo già segnalato come i veri pur silenziosi protagonisti del mercato mobiliare, spesso

disaggregati ma così importanti perché presupposti fondanti la decisione finanziaria.

Ecco, questi soggetti, proprio perché depositari di una potenziale ricchezza, devono utilizzare la *diligentia del pater familias* affinché l'informazione sia presentata correttamente, devono comunicare ogni loro interesse o l'esistenza, eventualmente, di un conflitto di interessi.

Si tratta di disposizioni che potrebbero avere un notevole effetto quanto alla qualità e correttezza dell'informazione finanziaria, dovendosi applicare, non solo alla categoria degli analisti finanziari, ma anche ai giornalisti.

## **8. Il quadro sanzionatorio all'interno della doppia tutela legislativa nella cornice dell'ordinamento legislativo comunitario in Italia e negli altri Paesi UE**

Passando in rassegna le diverse legislazioni dei Paesi UE in materia di sanzioni applicabili per la fattispecie della manipolazione di mercato si nota come le differenze tra i vari Stati membri siano piuttosto dovute alla diversità degli ordinamenti interni specie rispetto alle autorità competenti all'accertamento dell'illecito e all'applicazione della sanzione.

Il riferimento va, *in primis*, alla DMA e al suo articolo 14 secondo cui: "*fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, essi sono tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, che possano essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli Stati membri sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive*".

Innanzitutto si consideri proprio la disciplina italiana in tema di manipolazione di mercato la quale – si badi – risulta essere quella che contempla le più elevate sanzioni detentive.

Stante l'articolo 185 del T.U.F. – nonché il disposto di cui all'articolo 39, comma 1 della legge 262/2005 – per l'illecito penale è prevista la pena della reclusione da due a dodici anni e quella

della multa da euro 40.000,00 a euro 10.000.000,00 che può essere aumentata dal giudice fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato nel caso in cui, per la rilevante offensività del reato, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del suddetto prodotto o profitto, essa appaia inadeguata anche se applicata nel massimo."

"Salve le disposizioni penali quando il fatto costituisce reato" l'articolo 187-ter stabilisce, inoltre, l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria da euro 100.000,00 a euro 25.000.000,00 (anch'essa modificata dall'articolo 39 della legge 262 del 2005).

In entrambi i casi è prevista la confisca – sia pur per equivalente – del prodotto o del profitto conseguito dall'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo.

L'apparato sanzionatorio italiano si arricchisce, poi, di una vasta gamma di sanzioni accessorie orientate in senso interdittivo e volte ad impedire che i soggetti possano reiterare, nell'esercizio della propria attività professionale, condotte analoghe a quelle che hanno costituito occasione o strumento dell'illecito.

A completamento del sistema, la normativa italiana prevede, infine, la responsabilità dell'ente collettivo ove l'illecito penale o quello amministrativo siano commessi nel suo interesse o a suo vantaggio da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria o funzionale.

A prescindere dal profilo della responsabilità degli enti collettivi, il quadro tracciato rispetto alla legislazione italiana – distinto in pene principali e pene accessorie, sanzioni amministrative pecuniarie/ sanzioni o misure amministrative accessorie, confisca del prodotto e del profitto e dell'illecito – sembra, in realtà, una costante nel panorama europeo stante il fatto che 24 Paesi su 29 applicano misure restrittive di vario genere mentre in 25 paesi su 29 sono previste sanzioni

penali detentive e pecuniarie e sanzioni amministrative pecuniarie.

Riguardo alla determinazione dell'entità delle sanzioni, per quelle detentive, si oscilla da un minimo di reclusione compreso tra un mese e due anni, prevista in Belgio e di tre mesi e un anno prevista in Lussemburgo, ad un massimo di quindici anni di reclusione previsto in Lettonia. Per quanto concerne, invece, le sanzioni amministrative pecuniarie, sono stabiliti tetti massimi diversi a carico delle persone fisiche e degli enti collettivi (in Finlandia da euro 10.000,00 a 200.000,00).

In qualche caso, il limite massimo della sanzione viene, poi, alternativamente determinato, in forma fissa ovvero in forma proporzionale al profitto (in Italia, ad esempio, esso ammonta a euro 75.000.000,00).

Fanno eccezione, in tal senso, il Regno Unito e la Germania, in cui non è stabilito alcun limite alle cosiddette *financial penalties*; per altro verso, il Lussemburgo, la Svezia, la Lettonia e la Danimarca che non contemplano, invece, nessuna sanzione amministrativa a carattere pecuniario.

In Germania, il massimo della sanzione pecuniaria ammonta a 1.000.000,00 e invece, il massimo della reclusione è di cinque anni.

In Spagna, la sanzione amministrativa pecuniaria, non può superare cinque volte il profitto, mentre quella penale detentiva è ricompresa tra un minimo di sei mesi ad un massimo di due anni.

Alla luce di quanto risulta dal Report CESR, può affermarsi, dunque, che la legislazione italiana si caratterizza per la completezza e varietà dell'armamentario sanzionatorio, nonché per la entità della reclusione fissata in un minimo di due anni ad un massimo di ben dodici anni.

## **9. Il deficit di democrazia nella normativa comunitaria: riflessioni conclusive.**

Alla luce di quanto esposto fino ad ora, segnatamente riguardo al sistema normativo comunitario in materia di abuso di informazione privilegiata, è opportuno domandarsi se esista o meno,

un deficit di democrazia nella normativa comunitaria.

Questo è il *puncto dolens*.

La Comunità europea, come accennavamo in sede di introduzione, rivendica sempre più spazio in relazione alla politica criminale degli Stati membri, così rispolverando l'antica ma, mai sopita, *querelle* afferente ai confini della copertura costituzionale fornita dall'articolo 11, copertura in base alla quale le norme comunitarie, direttamente applicabili, prevalgono rispetto alle norme di rango costituzionale con il limite, però, dei principi supremi dell'ordinamento nazionale e, soprattutto, dei diritti inviolabili dell'uomo.

Una certa dottrina<sup>18</sup>, in tal senso, classifica le norme comunitarie come norme di rango paracostituzionale, collocandole in un piano intermedio tra le norme "comuni" e quelle costituzionali *strictu sensu*, in guisa da descriverne la preponderanza.

In linea generale, dobbiamo considerare che la funzione normativa comunitaria è esercitata dal Consiglio dell'Unione europea<sup>19</sup>.

Tuttavia, il Parlamento e la Commissione sono coinvolti nel processo di formazione delle norme, il quale, come abbiamo visto con riferimento alla DMA, è un processo a più livelli, caratterizzato da un meccanismo di interazione istituzionale particolarmente complesso e da un controllo stringente rispetto alle competenze di esecuzione, che non coinvolge soltanto la Commissione, ma anche il Parlamento e il Consiglio medesimi.

Inoltre, tale processo è connotato anche da una forte capacità di adattamento della normativa, garantita dall'intervento costante dei comitati a vari livelli e in diverse funzioni, tanto consultive quanto propositive e di impulso anche in sede di controllo della corretta esecuzione nel rispetto delle competenze attribuite a ciascuna istituzione comunitaria.

Altro punto meritevole di attenzione, in via preliminare, è che gli atti normativi in questione non investono solo la sfera giuridica degli Stati membri ma anche, se non specialmente, "direttamente" quella dei singoli.

Ciò premesso, è evidente che mediante lo strumento caratteristico del metodo comunitario, sulla base giuridica dell'articolo 95, TCE, ovvero della disposizione che disciplina l'armonizzazione delle legislazioni - la quale, com'è noto, è affidata alle direttive - viene introdotto, nell'ordinamento nazionale, un complesso di disposizioni afferenti al sistema politico criminale e penale, la cui importanza risulta *ipsa re*.

Si potrebbe, anche azzardare, che la DMA e le sue norme di attuazione, siano introduttive di un vero e proprio *sistema sottopunitivo*, destinato ad avere grandissimo rilievo pratico, come la prassi sta già dimostrando e riflette anche *un indirizzo politico francamente comunitario, che vede estendere i confini delle attribuzioni della stessa Comunità europea sul versante della politica criminale*.<sup>20</sup>

La peculiarità risiede nella evidenza che alla legislazione nazionale non è, qui, demandato un ruolo attivo e sanzionatorio rispetto ad una materia disciplinata dal diritto comunitario, ma un ruolo meramente specificatorio di sanzioni previste e compiute *aliunde*: è la medesima norma comunitaria a prevedere e a definire la tipologia degli illeciti, per una determinata materia. Si può affermare che è possibile riconoscere competenze penali in ambito europeo e, senza voler urtare la suscettibilità di coloro i quali sono maggiormente attenti al carattere nazionale del medesimo diritto, tale affermazione è superata nei fatti ossia dal profluvio di leggi penali emanate in adempimento di normative internazionali.

Dal punto di vista contenutistico, quantomeno, la legislazione penale è, ormai da tempo, di fonte *non statuale*, segnatamente in campo economico.

---

<sup>18</sup> F. MODUGNO, *Principi di diritto costituzionale*, Torino, 2006.

<sup>19</sup> Cfr. G. TESAURO, *Diritto comunitario*, Padova, 2010.

---

<sup>20</sup> S. PREZIOSI, *La manipolazione del Mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008.

La questione relativa al deficit democratico, dunque, non può che affrontarsi se non da un'unica prospettiva ossia se il carattere nazionale della legislazione statale viene affermato con pretesa di necessità imprescindibile, occorre inevitabilmente chiedersi quali siano le ragioni sostanziali. Il collegamento della sovranità con la legislazione è istituito, nel pensiero politico e giuridico moderno, sulla base di una concezione di tipo sintetico della stessa sovranità, le cui origini si fanno risalire al pensiero di Jean Bodin<sup>21</sup>.

La sovranità, nel solco di questa prospettiva, si immedesima con il potere di legiferare, come potere assoluto e perpetuo, in cui sono ricompresi tutti gli altri diritti, di ogni sorta e tutte le prerogative fondamentali.

E' chiaro, però, che in uno Stato pluriclasse, dove l'attributo della sovranità si accompagna a quello della democraticità e della titolarità in capo al popolo della sovranità stessa, il potere di legiferare spettante in via esclusiva ed originaria ad un unico soggetto, ovvero lo Stato, non può andare sciolto da vincoli di forma e di contenuto che connotano la legalità, la quale rappresenta un'idea e un principio giuridico opposti al mero *imperium*.<sup>22</sup>

L'addebito contestato alle istituzioni internazionali e comunitarie stesse ovvero di essere sfornite di legittimazione democratica, risiede in un dato reale ma, anche, relativo ad un aspetto non di poco momento.

In effetti, se la democraticità delle istituzioni viene fondata sulla sovranità, è difficile riconoscere

un carattere pienamente democratico alla formazione comunitaria, in quanto, quest'ultima, possiede una radice non esclusivamente o non prevalentemente rappresentativa e ciò, irrimediabilmente.

Dunque, essa, potrebbe non avere legittimazione, in particolare rispetto alle materie che investono i diritti degli individui, in primo luogo quelle penali e impositive di prestazioni a carico degli stessi.

Tali premesse spingono, di logica, ad alcune considerazioni.

Innanzitutto, che la democraticità di un prodotto normativo dipenderebbe dalla natura degli organi che concorrono a formarla. Solo se esso sia determinato da organi politicamente rappresentativi e, quindi, in questo senso, anche i governi, in quanto espressione di una rappresentanza politica indiretta può considerarsi democratico e, conseguentemente, espressione dell'esercizio di un potere sovrano.

Inoltre, la democraticità di un prodotto legislativo non sarebbe, in linea di principio, graduabile perché esso è o non è espressione dell'esercizio di un potere sovrano.

D'altra parte non si può far finta che la democraticità di un prodotto normativo, così come quella delle istituzioni che lo adottano, possa essere garantita soltanto dallo schermo formale della legge (statale) di recepimento. In realtà, lo Stato è tenuto ad adottare le norme di attuazione degli strumenti comunitari ed il giudice nazionale, come ormai è giurisprudenza costante anche della Corte di Giustizia delle Comunità europee, è obbligato all'interpretazione conforme e a dare attuazione egli stesso ai precetti comunitari.

Se ciò è vero – e non si vede come possa non esserlo – si dovrebbe concludere che la normativa comunitaria di primo pilastro in materia punitiva sia da considerare priva di quel carattere democratico che costituisce la ragione d'essere del principio di legalità.

Purtuttavia, a parere di chi scrive, non sembra che tale assunto sia totalmente inattuabile.

---

<sup>21</sup> J. BODIN (Angers, 1529 – Laon, 1596) è stato un filosofo e giurista francese. Con maggior proprietà può dirsi che il Bodin si dedicò alla filosofia politica toccando tuttavia anche temi giuridici. E, proprio nell'opera giuridica, Bodin fu seguace dell'umanesimo giuridico (rifacendosi alla teoria di François Connan), impegnandosi a razionalizzare il diritto romano in modo che apparisse come un diritto universale positivamente attuato.

<sup>22</sup> P. GROSSI, *Prima lezione di diritto*, Bari, 2004. Di particolare importanza il riferimento alla pregnante democraticizzazione della scienza penale e alla sua vocazione critica e non meramente sistematizzatrice.

Innanzitutto, l'attribuzione della sovranità non deve, obbligatoriamente, ricollegarsi alla somma dei poteri sovrani ovvero ad un soggetto che li ricomprenda tutti unitariamente e inscindibilmente, lo Stato. La sovranità risulta essere la base della nascita degli Stati nazionali ma non è detto che debba considerarsi un postulato irrinunciabile ai nostri giorni per l'esistenza e la prosperità degli Stati e dei loro popoli. Il collegamento, dunque, tra sovranità e legislazione potrebbe anche non essere l'unico modello di legittimazione.

Detto altrimenti, la rappresentanza politica non sembra sia irrimediabilmente da considerare come unica fonte di legittimazione democratica del diritto nonostante risulti evidente che essa costituisce la radice primigenia della democrazia e della democraticità del diritto, parrebbe anche giusto affermare che la stessa non debba essere un modello unico e che possono ben esistere altre forme di legittimazione idonee ad incrementare il carattere democratico del diritto *tout court* inteso.