

CARLO LONGARI

Ricercatore di Diritto penale – Università degli studi di Roma Tor Vergata

Profili critici del delitto di falso in prospetto

Critical Aspects of the False Prospectus offense

Introdotta nel 1974, il reato di falso in prospetto, in ragione della crescente attenzione alla tutela del risparmio, ha nel tempo subito numerose modifiche, tanto nella sua collocazione sistematica, quanto nei suoi elementi strutturali. Attualmente, l'art. 173-bis del t.u.f. presenta ancora diverse criticità irrisolte che necessitano di essere affrontate in considerazione della centralità della fattispecie per la tutela del mercato mobiliare. In vista dell'attuazione della legge n. 21 del 5 marzo 2024, che ha delegato il Governo a "razionalizzare il sistema sanzionatorio degli emittenti", diventa necessario ripercorrere le principali caratteristiche e criticità della norma. Tra i principali nodi irrisolti vi è la compresenza di sanzioni penali e amministrative per il medesimo fatto, sistema di *enforcement* che da tempo si pone in tensione con il principio del *ne bis in idem*. Pertanto, dopo una definizione del bene giuridico tutelato sono qui proposte alcune modifiche all'attuale disciplina nel tentativo di individuare una soluzione che garantisca coerenza alle diverse forme di sanzione: emerge l'esigenza di evitare duplicazioni punitive e assicurare una protezione efficace del risparmio pubblico considerata la sua importanza in un mercato capitalistico maturo.

False statements in prospectuses – crime introduced in 1974 – has undergone numerous changes both in its systematic placement and structural elements, due to the growing focus on the protection of savings. Currently, Article 173-bis of the t.u.f. still presents several unresolved issues, which need to be addressed considering the centrality of this offense for the protection of the securities market. In view of the implementation of Law n. 21 of the 5 March 2024 which delegated the Government to "rationalise the sanctioning system for issuers", it appears therefore essential to review the main characteristics and critical issues of the regulation. Among the main unresolved issues, there is the coexistence of criminal and administrative sanctions for the same act, an enforcement system that has long been in tension with the ne bis in idem principle. Consequently, after a careful definition of the protected legal interest, the essay proposes some changes to the current wording of the Article and tries to offer a solution to ensure coherence between the different forms of sanctions, avoiding punitive duplications and ensuring effective protection of public savings, given its importance in a mature capitalist market towards which we are now heading.

ATTUALITÀ DELLA FATTISPECIE PER LA CORRETTA TUTELA DEL MERCATO FINANZIARIO

Ormai da tempo si è assistito a una progressiva finanziarizzazione dell'economia capitalistica moderna¹, con il contestuale rafforzamento di un canale di approvvigionamento per le imprese alternativo al "classico" mondo bancario, come l'appello al pubblico risparmio. La conseguenza della maturazione del mercato verso questa direzione è stata, sul versante penalistico, l'evoluzione della concezione del "mercato" come bene giuridico meritevole della protezione più robusta a disposizione dell'ordinamento, ossia quella penale². Nonostante da più parti si sia rimarcata "l'inafferrabilità" di un simile con-

¹ V. sul punto M. Onado, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, Il Mulino, 2021. Nella prospettiva penalistica, cfr. F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, Giappichelli, 2014, p. 5 e, più recentemente, F. Mucciarelli, *I reati del mercato finanziario*, in F. Consulich (a cura di), *Reati in materia bancaria e finanziaria*, Torino, Giappichelli, 2024, p. 113; R. Rampioni, *Diritto penale dell'economia e principi informatori del sistema penale*, in R. Rampioni (a cura di), *Diritto penale dell'economia*, Giappichelli, Torino, 2024, p. 2.

² Per le linee evolutive della tutela in questo settore, v. già A. Melchionda, *Mercato dei valori mobiliari e tutela penale dell'informazione societaria*, in *Giur. comm.*, 1986, p. 611 ss.; in Id., *Mercato dei valori mobiliari (Tutela penale del)*, in *Enc. giur.*, Vol. XX, Roma, Treccani, 1990, p. 1 ss. e, più di recente, in Id., *Genesi, sviluppo e caratteri attuali del diritto penale dell'economia*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 3-4, 2023, p. 497 ss.; S. Preziosi, *Modelli di sviluppo economico e diritto penale. Sullo sfondo della crisi pandemica*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 3-4, 2020, p. 675 ss., e M. Gambardella, *Condotte economiche e responsabilità penale*, Torino, Giappichelli, 2020, *passim*.

cetto come oggetto di concreta (e spesso severa) tutela³, è invece necessario rimarcare la centralità delle fattispecie a presidio della “integrità e trasparenza” dell’attività finanziaria. Tale approccio – rinviando al seguito circa l’indagine sull’ancora non meglio precisato bene giuridico – è stato in realtà incoraggiato (se non imposto) dalla spinta sovranazionale⁴. Il riferimento è alla Direttiva CE 6/2003 in materia di abusi di mercato, punto di partenza di un percorso evolutivo nell’ambito dell’Unione Europea che ha visto progressivamente crescere il ruolo del diritto penale in questo settore. Già all’epoca i *considerando* 1 e 2 dell’atto di diritto derivato disponevano che «un autentico mercato unico dei servizi finanziari è cruciale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nella Comunità» e che «un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l’integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico [...]», evidentemente meritevoli dell’*enforcement* penale⁵.

In tempi più recenti, oltre al Regolamento UE 596/2014 e alla Direttiva UE 57/2014 sempre nel settore dei *market abuse*⁶, sono stati numerosi gli interventi del legislatore europeo nell’ambito dei mercati finanziari: dai Regolamenti UE 129/2017 e 1156/2019 – che pure interessano il presente lavoro –, anche il Regolamento UE 1114/2023 (c.d. MiCAR) è intervenuto nel settore dei *cripto-assets* per disciplinare in maniera uniforme la materia⁷. È chiaro che l’intento primario degli atti di diritto derivato richiamati – considerata anche l’impossibilità per l’Unione di intervenire in materia penale per mezzo di Regolamenti – sia quello di garantire delle norme comuni all’interno del Mercato Unico, nella prospettiva economica in cui l’Unione è nata e si è sviluppata e che pure ha avuto un’influenza non marginale per l’evoluzione del sistema penalistico a presidio del mercato⁸.

Nondimeno, è innegabile come nel diritto penale economico il nostro Paese si sia spesso fatto “pungolare” dagli impulsi sovranazionali, come pure è avvenuto in un altro settore cardine del moderno sistema di *enforcement* per offese di questo tipo, quale è la responsabilità da reato degli enti⁹. Con riferimento alla tutela del mercato finanziario, l’esigenza di una disciplina comune si avverte particolarmente: come pure è stato ben messo in luce, considerato che le operazioni tendono naturalmente a oltrepassare i confini nazionali, diventa necessario impedire agli operatori economici di approfittare delle differenze tra le regolamentazioni, sfruttando quelle che più favoriscono comportamenti dannosi per

³ V. per tutti le osservazioni di A. Alessandri-S. Seminara, *Diritto penale commerciale*, Vol. I, Torino, Giappichelli, 2018, p. 22 s. e S. Seminara, *Diritto penale commerciale*. Vol. III, Torino, Giappichelli, 2018, p. 8 ss.

⁴ Profilo ben messo in luce, da ultimo, da F. Mucciarelli, *I reati del mercato finanziario*, cit., p. 115 ss.

⁵ C’era del resto chi da tempo si occupava della questione nel panorama nazionale. V. già gli studi di A. Melchionda, *Mercato dei valori mobiliari e tutela penale dell’informazione societaria*, cit., p. 611 ss.; in Id., *Mercato dei valori mobiliari*, cit., p. 1 ss. nonché i diversi scritti ora in C. Pedrazzi, *Diritto penale*, vol. I, Milano, Giuffrè, 2003.

⁶ V. S. Preziosi, *Modelli di sviluppo economico e diritto penale*, cit., p. 679.

⁷ V. sul punto F. Annunziata, *Verso una disciplina europea delle criptoattività: riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *Dir. bancario*, 15 ottobre 2020; R. Lener, *Criptoattività e cripto valute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in *Giur. comm.*, p. 376 ss.

⁸ Sul punto C. Sotis, *Il diritto senza codice. Uno studio sul sistema penale europeo vigente*, Milano, Giuffrè, 2007, p. 77 ss.; E. Basile, *Brevi note sulla nuova Direttiva PIF*, in *Dir. pen. cont.*, 12, 2017, p. 63; A. Melchionda, *Genesi, sviluppo e caratteri attuali del diritto penale dell’economia*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 3-4, 2023, p. 497 ss. Per uno sguardo all’intervento dell’Unione in materia penale sul versante della protezione degli interessi finanziari, v. poi E. Mezzetti, *La tutela penale degli interessi finanziari dell’Unione Europea*, Padova, Cedam, 1994, *passim*; S. Manacorda, *Profili politico-criminali della tutela delle finanze della comunità europea*, in *Cass. pen.*, 1995, p. 230 ss.; G. Grasso, *La protezione degli interessi finanziari comunitari nella prospettiva della formazione di un diritto penale europeo*, in *Criminalia*, 2006, p. 93 ss.; A. Venegoni, *Il concetto di “interessi finanziari dell’Unione Europea” ed il diritto penale*, in *Cass. pen.*, 2018, p. 4382 ss.; L. Picotti, *L’attuazione in Italia degli strumenti dell’Unione Europea per la protezione penale degli interessi finanziari comunitari*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 2006, p. 615 ss.; in Id., *La protezione penale degli interessi finanziari dell’Unione Europea nell’era post-Lisbona: la Direttiva PIF nel contesto di una riforma di sistema*, in Grasso-Sicurella-Bianco-Scalia (a cura di), *Tutela penale degli interessi finanziari dell’Unione Europea*, Pisa, Pisa University Press, 2018, p. 17 ss., nonché, con specifico riferimento alla tutela del mercato mobiliare, S. Seminara, *L’evoluzione europea del diritto penale del mercato finanziario nella prospettiva italiana*, in Canestrari-Foffani (a cura di), *Il diritto penale nella prospettiva europea. Quali politiche criminali per quale Europa?* (Atti del Convegno organizzato dall’associazione Franco Bricola, Bologna, 28 febbraio-2 marzo 2002), Milano, Giuffrè, 2005, p. 219 ss.

⁹ V. sul punto le osservazioni di G. De Simone, *Il problema della responsabilità delle persone giuridiche nell’ordinamento italiano*, in Lattanzi-Severino (a cura di), *La Responsabilità da reato degli enti*, Torino, Giappichelli, 2020, p. 59 ss. e, ancora, quanto rilevato da A. Melchionda, *Genesi, sviluppo e caratteri attuali del diritto penale dell’economia*, cit., p. 506.

l'integrità della piattaforma di scambio ma capaci di generare elevati profitti¹⁰. La salvaguardia del Mercato Unico, che esige di evitare fenomeni come il *forum shopping* a tutela della libera concorrenza all'interno dell'Unione, ha conseguentemente fatto – giocoforza – da vero e proprio pungolo per il legislatore nazionale nell'implementare forme adeguate di protezione.

In questa cornice multilivello, il ruolo che lo *ius terribile* gioca nella protezione del mercato va in primo luogo precisato proprio in relazione a un bene giuridico innegabilmente difficile da definire e che, per questo motivo, reca con sé tutti i problemi di tecnica legislativa già evidenziati da un Maestro del diritto penale¹¹. È stato sostenuto che tramite il lemma “mercato” sia in realtà possibile scorgere intuitivamente un oggetto di tutela¹², che però inevitabilmente tende a sbiadire tanto più si provi a precisarne il contenuto¹³, quasi come se la parola in sé fosse una maschera dietro alla quale nascondersi per legittimare l'intervento del diritto criminale in questo settore¹⁴. La conseguenza di un simile approccio non sarebbe da sottovalutare: la sanzione esige infatti una precisione anche con riferimento ai valori che essa intende tutelare, senza i quali non si potrebbe saggiare quell'offesa ai principi costituzionali dell'ordinamento che giustificano la restrizione della libertà personale minacciata dall'intervento penale¹⁵. Per ovviare a queste conseguenze non desiderabili, l'aggressione al “mercato” è stata efficacemente tipizzata come «offesa funzionale»¹⁶, secondo un'interpretazione attenta alle diverse sfaccettature che il termine assume nei diversi contesti economici. Coglie dunque nel segno la ricostruzione recentemente operata dalla dottrina, che guarda al concetto di mercato come una figura poliedrica: accanto a un nucleo essenziale comune a tutte le incriminazioni come bene giuridico protetto, si possono rinvenire diverse “facce” della forma geometrica citata, «che ne costituiscono specificazioni, connesse talvolta soltanto alla considerazione delle modalità di aggressione»¹⁷.

Così, nella prospettiva del falso in prospetto, è possibile affermare che l'incriminazione si pone a tutela dell'integrità, efficienza e trasparenza del mercato, anche quale presidio della fiducia che i soggetti economici devono poter riporre nelle moderne piattaforme di scambio. Tale nucleo di tutela – che si concilia con la caratteristica dell'inafferrabilità sopra tratteggiata – va però ulteriormente riempito con un bene giuridico più semplice da tipizzare e anche più vicino alla lettera della Carta costituzionale:

¹⁰ Nello stesso senso già F. Mucciarelli, *I reati del mercato finanziario*, cit., p. 118 e, prima ancora, C. Pedrazzi, *Diritto penale*, vol. I, cit., p. 441.

¹¹ Il riferimento è ovviamente a C. Pedrazzi, *Diritto penale*, vol. III, Milano, Giuffrè, 2003, p. 129.

¹² La dottrina è in larga parte concorde sul punto: v. A. Alessandri, *Diritto penale e attività economiche*, Bologna, Il Mulino, 2010, p. 131; F. Bricola, *Scritti di diritto penale*, vol. II, t. II, Milano, Giuffrè, 1997, p. 3425; F. Consulich, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 8; L. Foffani, *La nuova disciplina penale dell'“insider trading” e delle frodi nel mercato mobiliare*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 1991, p. 911; F. Mucciarelli, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, Giuffrè, 1995, p. 19; in Id., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 2008, p. 823; A. Nisco, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale. Posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna, Il Mulino, 2009, p. 54; C.E. Paliero, *Nuove prospettive degli abusi di mercato?*, in AA.VV., *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 58; C. Pedrazzi, *Diritto penale*, vol. III, cit., p. 3; in Id., *Diritto penale*, vol. IV, Milano, Giuffrè, pp. 111 e 183 ss.; S. Seminara, *Insider trading e diritto penale*, Milano, Giuffrè, 1989, p. 22; in Id., *La tutela penale del mercato finanziario*, in Pedrazzi-Alessandri-Foffani-Seminara-Spagnolo (a cura di), *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, Monduzzi, 2000, p. 449; in Id., *Le responsabilità penali connesse alla intermediazione finanziaria on line*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2000, p. 620; A.F. Tripodi, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova, Cedam, 2012, p. 45.

¹³ In questo senso F. Mucciarelli, *I reati del mercato finanziario*, cit., p. 112 e A. Alessandri, *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2005, p. 534; Id. (2010), p. 131. Per la “crisi del bene giuridico” in questo settore, v. anche R. Rampioni, *Diritto penale dell'economia e principi informatori del sistema penale*, cit., pp. 8 e 20 ss.

¹⁴ V. le considerazioni di G. Fornasari, *Legittimazione*, in Piergallini-Mannozi-Sotis-Perini-Scoletta-Consulich (a cura di), *Studi in onore di Carlo Enrico Paliero*, Milano, Giuffrè, 2022, p. 1559 ss. Chiaro è in questo senso A. Alessandri, *Un esercizio del diritto penale simbolico: la tutela penale del risparmio*, in AA.VV., *Scritti in onore di Federico Stella*, Napoli, Jovene, 2007, p. 188 s. proprio con riferimento al mercato.

¹⁵ Il riferimento è ovviamente a F. Bricola, voce *Teoria generale del reato*, in *Nov. Dig. it.*, vol. XIV, Torino, Giappichelli, 1973, p. 14 ss. ma v. pure F. Mucciarelli, *I reati del mercato finanziario*, cit., p. 112 per considerazioni analoghe calate nel contesto del diritto penale dell'economia a protezione del bene giuridico “mercato”.

¹⁶ In questo senso si è infatti efficacemente espresso T. Padovani, *Diritto della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, p. 639.

¹⁷ Cit. da F. Mucciarelli, *I reati del mercato finanziario*, cit., p. 113.

l'interesse concreto degli operatori a che le conoscenze sulla base delle quali vengono prese le decisioni economiche non siano decettivamente alterate, nella prospettiva ultima di tutela del patrimonio ricollegabile all'art. 47 della Carta Fondamentale¹⁸ e che legittima (se non impone) l'intervento penale¹⁹.

La fattispecie oggetto dell'indagine è dunque centrale per un mercato capitalistico maturo che si appella al pubblico risparmio: se si vuole garantire quel canale alternativo al circuito bancario per il credito alle imprese cui si è accennato in apertura, l'esigenza di una trasparenza nelle comunicazioni societarie al pubblico diventa l'asse portante della tutela. In quest'ottica, l'attenzione dedicata in tale settore ai delitti di *market abuse*, soprattutto sul versante sanzionatorio, non coglie nel segno se rapportata a quella prestata all'art. 173-bis t.u.f.: è ben più offensiva per il mercato così inteso la frode nell'offerta al pubblico di strumenti finanziari e, su un piano di tutela maggiormente anticipata, la falsità nei documenti per l'ammissione alla quotazione nel mercato o realizzata prima del lancio di un'offerta pubblica d'acquisto.

Tale ricostruzione è altresì coerente con la più attuale interpretazione di tutela del mercato, che si propone di utilizzare l'interesse dell'investitore come la «chiave di lettura delle singole fattispecie di illecito»²⁰. Così facendo, il momento informativo, punto di partenza per le libere scelte di investimento degli operatori economici, assurge a punto focale di tutela del generico "mercato", tipizzando con maggiore concretezza il bene giuridico protetto dalla norma incriminatrice. L'astratta "trasparenza del mercato" diventa concreta nell'interesse alla correttezza informativa²¹ che, osservata tramite la lente così efficacemente definitiva di "interesse dell'investitore", diventa a sua volta presidio del risparmio costituzionalmente rilevante²².

IL RUOLO DEL DIRITTO PENALE

Così correttamente individuato l'oggetto di tutela, ci si deve chiedere quale ruolo giochi il diritto penale nella protezione della correttezza informativa, calata nella prospettiva del falso in prospetto. La domanda non vuole essere una provocazione ma si giustifica in due diverse direzioni.

Sul primo versante, nonostante l'art. 173-bis non appaia *prima facie* costruito tramite la tecnica del rinvio, il coordinamento con la disciplina extrapenale è indispensabile per una completa comprensione della norma incriminatrice. È chiaro, ad esempio, come la locuzione "offerta al pubblico di strumenti finanziari", pur non richiamando espressamente le norme di riferimento, sottenda una quantomeno superficiale comprensione del meccanismo delineato dagli artt. 93-bis e ss. t.u.f. che è indispensabile per precisarne il perimetro applicativo. Inoltre, le norme del richiamato d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 vanno a loro volta armonizzate, da un lato, alla disciplina europea e al c.d. Regolamento Prospetto già citato²³ e, dall'altro lato, alle disposizioni di attuazione emanate con Regolamento Consob ex art. 95 t.u.f. Siamo

¹⁸ V. nella manualistica S. Seminara, *Diritto penale commerciale*. Vol. III, cit., p. 9 ss. Criticità su questa posizione –intesa come "risparmio collettivo", nell'accezione dinamica di investimento del patrimonio accumulato da una moltitudine di soggetti – sono in realtà state avanzate da diversi Autori: cfr. R. Zannotti, *La tutela penale del mercato finanziario*, Torino, Giappichelli, 1997, p. 199 ss.; A. Alessandri, *Un esercizio del diritto penale simbolico*, cit., p. 37 ss.; A. Nisco, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale*, cit., p. 91 ss.; M. Gambardella, *Condotte economiche e responsabilità penale*, Torino, Giappichelli, 2020, p. 378 s. Per il rilievo eurounitario del bene giuridico così inteso, v. anche F. Consulich, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 161.

¹⁹ V. sul tema C.E. Paliero, *L'agorà e il palazzo: quale legittimazione per il diritto penale?*, in *Criminalia*, 2012, p. 95 ss.; C. Perini, *La legittimazione della norma criminale. Gli statuti di garanzia della penalità nella svolta di fine millennio*, Milano, Anthelios, 2018, *passim*; G. Fornasari, *Legittimazione*, cit., p. 1559 ss.

²⁰ Cit. da F. Mucciarelli, *I reati del mercato finanziario*, cit., p. 120.

²¹ V. S. Preziosi, *Modelli di sviluppo economico e diritto penale*, cit., pp. 678-686 sul tema della trasparenza e della correttezza dell'informazione.

²² Non si intende qui parità informativa, che correttamente è stata additata più volte come irraggiungibile o finanche non desiderabile: cfr. S. Seminara, *Insider trading e diritto penale*, cit., p. 80; E. Basile, *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel D.Lgs. n. 107/2018*, in *Dir. pen. proc.*, 2019, p. 329; F. Mucciarelli, *I reati del mercato finanziario*, cit., p. 121; piuttosto, si vuole qui mettere in rilievo semplicemente l'interesse degli investitori a essere correttamente informati di modo che poi ciascuno, sulla base del suo inevitabilmente diverso patrimonio conoscitivo, potrà prendere liberamente (*id est*, senza essere ingannato) le sue decisioni.

²³ Il riferimento è al Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

dunque ben lontani da un'anomia da sfrenata *deregulation*²⁴: anzi, è innegabile la complessità del contesto normativo nel quale si muove il penalista, costretto a fare i conti con una disciplina di settore stratificata e magmatica. Peraltro, intervenendo nelle situazioni patologiche "a valle" di un così fitto reticolo normativo, si rischia di trovarsi spaesati senza uno studio della disciplina civilistica sulla quale si innesta l'intervento penale²⁵. Per questa ragione, nell'ambito del presente lavoro, prima di un'analisi maggiormente dettagliata degli elementi costitutivi del falso in prospetto, si cercherà di dar conto, per sommi capi, proprio della disciplina extrapenale, cercando così di mitigare il rischio di mal calibrare la tutela da apprestare alle situazioni di fatto che ricadono nel perimetro applicativo del t.u.f.

Sul secondo versante, il ruolo del diritto sanzionatorio amministrativo in questo settore è da tempo sottolineato²⁶. Con riferimento al falso in prospetto, come pure sarà meglio approfondito, l'illecito penale conserva oggi più ambiti di sovrapposizione con le sanzioni amministrative previste dagli artt. 191 ss. t.u.f., che pongono innegabilmente diversi problemi.

Occorrerebbe infatti chiedersi se, in ossequio alla caratteristica di sussidiarietà ed *extrema ratio* comunemente affidata al diritto penale, il delitto tipizzato dall'art. 173-bis t.u.f. sia realmente più offensivo in termini di costruzione di un coerente sistema di tutela ovvero si limiti a rafforzare, con la minaccia della privazione della libertà personale, il già presente illecito amministrativo. Il corretto paradigma di tutela imporrebbe infatti che le diverse fattispecie si ponessero tra loro come progressive tappe offensive del medesimo bene giuridico, di modo che il penale possa "catturare" i comportamenti maggiormente pericolosi o dannosi per gli interessi degli investitori, lasciando al diritto amministrativo il compito di tutelare efficacemente le funzioni dell'Autorità di Vigilanza o di sanzionare fatti che si pongono a una soglia di offensività antecedente al penalmente rilevante²⁷.

Come suggerisce la sovrapposizione tra i due ambiti di tutela, non è invece possibile rinvenire tra gli illeciti un simile rapporto di progressione che i principi generali dell'ordinamento suggerirebbero, con la conseguenza di far scolorire ulteriormente la funzione di sussidiarietà affidata allo *ius terribile*.

Inoltre, così operando, si lasciano irrisolti i nodi che la convergenza di più sanzioni punitive sul medesimo fatto reca con sé. Sulla scia di un percorso evolutivo inaugurato ormai tempo fa dalla Corte EDU²⁸, si può infatti sinteticamente affermare che ogni sanzione teleologicamente orientata alla *puni-*

²⁴ Sul tema delle criticità che possono derivare nella prospettiva penalistica dall'autoregolazione pura dei mercati finanziari, cfr. gli studi di G. Rossi, *L'informazione societaria al bivio*, in *Rivista delle società*, 1986, p. 1083 ss.; in Id., *La scalata del mercato. La borsa e i valori mobiliari*, Bologna, Il Mulino, 1986, *passim*; S. Seminara, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen. proc.*, 3, 2009, p. 269, nonché, in ottica ancora più ampia, B. Harcourt, *L'illusione del libero mercato. Il sistema penale e il mito dell'ordine naturale*, Vicenza, Neri Pozza, 2021, *passim*.

²⁵ La premessa metodologica ci sembra trasversale a tutti gli interventi penalistici "a valle" di una disciplina extrapenale particolarmente fitta: per il settore della vigilanza bancaria, che pure è vicino a quello analizzato nel presente lavoro, v. già M. Donini, *Il nodo gordiano della vigilanza bancaria*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 1-2, 2023, pp. 26 e 39; sotto altro versante, ammonivano circa la correttezza dell'approccio qui accolto anche G. Fiandaca-S. Mazzamuto, *Abuso di sovvenzioni e controllo sanzionatorio: spunti problematici e comparatistici*, in *Foro it.*, 1981, p. 50.

²⁶ V. già E. Bindi-A. Pisaneschi, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia. Procedimenti e doppio binario al vaglio della Corte europea dei Diritti dell'Uomo*, Torino, Giappichelli, 2018, *passim*; M. Donini, *Il nodo gordiano della vigilanza bancaria*, cit., p. 24 ss.; F. Mucciarelli, *I reati del mercato finanziario*, cit., p. 118. In verità, anche questa è una problematica comune a tutti i settori soggetti a vigilanza: v. ad esempio V. Felisatti, *Sanctioning Powers of the European Central Bank and the Ne bis in idem Principle within the Single Supervisory Mechanism*, in *European Criminal Law Review*, Vol. 8, 3, 2018, p. 378 ss.; G. Lasagni, *Banking Supervision and Criminal Investigation. Comparing the EU and the US Experiences*, Torino, Giappichelli-Springer, Cham, 2019, p. 265 ss.

²⁷ Questo è, quantomeno, quello che suggeriscono gli studi "classici" del riparto tra sanzioni penali e amministrative: v. per tutti T. Padovani, *La distribuzione di sanzioni penali e sanzioni amministrative secondo l'esperienza italiana*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1984, p. 952 ss. e, con riferimento a questo settore specifico, in Id., *Diritto della prevenzione e mercato finanziario*, cit., p. 639 ss. È vero che l'attuale modello di *enforcement* ha messo in crisi tale tradizionale impostazione a seguito dell'introduzione di sanzioni amministrative c.d. "di seconda generazione". V. sul punto M. Donini, *Il nodo gordiano della vigilanza bancaria*, cit., p. 39 s., nota 10, che richiama altresì la questione della duplicazione sanzionatoria e F. Viganò, *Garanzie penalistiche e sanzioni amministrative*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 4, 2020, p. 1176 ss.

²⁸ V. già C. Eur. Dir. Uomo, 8 giugno 1976, ricorso n. 5100/71, *Engel e a. c. Paesi Bassi*, poi confermato con riferimento al criterio della finalità della sanzione da Corte Eur. Dir. Uomo, *Öztürk c. Germania*, ricorso n. 8544/79, 21 febbraio 1984, par. 53, mai più smentita.

zione di un fatto offensivo ricade nell'ambito della materia penale²⁹. La conseguenza logica di un simile assioma è l'applicazione dello statuto di garanzie proprie dell'illecito amministrativo punitivo che comprende, tra le altre cose, il divieto di reiterazione di procedimenti per lo stesso fatto³⁰.

La conclamata scelta legislativa di prevedere dunque per tali illeciti un doppio binario sanzionatorio³¹ va dunque saggiata al rispetto del *ne bis in idem* di matrice sovranazionale. Si tratta, anche in questo caso, di un principio di non facile definizione che, calato nel contesto dell'integrazione tra amministrativo e penale, ha fatto registrare una vera e propria "parabola"³²: dal punto di massima espansione della garanzia, raggiunto con la sentenza *Grande Stevens c. Italia*³³, l'interpretazione delle Corti sovranazionali si è assestata su un problematico bilanciamento volto a "salvare" tali sistemi in vigore negli Stati membri del Consiglio d'Europa, privilegiando il lato sostanziale del principio³⁴. A partire dalla sentenza *A e B c. Norvegia*³⁵ – la cui conclusione è stata sostanzialmente avallata anche dalla CGUE utilizzando la valvola di cui all'art. 52 della Carta di Nizza per giustificare la compressione della garanzia³⁶ – è infatti possibile affermare che non risulta violato l'art. 4 Protocollo 7 CEDU o l'art. 50 CDFUE quando tra i due procedimenti sussiste una "connessione sostanziale e temporale" sufficientemente stretta, accer-

²⁹ Così pionieristicamente già C.E. Paliero, "Materia penale" e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo: una questione classica e una svolta radicale, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1985, p. 894. V. poi anche lo studio monografico di F. Mazzacuvà, *Le pene nascoste. Topografia delle sanzioni punitive e modulazione dello statuto garantistico*, Torino, Giappichelli, 2017, p. 27 ss., che pure riconduce nell'alveo della materia penale tutte le sanzioni teleologicamente punitive. Per una ricostruzione della questione, v. pure L. Maserà, *La nozione costituzionale di materia penale*, Torino, Giappichelli, 2018; M. Donini-L. Foffani, *La materia penale tra diritto nazionale ed europeo*, Torino, Giappichelli, 2018 e, ancor più di recente, S. Manacorda, "Materia penale", in Piergalini-Mannozi-Sotis-Perini-Scoletta-Consulich (a cura di), *Studi in onore di Carlo Enrico Paliero*, Milano, Giuffrè, 2022, p. 1669 ss.

³⁰ V. sul punto A.F. Tripodi, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi. Profili di sostenibilità del cumulo sanzionatorio nel quadro dell'ordinamento multilivello*, Torino, Giappichelli, 2023, *passim* e L. Bin, *Anatomia del ne bis in idem: da principio unitario a trasformatore neutro di principi in regole*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 1, 2020, p. 99 ss., nonché, più in generale sullo statuto di garanzie delle sanzioni amministrative di seconda generazione, F. Viganò, *Garanzie penalistiche e sanzioni amministrative*, cit., p. 1776 ss.

³¹ Che si tratti di una vera e propria scelta del Legislatore è sottolineato già da F. Mucciarelli, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Dir. pen. cont.*, 2018, p. 1 ss., almeno con riferimento ai delitti di abusi di mercato a seguito della riforma del 2018.

³² Si esprime così G. Gaeta, *Dove non arriva il principio: il ne bis in idem tra sanzioni tributarie e politica giudiziaria delle Corti superiori*, in *Arch. pen.*, 1, 2018, p. 17 ma l'evoluzione dell'interpretazione del principio è ben messa in luce da A.F. Tripodi, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi*, cit., p. 117 ss.

³³ C. Eur. Dir. Uomo, 4 marzo 2014, ricorso n. 18640/10, *Grande Stevens c. Italia*, su cui per tutti A.F. Tripodi, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due: l'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione di mercato*, in www.dirittopenalecontemporaneo.it, 2014; F. Viganò, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in *Dir. pen. cont.*, 1, 2016, p. 186 ss. e G.M. Flick-V. Napoleoni, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto?*, in *Rivista AIC*, 2014. Riconoscono che si sia così segnato il culmine dell'espansione del principio, anche G. Gaeta, *Dove non arriva il principio*, cit., 2018, p. 17; J. Della Valentina *Il paradigma del ne bis in idem tra proporzionalità assorbente, rinnovata concezione processuale e overlapping protection*, in *Sistema penale*, 2022, p. 5; G. Ardizzone, *Il "volto attuale" del ne bis in idem europeo nel sistema penal-tributario*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 3-4, 2022, p. 215; L. Carraro, *La Consulta dichiara l'illegittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. per violazione del ne bis in idem in materia di diritto d'autore: la natura ectoplasmatica del test di close connection*, in *Arch. pen.*, 2023, p. 6.

³⁴ Circa le distinzioni tra i due lati della garanzia, v. già G. Ranaldi-F. Gaito, *Introduzione allo studio dei rapporti tra ne bis in idem sostanziale e processuale*, in *Arch. pen.*, 1, 2017, p. 9; C. Silva, *La deriva del ne bis in idem verso il canone di proporzionalità*, in *Arch. pen.*, 1, 2019, p. 1465; in Id., *Ne bis in idem sostanziale: la faticosa emersione di un principio*, in *Giur. it.*, 6, 2019, p. 35. Sul *ne bis in idem* sostanziale, v. invece C. Silva, *Sistema punitivo e concorso apparente di illeciti*, Torino, Giappichelli, 2018, *passim*; I. Giacona, *Concorso apparente di reati e istanze di ne bis in idem sostanziale*, Torino, Giappichelli, 2022, *passim*, nonché A. Vallini, *Tracce di ne bis in idem sostanziale nei percorsi disegnati dalle Corti*, in *Dir. pen. proc.*, 2018, p. 525 ss. proprio con riferimento a tale lato della garanzia nel percorso giurisprudenziale nazionale.

³⁵ C. Eur. Dir. Uomo, 15 novembre 2016, ricorsi n. 24130/11 e 29758/11, *A e B c. Norvegia*,

³⁶ Cfr. Corte di Giustizia UE, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-524/15, *Menci*; C-537/16, *Garlsson Real Estate e a.*; C-596/16 e C-597/16, *Di Puma e Zecca* con nota di A. Galluccio, *La Grande Sezione della Corte di Giustizia si pronuncia sulle attese questioni pregiudiziali in materia di bis in idem*, in *Dir. pen. cont.*, 3, 2018, p. 286 ss. Sul punto, v. anche le osservazioni di D. Labianca, *Il ne bis in idem rivisitato: appunti sulla svolta "proporzionalista" della Corte di Giustizia*, in Cadoppi-Canestrari-Manna-Papa (a cura di), *Diritto penale dell'economia. Tomo I*, Milano, UTET, 2019, p. 1901 ss. e M. Scoletta, *Il principio di ne bis in idem e i modelli punitivi "a doppio binario"*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 4, 2021, p. 188 s., nonché la sempre lucida ricostruzione di A.F. Tripodi, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi*, cit., p. 150 ss.

tabile tramite un giudizio che tenga conto di quattro diversi fattori:

«a) se i diversi procedimenti perseguono scopi complementari e quindi affrontano, non solo in astratto ma anche in concreto, aspetti diversi della condotta antisociale in questione;

b) se la dualità dei procedimenti in questione sia una conseguenza prevedibile, sia in diritto che nella prassi, della stessa condotta contestata (*idem*);

c) se le serie di procedimenti in questione sono condotte in modo da evitare per quanto possibile qualsiasi duplicazione nella raccolta e nella valutazione delle prove, in particolare attraverso un'adeguata interazione tra le varie autorità competenti per far sì che l'accertamento dei fatti in una serie sia utilizzato anche nell'altra;

d) e, soprattutto, se la sanzione comminata nei procedimenti che diventano definitivi per primi sia presa in considerazione in quelli che diventano definitivi per ultimi, in modo da evitare che l'individuo interessato sia alla fine costretto a sostenere un onere eccessivo; quest'ultimo rischio è meno probabile se esiste un meccanismo di compensazione volto a garantire che l'importo complessivo delle sanzioni imposte sia proporzionato»³⁷.

Inevitabilmente, l'indice *sub d)* contamina la matrice originariamente processuale del principio³⁸, tanto che si è efficacemente affermato che il rispetto del *ne bis in idem* sostanziale sia diventato condizione per l'osservanza del "fratello" processuale³⁹. La posizione assunta in sede sovranazionale è stata immediatamente (e prevedibilmente) recepita sia dalla giurisprudenza interna in materia di abusi di mercato⁴⁰ sia dallo stesso legislatore⁴¹. Così, pur se per le sole offese di *market abuse*, si è proceduto a inserire la discussa norma di cui all'art. 187-terdecies t.u.f.⁴², soluzione che è stata replicata recentemente per il settore tributario tramite l'introduzione dell'art. 21-ter nel d.lgs. 10 marzo 2000, n. 74⁴³ e per il nuovo doppio binario in materia di beni culturali⁴⁴. In tale contesto, merita dunque di essere approfondito anche l'eventuale cumulo sanzionatorio cui può dar luogo la condotta sussumibile nel delitto di

³⁷ Cfr. C. Eur. Dir. Uomo, *A e B c. Norvegia*, cit. parr. 132 s., traduzione a cura dell'Autore.

³⁸ V. già A.F. Tripodi, *Cumuli punitivi, ne bis in idem, e proporzionalità*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 3, 2017, pp. 1064 ss. e 1073; G. De Amicis-P. Gaeta, *Il confine di sabbia: la Corte EDU ancora di fronte al divieto del ne bis in idem*, in *Cass. pen.*, 2017, p. 469 ss.; M. Tortorelli, *L'illecito penale tributario e il suo doppio. Dal dialogo (mancato) tra le Corti ad un auspicabile intervento legislativo*, in *Arch. pen.*, 2, 2018, p. 7; A. Vallini, *Tracce di ne bis in idem*, cit., p. 537; E. Basile, *Il doppio binario sanzionatorio degli abusi di mercato in Italia e la trasfigurazione del ne bis in idem europeo*, in *Giur. comm.*, 2019, p. 129; C. Silva, *La deriva del ne bis in idem*, cit., p. 27 ss.; F. Mazzacupa, *Ne bis in idem e diritto penale dell'economia: profili sostanziali e processuali*, in *Discrimen*, 2020, p. 23; in *Ib.*, *Il ne bis in idem dimezzato: tra valorizzazione delle istanze di proporzione della sanzione e smarrimento della dimensione processuale*, in *Giur. comm.*, 2020, p. 940; N. Madia, *Ne bis in idem europeo e giustizia penale*, Padova, Cedam, 2020, p. 174 ss.; L. Bin, *Anatomia del ne bis in idem*, cit., p. 126; G. Ardizzone, *Il "volto attuale" del ne bis in idem europeo*, cit., p. 223.

³⁹ Il riferimento è ad G. Ardizzone, *Tsonyo Tsonev c. Bulgaria: un'occasione per riflettere sulla portata del ne bis in idem europeo*, in *Sistema penale*, 2022, p. 5.

⁴⁰ Per una ricostruzione dell'intero percorso interpretativo portato avanti dalla Corte di Cassazione sulla falsariga del test di connessione, anche con i dovuti rilievi critici, v. già F. Mucciarelli, *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem: la Corte di cassazione e i criteri di stretta connessione e di proporzionalità*, in www.dirittopenalecontemporaneo.it, 2018; in *Id.*, *Doppio binario sanzionatorio degli abusi di mercato e ne bis in idem: prime ricadute pratiche dopo le sentenze della CGUE e la (parziale) riforma domestica*, in www.dirittocontemporaneo.it, 2019; E. Fusco-G. Baggio, *Recenti pronunce in materia di market abuse*, in *Dir. pen. cont.*, 1, 2019, p. 67 ss.; L. Baron, *Test di proporzionalità e ne bis in idem. La giurisprudenza interna alle prove delle indicazioni euro-convenzionali in materia di market abuse*, in *Arch. pen.*, 2019, p. 1 ss.; C. Pagella, *L'inafferrabile concetto di connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta: la Cassazione ancora su ne bis in idem e insider trading*, in www.sistemapenale.it, 2019, nonché, da ultimo, A.F. Tripodi, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi*, cit., p. 200 ss.

⁴¹ V. sul punto A. Morone, *Reati ed illeciti amministrativi in materia finanziaria*, in F. Antolisei (a cura di), *Manuale di diritto penale. Leggi complementari. Vol. I* a cura di A. Rossi, Milano, Giuffrè, 2022, p. 483.

⁴² Critico sul punto era già F. Mucciarelli, *Gli abusi di mercato riformati*, cit. che l'ha definita «norma simbolo delle questioni irrisolte», proponendo una diversa tipizzazione degli illeciti a superamento del doppio binario.

⁴³ Cfr. art. 1, d.lgs. 14 giugno 2024, n. 87, che ha così modificato il sistema delineato dal d.lgs. 10 marzo 2000, n. 74. Per una valutazione della tenuta dell'impianto anteriforma con il principio del *ne bis in idem*, v. G. Ardizzone, *Il "volto attuale" del ne bis in idem europeo*, cit., p. 213 ss. e M. Scoletta, *Crisi e splendore del doppio binario. Vincoli di interpretazione conforme, profili di illegittimità costituzionale e aporie sistematiche nel vigente assetto punitivo degli illeciti tributari*, in *Riv. dir. tributario*, 1, 2023.

⁴⁴ Su cui L. Carraro, *Tutela dei beni culturali e paesaggistici: la creazione di un (altro) doppio binario cumulativo. Considerazioni a prima lettura sulla Legge 22 gennaio 2024, n. 6*, in *Arch. pen.*, 1, 2024, p. 1 ss.

falso in prospetto, attesa anche l'assenza per gli altri illeciti finanziari di una norma di coordinamento sanzionatorio come quelle appena citate⁴⁵.

Così sommariamente individuato l'oggetto di tutela e le prime criticità nel ritagliare al diritto penale il suo ruolo cardine in tale settore, lo scopo del presente lavoro è di analizzare più da vicino l'art. 173-bis t.u.f., evidenziandone l'attualità per la corretta garanzia dei mercati finanziari e facendone emergere gli aspetti problematici. Dopo quindi un breve *excursus* sulle riforme che hanno interessato il delitto citato e la breve analisi della disciplina extrapenale cui si è accennato, seguirà un'anatomia della fattispecie al precipuo scopo di individuare le incertezze sulle quali intervenire anche in vista dell'attuazione della l. 5 marzo 2024, n. 21, il cui art. 19 conferisce una delega al Governo per emanare uno o più decreti legislativi volti, tra le altre cose, a «razionalizzare e semplificare la disciplina degli emittenti, ivi inclusi il relativo sistema sanzionatorio» e «prevedere il riordino e l'aggiornamento della disciplina in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio»⁴⁶.

L'EVOLUZIONE NORMATIVA

Le origini del delitto *de quo* vanno ricercate, risalendo nel tempo, all'art. 18, l. 8 aprile 1974, n. 216⁴⁷. La norma imponeva a chiunque volesse procedere alla vendita mediante offerta al pubblico di azioni, obbligazioni o altro valore mobiliare italiano ovvero «sollecitare con altri mezzi il pubblico risparmio» di darne preventiva comunicazione alla Consob, «indicando le quantità e le caratteristiche dei valori mobiliari offerti nonché le modalità e i termini previsti per lo svolgimento dell'operazione». Accanto a tale obbligo comunicativo, era già previsto il corrispondente obbligo informativo, ossia di pubblicare un «prospetto informativo riflettente l'organizzazione, la situazione economica e finanziaria e l'evoluzione dell'attività di chi propone l'operazione», da redigere con l'osservanza di norme regolamentari che la stessa Autorità sopra richiamata era tenuta a emanare. La violazione di uno qualsiasi dei due obblighi era sanzionata con la mera ammenda «da un quarto alla metà del valore dell'operazione». Oggi, una simile disciplina appare *ictu oculi* insoddisfacente sotto più versanti.

Innanzitutto, l'entità della sanzione permetteva di «monetizzare» *in toto* il rischio reato, potendo essere al più applicata una pena pecuniaria pari alla metà del valore dell'operazione: in assenza di istituti come la confisca per equivalente, era quindi possibile lucrare sulle falsità nei prospetti senza essere intimiditi dalla fattispecie penale. Allo stesso modo, non giovava alla finalità general-preventiva della disciplina la natura contravvenzionale dell'illecito, pur essendo quest'ultima una problematica risolta in tempi molto più recenti⁴⁸. Peraltro, oltre ai possibili ambiti di sovrapposizione con il delitto di false comunicazioni sociali, la norma mostrava anche insufficienze dal punto di vista dell'oggetto materiale, tanto che fu necessario intervenire più volte per ampliare il catalogo di valori mobiliari meritevoli della tutela penale, prima con la l. n. 77/1983 e successivamente tramite l'introduzione nel citato *corpus* normativo degli artt. 18-bis e 18-ter relativamente agli strumenti finanziari non cartolarizzati e titoli di massa atipici.

Con l'entrata in vigore dell'art. 174 t.u.f., la fattispecie è stata riformulata, tramite un'infelice costruzione per rinvio alle norme del nuovo testo unico⁴⁹, arricchendosi della pena cumulativa dell'arresto

⁴⁵ Per quanto attiene alla compresenza di sanzioni amministrative e penali nel meccanismo unico di vigilanza bancaria, cfr. V. Felisatti, *Poteri sanzionatori e principio del ne bis in idem nel meccanismo di vigilanza unico sugli istituti di credito*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 3-4, 2018, p. 694 ss.; A. Pisaneschi-E. Bindi-P. Lucarelli, *Le sanzioni della Banca d'Italia e della Consob*, in *Giur. comm.*, 2021, p. 553 ss.; M. Donini, *Il nodo gordiano della vigilanza bancaria*, cit., p. 56 ss.; A.F. Tripodi, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi*, cit., pp. 67 ss. e 106 ss.

⁴⁶ V. art. 19, comma 1, lett. b) e f), l. 5 marzo 2024, n. 24.

⁴⁷ Su cui S. Seminara, *Le fattispecie sanzionatorie nella l. 18 febbraio 1992, n. 149, sulle offerte pubbliche*, in *Giur. comm.*, 1994, p. 35 ss., e, volendo, C. Longari, *Contributo allo studio del falso in prospetto*, Roma, Aracne, 2012, p. 57 s.

⁴⁸ V. sul punto A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti (artt. 169, 172, 173 e 173-bis TUF)*, in F. Consulich (a cura di), *Reati in materia bancaria e finanziaria*, Torino, Giappichelli, 2024, p. 139.

⁴⁹ Sul punto già F. Sgubbi, *Le sanzioni*, in F. Bonelli (a cura di), *La riforma delle società quotate*, Milano, Giuffrè, 1998, p. 293 s.; S. Giavazzi, *Profili penali dell'apparato sanzionatorio del t.u. dell'intermediazione finanziaria*, in Marchetti-Bianchi (a cura di), *La discipli-*

fino tre anni e dell'ammenda, non più calibrata sul valore dell'operazione. Come pure è stato osservato dalla dottrina che si è occupata della norma prima della Riforma del diritto societario del 2002, dalla clausola di riserva inserita nell'*incipit* dell'incriminazione è derivato un annoso dibattito circa il rapporto con le false comunicazioni sociali di cui all'art. 2621 c.c.

In particolare, vi era chi ritenesse l'art. 174 t.u.f. applicabile alla sola comunicazione alla Consob, lasciando alla tutela del codice civile le comunicazioni al pubblico⁵⁰. L'opinione prevalente riteneva invece che la norma si dovesse applicare anche e soprattutto a tutela della correttezza informativa verso i risparmiatori⁵¹, registrandosi però divergenze circa la sua prevalenza rispetto alla fattispecie codicistica, almeno laddove la falsità fosse ricaduta proprio sulle condizioni economiche e patrimoniali della società⁵². La questione ebbe una grande rilevanza pratica in caso noto alle cronache giudiziarie (c.d. caso Cultrera)⁵³, in cui il prospetto informativo disciplinato all'epoca dal citato art. 18, l. n. 216/1974 venne qualificato come una comunicazione sociale suscettibile di ricadere nell'ambito applicativo dell'art. 2621 c.c. Da queste basi, prese dunque piede il c.d. "Progetto Mirone", volto proprio a tipizzare una fattispecie *ad hoc* senza ambiti di sovrapposizione con illeciti amministrativi, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob e false comunicazioni sociali.

Pur affievolendo la tutela penale apprestata dall'art. 174 t.u.f.⁵⁴, il d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 si ispirò effettivamente a tale filosofia⁵⁵, abrogando la norma contenuta nel testo unico citato e introducendo l'art. 2623 c.c., strutturato sulla base dell'allora falso in bilancio⁵⁶. La norma, che non andò esente da critiche, si basava infatti su una duplice fattispecie in rapporto di progressione criminosa⁵⁷: a un reato

na delle società quotate nel testo unico della finanza, vol. II, Milano, Giuffrè, 1999, p. 1971; P. Patrono, *Vecchio e nuovo nella disciplina del falso prospetto informativo*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 1-2, 2002, p. 225.

⁵⁰ In questo senso, A. Portolano, *sub art. 174*, in P.G. Alpa-F. Capriglione (a cura di), *Comm. al testo unico di intermediazione finanziaria*, vol. III, Padova, Cedam, 1998, p. 1605 s. Per una critica a tale ricostruzione già P. Patrono, *Vecchio e nuovo*, cit., p. 226 s.

⁵¹ Così P. Veneziani, *Sollecitazione all'investimento e offerte pubbliche di strumenti finanziari: la disciplina penale dell'offerta pubblica d'acquisto*, in *Indice penale*, 1998, p. 979 e P. Patrono, *Vecchio e nuovo*, cit., p. 227.

⁵² In particolare, ritenevano applicabili le fattispecie di false comunicazioni sociali codicistiche laddove la falsità fosse ricaduta sulle condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie della società: L. Pistorelli, *Corporate Governance. Il nuovo volto delle responsabilità penali*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 1999, p. 313; A. Perini, *Il delitto di false comunicazioni sociali*, Padova, Cedam, 1999, p. 299; C. Pedrazzi, *Mercati finanziari (nuova disciplina penale)*, in *Digesto delle discipline penalistiche*, Torino, Giappichelli, 2000, p. 463; S. Riondato, *sub art. 174*, in Alpa-Zatti (a cura di), *Comm. breve al codice civile. Leggi complementari*, Padova, Cedam, 2000, p. 1353; S. Seminara, *Le responsabilità penali connesse alla intermediazione finanziaria on line*, cit., p. 555. Per la sola applicazione dell'art. 174 t.u.f., v. invece E. Musco, *Diritto penale societario*, Milano, Giuffrè, 1999, p. 83; L. Foffani, *Reati societari*, in Pedrazzi-Alessandri-Foffani-Seminara-Spagnolo (a cura di), *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, Monduzzi, 2000, p. 239.

⁵³ Cfr. Trib. Milano, 28 novembre 1987. A commento delle sentenze di merito, v. A. Crespi, *Rassegna di diritto societario (1989-1990)*, in *Riv. società*, 1992, p. 1033; in Id., *Rassegna di diritto societario (1991-1992)*, in *Riv. società*, 1994, p. 1090. Sulla sentenza di Cassazione, v. per tutti R. Zannotti, *Falsità nel prospetto informativo ex art. 18 l. n. 216/1974 e incriminazioni pertinenti*, in *Banca Borsa*, 2, 1992, p. 129 ss. Per una panoramica della vicenda, cfr. anche P. Patrono, *Vecchio e nuovo*, cit., p. 229 ss.

⁵⁴ Così anche P. Patrono, *Vecchio e nuovo*, cit., p. 239. A commento della riforma del 2002, v. ex multis A. Alessandri, *I nuovi reati societari: irrazionalità e arretramenti della politica penale nel settore economico*, in *Questione giustizia*, 2002, p. 1 ss.; L. Foffani, *Rilievi critici in tema di riforma del diritto penale societario*, in *Dir. pen. proc.*, 2001, p. 1193 ss.; A. Manna, *La riforma dei reati societari: dal pericolo al danno*, in *Foro it.*, 2002, p. 111 s.; D. Pulitanò, *La riforma del diritto penale societario, tra dictum del legislatore e ragioni del diritto*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2003, p. 934 ss.; S. Seminara, *False comunicazioni sociali, falso in prospetto e nella revisione contabile e ostacolo alle funzioni delle Autorità di Vigilanza*, in *Dir. pen. proc.*, 6, 2002, p. 676 ss.; V. Militello, *I reati di infedeltà*, in *Dir. pen. proc.*, 6, 2002, p. 698 ss.; A. Rossi, *La nuova tutela del capitale sociale*, in *Dir. pen. proc.*, 6, 2002, p. 688 ss.; E. Musco, *I nuovi reati societari* Milano, Giuffrè, 2002, p. 75 ss.; C.E. Paliero, *Nasce il sistema delle soglie quantitative: pronto l'argine alle incriminazioni*, in *Guida dir.*, 16, 2002, p. 45 ss. Sul punto, v. anche E.M. Ambrosetti-M. Ronco-E. Mezzetti, *Diritto penale dell'impresa*, Bologna, Zanichelli, 2012, p. 158 s.

⁵⁵ Nello stesso senso anche A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitulo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 139.

⁵⁶ Per gli stessi rilievi, v. anche L.D. Cerqua, *sub art. 2623*, in Lanzi-Cadoppi (a cura di), *I nuovi reati societari*, Padova, Cedam, 2002, p. 47; L. Conti, *Disposizioni penali in materia di società e di consorzi*, IV ed., Zanichelli-Il Foro Italiano, Bologna-Roma, 2004, p. 104; V. Napoleoni, *sub artt. 2621-2641*, in Bonfante-Corapi-Marziale-Rodorf-Salafia (a cura di), *Codice commentato delle nuove società: Società di capitali, Cooperative, Consorzi, reati societari*, Milano, Giuffrè, 2004, p. 1734; E. Garavaglia, *La tutela penale dell'informazione societaria e gli abusi di informazioni*, in A. Alessandri (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, Giappichelli, 2012, p. 35. In senso critico sul punto, per tutti, C. Pedrazzi, *In memoria del falso in bilancio*, in *Riv. società*, 2001, p. 1369 ss.

⁵⁷ Così E. Musco, *I nuovi reati societari*, cit., p. 79; R. Zannotti, *Il falso in prospetto*, in Giarda-Seminara (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, Cedam, 2002, p. 331; P. Patrono, *Vecchio e nuovo*, cit., p. 241.

contravvenzionale di pericolo seguiva un delitto di danno, punito più gravemente proprio per lo stadio successivo raggiunto dall'offesa al bene giuridico protetto⁵⁸. Per delimitarne l'area di applicazione, non furono previste ipotesi di procedibilità a querela o soglie di punibilità, che erano invece alla base della nuova sistematica delle false comunicazioni di cui ai previgenti artt. 2621 e 2622 c.c. Senonché, a questo apparentemente lineare assetto di tutela, emergeva una problematica di difficile risoluzione: come pure è stato sottolineato, l'irragionevolezza del sistema emergeva con chiarezza rispetto al trattamento sanzionatorio, particolarmente blando per una figura chiave ai fini della tutela del «punto di contatto tra il grande organismo economico in cerca di finanziatori e l'universo dei piccoli risparmiatori»⁵⁹. Si trattava infatti delle pene più basse previste in tema di comunicazioni sociali, con l'irrazionale conseguenza che sarebbe risultato conveniente a una società quotata esporre dati falsi nel prospetto informativo piuttosto che nei propri bilanci.

Come noto, la riforma del 2005 realizzò una vera e propria inversione di rotta con riferimento all'intero sistema del diritto penale economico⁶⁰, sia per il diverso sostrato di valori sociali e culturali animatore dell'intervento legislativo, sia per la "spinta" sovranazionale a intervenire nei mercati finanziari avvenuta con la citata MAD I. Con riferimento al falso in prospetto, nuovamente spostato all'interno del t.u.f., fatta salva la modifica del 2007, la l. n. 262/2005 ha effettivamente disegnato l'attuale assetto di tutela: per rendersi conto della distanza rispetto a quello entrato in vigore appena tre anni prima, è sufficiente sottolineare che la mera falsità risultava già punita più gravemente del delitto di danno contenuto nel previgente art. 2623 c.c.⁶¹.

Nondimeno, anche tale riforma ha portato con sé delle problematiche non sanate dall'intervento correttivo del 2007, derivanti per lo più dalla nuova collocazione sistematica dell'incriminazione. Se infatti è in qualche modo giustificabile la sottrazione del falso in prospetto dall'ambito di disciplina degli artt. 2640 e 2641 c.c., risulta più arduo comprendere il mancato richiamo all'estensione delle qualifiche soggettive di cui all'art. 2639 c.c. È vero che la giurisprudenza tende ad applicare la norma ben oltre i confini che la lettera della legge consentirebbe⁶²; cionondimeno sarebbe stato preferibile precisarne meglio i contorni applicativi anche con riferimento alle incriminazioni interne al t.u.f., per scongiurare la necessità di un intervento di ortopedia giuridica, come quello avviato in materia di bancarotta. Tuttavia, la maggiore lacuna lasciata dalla Riforma del 2005 riguarda la responsabilità da reato degli enti ex d.lgs. n. 231/2001: non si è infatti intervenuto sul catalogo dei reati presupposto, che continua oggi a rinviare all'abrogato art. 2623 c.c. Stante il principio di tassatività che permea la materia⁶³, risulta dunque impossibile rimproverare alle società il delitto *de quo*: tale è una vera irragionevolezza dell'intero impianto di tutela penale del mondo economico, risultando infatti centrale prestare adeguata protezione al momento informativo per gli investitori⁶⁴. Del resto, non si comprende perché la società dovrebbe rispon-

⁵⁸ In termini molto critici sul punto già D. Pulitanò, *Falso in bilancio: arretrare sui principi non contribuisce al libero mercato*, in *Guida dir.*, 39, 2001, p. 9; L. Foffani, *Rilievi critici*, cit., p. 1197; A. Alessandri, *Il ruolo del danno patrimoniale nei nuovi reati societari*, in *Società*, 2002, p. 797; P. Patrono, *Vecchio e nuovo*, cit., p. 240; A. Manna, *Tutela del risparmio, novità in tema di insider trading e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 2005, p. 665; A. Perini, *False comunicazioni sociali*, in F. D'Alessandro (a cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II. *I reati e gli illeciti amministrativi societari*, Padova, Piccin, 2010, p. 93.

⁵⁹ Così già A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 139.

⁶⁰ Su tale cambio di rotta legislativo, v. i rilievi di C.E. Paliero, *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corr. merito*, 2006, p. 615 ss.; A. Alessandri, *Attività d'impresa e responsabilità penali*, cit., p. 542 ss.; S. Seminara, *Nuovi illeciti penali ed amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, p. 563 ss.; C.F. Grosso, *Cinque anni di leggi penali: molte riforme (talune contestabili), nessun disegno organico*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, p. 534 ss.; F. Sgubbi, *Il falso in prospetto*, in Sgubbi-Fondaroli-Tripodi (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, Cedam, 2013, p. 279 ss.

⁶¹ Nello stesso senso anche A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., 2024, p. 140.

⁶² Cfr., anche per la dovuta bibliografia, S. Seminara, *Diritto penale commerciale. Vol. III*, cit., p. 20 ss.

⁶³ Su cui, nella manualistica, v. per tutti M. Pelissero-E. Scaroina-V. Napoleoni, *Principi generali*, in Lattanzi-Severino (a cura di), *La Responsabilità da reato degli enti*, vol. I, Torino, Giappichelli, 2020, p. 100 ss.

⁶⁴ V. sul punto i rilievi di A. Perini, *Prime osservazioni sui profili penali della nuova legge sul risparmio*, in *Giur. it.*, 2006, p. 2; E. Garavaglia, *La tutela penale dell'informazione societaria*, cit., p. 36, nonché, in una prospettiva civilistica, A. Anelli, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, in *Le Società*, 2011, p. 415.

dere delle false comunicazioni sociali ma non nel mendacio contenuto nel prospetto informativo: per quanto possa essere imputato a una svista del legislatore (reiterata purtroppo nel 2007⁶⁵), tale dimenticanza ha un costo non ulteriormente sopportabile, cui sarebbe ora di porre rimedio⁶⁶.

Come si è accennato, il d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51 ha modificato leggermente la fattispecie, sostituendo la locuzione “offerta al pubblico di strumenti finanziari” alla previgente “prospetto richiesto per la sollecitazione all’investimento”, allineando la norma penale alla disciplina contenuta nel testo unico. La norma infatti punisce oggi «chiunque, allo scopo di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto, nei prospetti richiesti per l’offerta al pubblico di prodotti finanziari o l’ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati, ovvero nei documenti da pubblicare in occasione delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, con l’intenzione di ingannare i destinatari del prospetto, espone false informazioni od occulta dati o notizie in modo idoneo a indurre in errore i suddetti destinatari». Il riferimento alla normativa extrapenale riguarda quindi tre diversi ambiti: l’offerta al pubblico, la quotazione in mercati regolamentati e le OPA e OPS. Conviene dunque guardarle brevemente più da vicino⁶⁷.

LA DISCIPLINA EXTRAPENALE: L’OFFERTA AL PUBBLICO DI STRUMENTI FINANZIARI

Guardando innanzitutto al primo settore della disciplina, viene in rilievo il fitto reticolo normativo composto dagli artt. 44 e 93-*bis* ss. t.u.f., recentemente oggetto di articolate modifiche per adeguare la normativa interna ai citati Regolamenti UE 2017/1129 e 2019/1156. Conviene innanzitutto precisare la nozione di offerta al pubblico, definita dal nuovo testo dell’art. 1, lett. t), t.u.f. per cui deve intendersi tale «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell’offerta e dei prodotti offerti così da mettere un investitore in grado di decidere se acquistare o sottoscrivere tali prodotti», ricalcando la definizione fornita dall’art. 2, lett. d) del Regolamento Prospetto⁶⁸.

La seconda norma rilevante è da individuarsi nell’art. 94 del citato testo unico, il cui primo comma dispone che l’offerta di titoli è disciplinata, oltre che dalle norme del t.u.f., anche dal “Regolamento prospetto” e dalle sue disposizioni attuative. Il comma 3 della stessa disposizione determina a carico di coloro che intendono effettuare tale operazione l’obbligo di presentare domanda di approvazione del prospetto da parte della Consob, allegandone una bozza, che deve rispondere ai criteri di «completezza, comprensibilità e coerenza necessari alla sua approvazione», pena l’attivazione della procedura di cui all’art. 20, par. 4, del Regolamento citato. Solo successivamente all’autorizzazione da parte dell’Autorità di Vigilanza, il documento informativo potrà essere reso pubblico tra gli investitori.

Dovere analogo discende dall’art. 94-*bis* relativamente ai «prodotti finanziari diversi da quote o azioni di Oicr aperti italiani». In quest’ultima ipotesi, è altresì disciplinato direttamente dal t.u.f. il contenuto del documento informativo: devono infatti evincersi «in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell’emittente e dei prodotti finanziari offerti, siano rilevanti per un investitore affinché possa procedere ad una valutazione con cognizione di causa della situazione patrimoniale, dei risultati economici, della situazione finanziaria e

⁶⁵ V. già le taglienti critiche di C.E. Paliero, *La riforma della tutela penale del risparmio*, cit., p. 616.

⁶⁶ Il riferimento è ovviamente a F. Bricola, *Il costo del principio societas delinquere non potest*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1970, p. 951 ss.

⁶⁷ Tale approccio è del resto condiviso dalla maggior parte della dottrina che si è occupata nel tempo dell’incriminazione *de qua*: cfr. V. Napoleoni, sub artt. 2621-2641, cit., p. 1736; S. Seminara, *Falso in prospetto*, in A. Alessandri (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Milano, Giuffrè, 2002, p. 204; A. Martini, *D.lgs. 11.4.2002 n. 61 Disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali, a norma dell’articolo 11 della legge 3 ottobre 2001, n. 366 – Art. 1 Nuove disposizioni sugli illeciti penali e amministrativi in materia di società e di consorzi – Titolo XI Disposizioni in materia di società e consorzi – Art. 2623 falso in prospetto*, in *Legislazione pen.*, 2003, p. 454 ss. e, più di recente, A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitulo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 141 ss.

⁶⁸ V. sul punto F. Annunziata, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, Giappichelli, 2023, p. 373 ss., spec. 380 ss. con riferimento al contenuto del prospetto. Per una ricostruzione in prospettiva storica, v. anche G. Alpa, *Il prospetto informativo: la disciplina statale e gli orientamenti della giurisprudenza*, in V. Afferni (a cura di), *Il mercato dei valori mobiliari*, Milano, Giuffrè, 1991.

delle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché dei diritti connessi ai titoli, delle ragioni dell'emissione e del suo impatto sull'emittente. Il prospetto contiene, altresì, una nota di sintesi la quale, concisamente e con linguaggio non tecnico, fornisce le informazioni chiave. Il formato e il contenuto della nota di sintesi forniscono, unitamente al prospetto, informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti». L'art. 98-ter prevede poi il suddetto obbligo di prospetto per coloro che intendono offrire al pubblico «quote o azioni di Oicr aperti italiani», ovvero di quei prodotti finanziari la cui emissione è riservata esclusivamente a organismi di investimento collettivo⁶⁹.

La disciplina italiana dell'offerta al pubblico risulta quindi incentrata sulla comunicazione alla Consob preventiva e sulla pubblicazione successiva del prospetto, il cui contenuto è sì disciplinato dal t.u.f. ma nell'ambito dell'adeguamento dell'ordinamento interno all'art. 6 del suddetto Regolamento europeo. Sul punto la norma, per la sua genericità, non consente di determinare in maniera specifica gli obblighi informativi: l'espressione «tutte le informazioni» è eccessivamente ampia. La disposizione, però, sottolinea la finalità del prospetto: consentire agli investitori di pervenire a un fondato giudizio sulla situazione, sui risultati e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il criterio per individuare le comunicazioni doverose presenta, dunque, natura finalistica: tali saranno quelle riguardanti informazioni che consentano al potenziale investitore di formarsi un convincimento adeguato sull'emittente e sui prodotti offerti e che hanno ad oggetto la situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente⁷⁰. Tale inciso, richiamato espressamente dalla legge, assume dunque particolare importanza con riferimento al contenuto delle informazioni suscettibili di essere oggetto materiale del reato⁷¹.

Da questa prima cursoria analisi, è infatti possibile trarre due corollari circa il perimetro della norma incriminatrice.

In primo luogo, non sembra possibile far rientrare la falsità contenuta nella nota di sintesi nell'area dell'art. 173-bis. È vero infatti che l'art. 94, comma 8, t.u.f. fa salva la responsabilità civile nel caso in cui la stessa risulti fuorviante, imprecisa o incoerente o comunque non consenta la piena correttezza informativa dell'investitore; nondimeno, un'interpretazione letterale della norma impone di ritenere penalmente rilevanti le sole falsità contenute nel prospetto informativo, di cui la nota di sintesi costituisce un allegato e non il contenuto. Sembra dunque coerente con il principio di legalità affidare la tutela del mendacio in tale atto alle sole sanzioni amministrative⁷².

Alle medesime conclusioni si deve giungere circa la violazione delle norme di correttezza che gli emittenti, offerenti e intermediari sono tenuti a osservare sulla base della normativa secondaria emanata dalla Consob ex art. 95, comma 2, t.u.f.: il medesimo principio di legalità sopra richiamato impone infatti di ritenere penalmente rilevante il solo mendacio che ricada nell'ambito del contenuto del prospetto individuato dall'art. 94-bis.

⁶⁹ Sul punto, anche con la dovuta bibliografia civilistica, v. F. Annunziata, *La disciplina del mercato dei capitali*, cit., p. 380 ss.

⁷⁰ Sembra scontato a questo punto il parallelismo con l'informazione privilegiata: su tale nozione, v. A.F. Tripodi, *Informazioni privilegiate*, cit., *passim*; F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, Giappichelli 2014, p. 113 ss.; F. Consulich-F. Mucciarelli, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sui mercati finanziari*, in *Le Società*, 2016, p. 179 ss.; S. Seminara, *Diritto penale commerciale*. Vol. III, cit., p. 58 ss.

⁷¹ Per considerazioni analoghe, volendo, C. Longari, *I reati finanziari*, in R. Rampioni (a cura di), *Diritto penale dell'economia*, Giappichelli, Torino, 2024, p. 217 ss.

⁷² Circa la poca precisione della norma paiono non esserci dubbi: sull'importanza del rispetto del principio di tassatività nel moderno diritto penale, v. per tutti S. Moccia, *La promessa non mantenuta. Ruolo e prospettive del principio di determinatezza/tassatività nel sistema penale italiano*, Napoli, ESI, 2001, p. 13 ss. e ancor prima F. Palazzo, *Il principio di determinatezza nel diritto penale*, Padova, Cedam, 1979, *passim*, nonché, nella manualistica, in Id., *Corso di diritto penale*, Torino, Giappichelli, 2021, p. 122. Con precipuo riferimento al diritto penale dell'economia, v. invece E.M. Ambrosetti-M. Ronco-E. Mezzetti, *Diritto penale dell'impresa*, cit., p. 24 ss.; A. Lanzi, *Il flebile incrocio tra illuminismo, legalità e diritto penale dell'economia*, in *Indice penale*, 2016, p. 1 ss. e R. Rampioni, *Diritto penale dell'economia e principi informatori del sistema penale*, cit., p. 14 ss.

I DOCUMENTI DA PUBBLICARE IN OCCASIONI DI OPA E OPS

Relativamente alle OPA ed OPS regolate dal Capo II del Titolo II della Parte IV del t.u.f., l'art. 102 del testo unico citato sancisce l'obbligo per coloro che intendano promuovere tali operazioni di comunicarlo tempestivamente alla Consob, presentando altresì il documento d'offerta destinato alla pubblicazione – che deve essere approvato dall'Autorità – contenente le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta. Secondo lo stesso schema visto in precedenza, solo in seguito all'approvazione il documento potrà essere reso pubblico. Generalmente, a differenza delle altre due ipotesi rilevanti per la fattispecie incriminatrice, le OPA e le OPS trovano la loro ragion d'essere nell'interesse dell'offerente di conseguire partecipazioni societarie che gli consentano di esercitare una funzione di controllo sull'impresa⁷³. Siffatte operazioni non sono spinte, dunque, da ragioni finanziarie ma, coinvolgendo l'interesse dei risparmiatori che hanno acquistato i titoli in un'ottica d'investimento, determinano comunque conseguenze sul risparmio stesso, rispetto alle quali la normativa predispone adeguate tutele⁷⁴.

È appena il caso di precisare che l'art. 102, comma 4, richiamato prevede la possibilità per la Consob di «indicare all'offerente informazioni integrative da fornire» o «specifiche modalità di pubblicazione del documento d'offerta». Dunque, con riferimento a questo secondo ambito di applicazione della disciplina, sembrano esserci maggiori tensioni con il principio di legalità: da un lato, il contenuto del documento è individuato dal t.u.f. sulla sola base della sua idoneità a «consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta» e, dall'altro lato, la stessa Autorità di Vigilanza può richiedere di arricchire il documento con dati che, se falsi, potrebbero integrare il delitto di cui all'art. 173-*bis* c.p.

IL PROSPETTO RICHIESTO PER L'AMMISSIONE ALLA QUOTAZIONE NEI MERCATI REGOLAMENTATI

Per quanto attiene all'obbligo di pubblicare, prima dell'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, un prospetto contenente informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sull'investimento, lo stesso sembra esser stato concepito per salvaguardare esigenze analoghe a quelle che ispirano le offerte di prodotti finanziari precedentemente analizzate⁷⁵.

In materia, l'art. 113 t.u.f. stabilisce che «prima della data stabilita per l'inizio delle negoziazioni degli strumenti finanziari comunitari in un mercato regolamentato, l'emittente o la persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni pubbliche, pubblica un prospetto», richiamando l'art. 94 sopra analizzato e il Regolamento Prospetto, anche per quel che riguarda il contenuto del documento. Lo stesso fa l'art. 113-*bis* con l'art. 98-*ter* relativamente all'ammissione alle negoziazioni di quote o azioni di Oicr aperti.

Se dunque il richiamo all'art. 94 sembra scongiurare rischi sotto il profilo del principio di legalità, anche per tale comunicazione è prevista la facoltà della Consob di richiedere informazioni supplementari, «se necessario per la tutela degli investitori»⁷⁶.

Con riferimento alle falsità che abbiano a oggetto tali informazioni aggiuntive, il principio di legalità impone di ricomporre la questione come segue: laddove la richiesta si riferisca a dati o notizie che avrebbero già dovuto esservi contenute ai sensi della disciplina del t.u.f., si ricadrà certamente nell'ambito di disciplina del falso in prospetto; al di fuori di quest'ipotesi, non sembra invece possibile attrarre nel perimetro del penalmente rilevante le falsità che ricadano su richieste effettuate dall'Autorità di Vigilanza non espressamente menzionate dalla norma di legge. Sebbene infatti vi sia la medesima *ratio* di tutela degli investitori, sarebbe possibile raggiungere la conclusione opposta solo tramite un inammissibile ragionamento analogico: per quanto dunque nel diritto penale dell'economia

⁷³ Sulla disciplina civilistica di riferimento, v. sempre F. Annunziata, *La disciplina del mercato dei capitali*, cit., p. 435 ss.

⁷⁴ Nello stesso senso, volendo, C. Longari, *I reati finanziari*, cit., p. 216.

⁷⁵ F. Annunziata, *La disciplina del mercato dei capitali*, cit., p. 396 ss.

⁷⁶ Cfr. art. 113, comma 2, lett. a), t.u.f.

sia semplice ravvisare da più parti tensioni con il principio di legalità⁷⁷, è bene delimitare l'ambito applicativo della norma alla luce della sola lettera della legge.

ANATOMIA ESSENZIALE DEL "FATTO": SOGGETTO ATTIVO

Così ricostruita sommariamente la disciplina sottostante, è bene volgere lo sguardo agli aspetti strutturali della previsione penalistica. Nonostante la locuzione "chiunque" posta in apertura alla norma incriminatrice, è opinione prevalente che si tratti in realtà di un reato proprio⁷⁸. Come si intuisce, infatti, dal coordinamento con la normativa extrapenale è possibile individuare i soggetti responsabili della predisposizione del documento. In particolare, ai fini della responsabilità civile, l'art. 94, comma 6 e, per rinvio, l'art. 98-ter t.u.f. prevedono che rispondano dei danni subiti dall'investitore l'emittente, l'offerente, l'eventuale garante e le persone responsabili delle informazioni contenute nel documento, che devono essere individuate in modo preciso dallo stesso prospetto. Inoltre, l'art. 11 del Regolamento prospetto pure fa riferimento «all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, al soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante», nonché ai diversi «soggetti responsabili del prospetto».

Tali norme, dunque, identificano quei soggetti dai quali l'ordinamento esige la veridicità delle informazioni con riferimento all'offerta al pubblico di strumenti finanziari, e il discorso può essere replicato anche per gli altri due ambiti di applicazione sopra analizzati. Così, l'art. 113 t.u.f. individua nell'emittente o nella persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni pubbliche il destinatario del precetto penale, mentre in materia di OPA od OPS l'art. 102 fa un generico riferimento all'emittente, da intendersi riferito agli organi della società responsabili dell'approvazione del documento richiesto. È appena il caso di rilevare che l'abrogazione a opera dell'art. 9 della l. 5 marzo 2024, n. 21 dell'art. 94, comma 7, che faceva riferimento all'intermediario responsabile del collocamento⁷⁹, ha comportato un *abolitio criminis* per i fatti commessi da tale soggetto, salva l'applicazione delle norme sul concorso di persone.

Ad ogni modo, sembra agevole concludere per la natura di reato proprio della norma, anche considerata la particolare relazione che intercorre tra i soggetti così individuati e il bene giuridico tutelato dall'art. 173-bis t.u.f., secondo l'insegnamento della dottrina che impone di indagare proprio tale rapporto ai fini della qualificazione del delitto come proprio⁸⁰.

LE CONDOTTE

Per quanto attiene alle condotte tipiche, la dottrina è solita suddividere il mendacio dall'omissione di dati e notizie⁸¹. Con riferimento alle problematiche comuni, occorre in primo luogo rimarcare come il principio di legalità imponga di circoscrivere l'oggetto materiale dell'occultamento o del falso ai contenuti dei documenti informativi richiesti dalla legge, sui quali ci siamo già soffermati.

Comune a entrambe le condotte è poi l'idoneità a indurre in errore i destinatari del prospetto. A tal

⁷⁷ Ci si pone qui, come si può notare, in una prospettiva ben diversa da quella analizzata *supra* con riferimento al rispetto del principio di legalità. Per un approfondimento sul punto, anche con la dovuta bibliografia, v. *infra*, par. 6.

⁷⁸ Cfr. A. Martini, *D.lgs. 11.4.2002 n. 61*, cit., p. 456; V. Napoleoni, sub artt. 2621-2641, cit., p. 1735; E. Garavaglia, *La tutela penale dell'informazione societaria*, cit., p. 37; A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 142 s.

⁷⁹ Richiamato quale soggetto attivo dal citato A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 142.

⁸⁰ Imposta infatti così la questione A. Gullo, *Il reato proprio. Dai problemi "tradizionali" alle nuove dinamiche d'impresa*, Milano, Giuffrè, 2005, p. 43 ss. Su questa scia, con riferimento al falso in prospetto anche F. Sgubbi, *Il falso in prospetto*, cit., p. 281, che osserva come sarebbe anche la caratteristica delle condotte previste dalla norma a delimitare la sfera di soggetti possibili autori del reato *de quo*.

⁸¹ V. *ex multis* E. Garavaglia, *La tutela penale dell'informazione societaria*, cit., p. 38; F. Sgubbi, *Il falso in prospetto*, cit., p. 284 ss.; A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 143 s.

proposito, è bene osservare che, nonostante parte della dottrina qualifichi come ridondante tale inciso⁸², si tratta invece di una qualifica centrale per il rispetto del principio di offensività, che permette di inquadrare la fattispecie nell'ambito dei reati di pericolo concreto⁸³. Il falso o l'omissione diventano infatti rilevanti quando, sulla base di un criterio strettamente funzionale, vi è un *vulnus* alle legittime aspettative dei risparmiatori di essere correttamente informati; conseguentemente, nei casi privi della potenzialità ingannatrice trovano applicazione esclusivamente le sanzioni amministrative previste per gli illeciti amministrativi di cui agli artt. 191 e ss. t.u.f. Sotto questo versante, la formula, oltre a imporre al giudice di indagare la concreta portata ingannatoria dei dati esposti od omessi, ha anche la funzione di delimitare l'ambito della fattispecie, realizzando un necessario coordinamento sul versante penalistico con i paralleli illeciti amministrativi, ispirandosi alla logica di *extrema ratio*.

Con riferimento alla prima condotta, sicuramente attiva, a essere sanzionata è "l'esposizione di notizie false", connotate dall'idoneità ingannatoria di cui si è detto. Si è anche avuto modo di precisare il contenuto del documento sul quale deve ricadere la falsità. È però appena il caso di puntualizzare che persistono dubbi in ordine alla tipicità del falso c.d. valutativo, sulla falsariga del dibattito sviluppatosi con riferimento alle fattispecie di cui agli artt. 2621 e 2622 c.c.⁸⁴. Il testo della nuova incriminazione, privo di un riferimento esplicito alle "valutazioni" e alla soglia quantitativa, sembrerebbe espungere, *prima facie*, tali falsità dal perimetro applicativo della norma.

Tuttavia, un'interpretazione letterale non appare praticabile. Accettare tale opzione ermeneutica vanificherebbe infatti il disposto dell'art. 94 t.u.f., precedentemente analizzato, nonché dell'art. 6 del Regolamento Prospetto. Le norme, come si è avuto modo di vedere, richiedono che il destinatario dei documenti possa, sulla base del loro contenuto, procedere a una valutazione consapevole della situazione patrimoniale e finanziaria della società, dei risultati economici e delle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché dei diritti connessi ai titoli e del loro impatto sull'emittente. Inoltre, laddove si richiede che le informazioni siano riferite anche all'evoluzione dell'attività della società, dei prodotti finanziari e dei relativi diritti, è implicito il richiamo a un giudizio prognostico, che sottende inevitabilmente un'attività valutativa da parte dei soggetti agenti, che risulta quindi quantomeno implicitamente richiamata dal *Tatbestand* delittuoso. Si tratta infatti di un'attività completamente diversa dal riportare meri fatti oggettivi, che non richiedono alcuna elaborazione estimativa da parte dell'autore.

Sembra perciò maggiormente coerente includere nel raggio sanzionatorio dell'art. 173-bis anche le false informazioni sulle valutazioni che fondino l'offerta o qualifichino l'emittente o l'offerente, come del resto fa la prevalente dottrina che si è occupata della questione⁸⁵. Piuttosto, quel che rimane al di fuori della tipicità del fatto è il mero enunciato prospettico o previsionale inattendibile: con riguardo infatti alle prognosi contenute nel documento, non si pone certo una problematica relativa alla veridicità di una stima futura, quanto piuttosto di *attendibilità* della stessa⁸⁶, come tale non contemplabile nell'ambito della sanzione penale.

⁸² Così infatti A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 145, che, non troppo condivisibilmente, la ritiene implicita nel falso.

⁸³ In senso analogo, M. Malavasi, *I nuovi reati societari*, Utet, Milano, 2008, p. 56; E. Garavaglia, *La tutela penale dell'informazione societaria*, cit., p. 36. *Contra*, nel senso di reato di pericolo astratto, A. Martini, *L. 28.12.2005 n. 262 – Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari – Titolo V – Modifiche alla disciplina in materia di sanzioni penali e amministrative – Art. 34 Falso in prospetto*, in *Legislazione pen.*, 2007, p. 545; S. Seminara, *Nuovi illeciti penali ed amministrativi*, cit., p. 558; R. Zannotti, *Il nuovo diritto penale dell'economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 383.

⁸⁴ A partire da Cass. pen., sez. un., sent. 31 marzo 2016 (dep. 27 maggio 2016), n. 22474, il dibattito si è sostanzialmente assestato sulla pacificità della penale rilevanza delle valutazioni, anche se non sono mancati rilievi critici in dottrina. V. sul punto F. Mucciarelli, *Le Sezioni Unite e le false comunicazioni sociali: tra legalità e ars interpretandi*, in *Dir. pen. cont.*, 1, 2016; D. Pulitanò, *Ermeneutiche alla prova. La questione del falso valutativo*, in *Dir. pen. cont.*, 2016; D. Piva, *Le Sezioni Unite sulle valutazioni: dai finti ai veri problemi delle false comunicazioni sociali*, in *Dir. pen. Cont.* (2016). Nella manualistica, anche con i dovuti approfondimenti bibliografici, v. S. Seminara, *Diritto penale commerciale. Vol. II*, Torino, Giappichelli, 2018, p. 49 ss.

⁸⁵ Così infatti: C. Santoriello, *Il nuovo diritto penale delle società*, Torino, Giappichelli, 2003, p. 112; V. Napoleoni, sub artt. 2621-2641, cit., p. 1737; E. Garavaglia, *La tutela penale dell'informazione societaria*, cit., p. 38; A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 143 s.

⁸⁶ Cfr. già A. Alessandri, *Osservazioni sulle notizie false, esagerate o tendenziose*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 1973, p. 720 ss.; E. Musco, *Bilanci "anomali" e false comunicazioni sociali: identificazione inevitabile?*, in *Giur. comm.*, II, 1981, p. 479; A. Nappi, *Falso e legge*

Per quel che riguarda invece la seconda condotta, l'ipotesi prevista dall'art. 173-bis è quella di occultamento di dati e notizie. Si tratta di quel comportamento attraverso il quale vengono sottratte alla conoscenza degli investitori le informazioni necessarie per ponderare le proprie decisioni. La disposizione non specifica in alcun modo quali di queste siano rilevanti ai fini della sussistenza del reato e potrebbe quindi apparire eccessivamente generica. Per ovviare a tale apparente *deficit* di determinatezza ed evitare un'inopportuna applicazione della sanzione penale anche a semplici inosservanze degli obblighi di comunicazione, deve farsi ricorso alle ulteriori note caratterizzanti la fattispecie, ossia al contenuto del prospetto già analizzato: laddove l'occultamento ricada nell'ambito di una informazione rilevante prescritta dalla legge (e ricorra l'idoneità ingannatoria di cui pure si è detto), sarà integrato l'elemento oggettivo del reato⁸⁷.

Per quanto attiene alla natura di tale seconda condotta, si potrebbe essere tentati di qualificare la fattispecie come reato omissivo proprio, ritenendo sanzionato il mero silenzio antidoveroso. Come invece pure già evidenziato dalla dottrina prevalente, si tratta in realtà di una condotta mista, in cui a venire in rilievo è sempre il mendacio⁸⁸. In altri termini, l'omissione delle informazioni assumerà rilevanza penale quando farà emergere un quadro alterato dei dati e notizie su cui si fondano le scelte di investimento degli operatori economici, tale da poterli indurre in errore; il mero silenzio sul punto, cui non sia possibile attribuire tale qualità decettiva, sarà invece attinto dalla sola sanzione amministrativa.

Maggiori problematiche riguardano invece la tipicità della comunicazione alla Consob prima della pubblicazione del prospetto. Si è infatti visto come, per tutti gli ambiti di operatività dell'art. 173-bis t.u.f., la disciplina extrapenale preveda una prima notifica all'Autorità di Vigilanza delle informazioni da pubblicare; solo dopo l'approvazione del documento, questo potrà essere reso pubblico tra gli investitori. La norma fa unicamente riferimento al "prospetto" o ai "documenti da pubblicare" e, genericamente, ai "destinatari": non è dunque possibile rinvenire *prima facie* una chiara indicazione circa l'applicabilità della fattispecie anche alla preventiva comunicazione alla Consob, tanto che sul punto sono state avanzate diverse opinioni⁸⁹.

La questione ha ovviamente ricadute sulla natura del reato *de quo*: se si ritiene attratta nell'orbita della fattispecie anche la falsità ancora non resa pubblica, ci si troverà al cospetto di un delitto di pericolo a tutela altamente anticipata. Per questo motivo, crediamo che il dubbio debba essere risolto nel senso di non ritenere tipiche le comunicazioni all'Autorità di Vigilanza. Infatti, il trattamento sanzionatorio previsto – che arriva fino a cinque anni di reclusione – impone di non interpretare la norma nel senso di una eccessiva anticipazione della tutela, qualificando i "destinatari" del prospetto come i soli investitori. Tale soluzione è coerente anche con il bene giuridico cui la fattispecie è posta a presidio: non si tratta infatti di una mera tutela di funzioni, ma si intende tutelare direttamente quella "trasparenza del mercato" funzionale agli interessi degli investitori che solo la pubblicazione del prospetto può concretamente mettere in pericolo⁹⁰. Del resto, sembra che ci siano altri illeciti idonei a sanzionare i comporta-

penale Milano, Giuffrè, 1999, p. 3 ss. Più di recente, con riferimento proprio al delitto di cui all'art. 173-bis t.u.f., v. anche le considerazioni di A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 144. Cfr. sul punto anche L.D. Cerqua, sub art. 2623, cit., che nota come sia meramente teorica la situazione in cui una stima inattendibile parte da enunciati dichiarativi veritieri.

⁸⁷ R. Zannotti, *Il falso in prospetto*, cit., p. 339.

⁸⁸ Nello stesso senso, L.D. Cerqua, sub art. 2623, cit., p. 47; E. Musco, *I nuovi reati societari*, cit., p. 79; A. Di Martino, *D.lgs. 11.4.2002 n. 61 – Disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali, a norma dell'art. 11 della legge 3 ottobre 2001, n. 366*, in *Legislazione pen.*, 2003, p. 438; V. Napoleoni, sub artt. 2621-2641, cit., p. 1737; A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 145.

⁸⁹ In senso negativo, v. V. Napoleoni, sub artt. 2621-2641, cit., p. 1740 e, più di recente, A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 146 s. A favore della rilevanza penale ex art. 173-bis t.u.f. della mera comunicazione alla Consob sono invece F. Sgubbi, *Il falso in prospetto*, cit., p. 292 e C. Santoriello, *Il nuovo diritto penale delle società*, cit., p. 114.

Con riferimento alla comunicazione di cui all'art. 102 t.u.f., v. in senso negativo L.D. Cerqua, sub art. 2623, cit., p. 46 e, per quelle ex art. 114 t.u.f., v. A. Di Martino, *D.lgs. 11.4.2002 n. 61*, cit., p. 444, che ritiene applicabile la truffa e A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 147, che ritiene invece che il fatto integri le false comunicazioni sociali.

⁹⁰ Così già E. Garavaglia, *La tutela penale dell'informazione societaria*, cit., p. 36.

menti decettivi rivolti alla Consob, come il delitto di ostacolo⁹¹ – e il relativo illecito amministrativo – o le false comunicazioni sociali. Peraltro, gli artt. 191 e ss. t.u.f. già richiamati pure si occupano di apprestare tutela alla violazione delle norme procedurali precedenti alla pubblicazione del prospetto. Ciò sembra poter avvalorare l'atipicità di tali comportamenti, coperti dai soli illeciti citati, poiché il diritto penale interverrebbe per punire solamente quei comportamenti maggiormente pericolosi per il patrimonio degli operatori economici, che si collocano dunque a uno stadio di offensività maggiore⁹².

ELEMENTO SOGGETTIVO, DELITTO TENTATO E MOMENTO CONSUMATIVO

Circa l'elemento soggettivo, la norma è costruita sulla combinazione dolo intenzionale-dolo specifico: a fianco della volontà e rappresentazione del fatto tipico commesso con l'intenzione di ingannare i destinatari del prospetto, si aggiunge lo scopo di conseguire un ingiusto profitto per sé o per altri⁹³.

La richiesta intenzionalità dell'azione esclude dal penalmente rilevante quelle condotte caratterizzate dal dolo eventuale: il requisito esplicito impone, infatti, che il soggetto agente abbia esposto il falso ovvero occultato dati e notizie intenzionalmente e non si sia limitato ad accettare il rischio della non veridicità dei dati esposti⁹⁴. Probabilmente, la formula mira a evitare una forma di imputazione del fatto frequente nel diritto penale dell'economia, che storicamente è sempre stata tanto invisa al Legislatore quanto applicata dalla giurisprudenza⁹⁵.

La previsione del dolo specifico ha ovviamente rilievo selettivo ed esclude dalla sfera di applicabilità della fattispecie condotte di infedele rappresentazione volte a un fine diverso da quello di ottenere un ingiusto profitto. Pur tuttavia, la natura ingiusta del profitto rappresenta un carattere in sé poco qualificante poiché, in linea di principio, è tale ogni acquisizione di utilità *sine iure* o senza giusta causa; ne deriva un quadro in cui è la mera condotta decettiva, posta in essere nei confronti di terzi indotti a scelte patrimoniali inconsapevoli, che identifica come ingiusto il risultato favorevole al cui conseguimento l'autore ispira il proprio agire⁹⁶.

Sempre con riferimento al profitto, e specificamente alla sua natura, sembra probabile che la giurisprudenza si ispiri a quell'elaborazione del concetto che travalica i confini della patrimonialità⁹⁷. Possono così assumere rilievo non solo, come è ovvio, condotte destinate a indurre con l'inganno lo scambio tra risparmio e prodotti finanziari non remunerativi, ma anche quelle finalizzate a modificare gli assetti di controllo di un'impresa o semplicemente orientate a garantire una maggiore estemporanea di-

⁹¹ Su cui v., *ex multis*, M. Donini, *Il nodo gordiano della vigilanza bancaria*, cit., p. 39 ss.; E. Pietrocarlo, *L'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza: condivisibili conferme e persistenti "punti oscuri" nella recente giurisprudenza della Cassazione*, in *Arch. pen.*, 2023, p. 1 ss.; S. Cornacchia, *Ostacolo all'Autorità di Vigilanza*, in F. Consulich (a cura di), *Reati in materia bancaria e finanziaria*, Torino, Giappichelli, 2024, p. 327 ss. nonché, nella manualistica, A.F. Tripodi, sub *Art. 2638 cc.*, *Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza*, in G. De Nova (a cura di), *Comm. del codice civile Scialoja-Branca-Galgano. Disposizioni penali in materia di società, consorzi e altri enti privati*, Bologna, Zanichelli, 2018, p. 619 ss.; S. Seminara, *Diritto penale commerciale*. Vol. II, cit., p. 161 ss.

⁹² Del resto, è stata altresì esclusa la configurabilità della fattispecie in caso di omesso aggiornamento del prospetto nel caso in cui sopraggiungano fatti nuovi: v. sul punto V. Napoleoni, sub *artt. 2621-2641*, cit., p. 1737 e la delibera Consob n. 11971/1991.

⁹³ A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 146 e, volendo, C. Longari, *I reati finanziari*, cit., p. 220.

⁹⁴ Così si esprimevano già V. Napoleoni, sub *artt. 2621-2641*, cit., p. 1740 e T. Giacometti, *Falso in prospetto: art. 173-bis t.u.f.*, in A. Alessandri (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, Giappichelli, 2017, p. 75. Più in generale sul punto, v. anche E. Garavaglia, *La tutela penale dell'informazione societaria*, cit., p. 40 e M. Malavasi, *I nuovi reati societari*, cit., p. 63.

⁹⁵ Riferimenti in A. Alessandri, S. Seminara, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 72 ss. Ci sembra però che l'imputazione a titolo di dolo eventuale utilizzata come strumento per allargare surrettiziamente le maglie delle fattispecie nel diritto penale economico sia una costante trasversale all'intero settore: v. ad esempio P. Aldovrandi, *La crisi di liquidità nel prisma del diritto penale tributario: la trasfigurazione nel diritto vivente del "rischio d'impresa" in "rischio penale"*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 2022, p. 429 per le offese tributarie. Per un'analisi più di sistema, v. anche C. Iavarone, *La crisi del dolo nel diritto penale dell'economia (dimenticata, in itinere, la formula di Frank?)*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 2021, p. 465 ss.

⁹⁶ In senso critico sull'ingiustizia del profitto era già S. Seminara, *Nuovi illeciti penali ed amministrativi*, cit., p. 558.

⁹⁷ V. per tutti Cass. pen., sez. un., 25 maggio 2023 (dep. 12 ottobre 2023), n. 41570 in tema di dolo specifico nel delitto di furto.

sponibilità di risorse finanziarie che, a rigore, dovrebbero rimanere al di fuori dalla fattispecie così come ritagliata dal legislatore⁹⁸.

In sintesi, l'agente deve conoscere il vero che nasconde o la infedeltà dei giudizi che esprime, volerne l'esposizione o l'occultamento, essere consapevole della potenzialità ingannatoria del raggio perpetrato e indirizzare finalisticamente la condotta all'ingiusto profitto.

Secondo la teoria qui accolta, il delitto si consuma solo con la pubblicazione del prospetto. Si è visto infatti come la sua mera comunicazione alla Consob si pone a un livello di tutela troppo anticipata perché possa essere ritenuto coerente con la natura di pericolo concreto dell'incriminazione che tale stadio di offesa consumi già il reato. Impone una lettura simile l'interpretazione più accorta dell'inciso "in modo idoneo a indurre in errore i suddetti destinatari": tale clausola, ispirata al principio di offensività, suggerisce infatti di saggiare l'idoneità ingannatoria del documento con riferimento ai suoi destinatari "naturali", ossia gli investitori e non l'Autorità di Vigilanza, cui spetta sostanzialmente un controllo preventivo. È quindi solo con la diffusione del prospetto falso tra il pubblico che viene espresso quel livello di disvalore che il delitto intende punire. Peraltro, come pure si è accennato, tale ricostruzione ermeneutica consente altresì di operare un *actio finium regondorum* con gli illeciti amministrativi e i delitti di ostacolo, già di per sé idonei a reprimere la comunicazione falsa alla Consob⁹⁹.

Nondimeno, a differenza di quanto poteva ritenersi sotto la vigenza dell'abrogato 2623 c.c., è pacificamente configurabile il tentativo¹⁰⁰.

PRIME CONCLUSIONI CIRCA LO SPETTRO APPLICATIVO

Già prima di concentrarsi sul trattamento sanzionatorio, dalla mera perimetrazione della fattispecie così operata sembrano potersi trarre delle prime conclusioni, anche in vista dell'attuazione della legge di delega citata. Innanzitutto, per ovviare ai dubbi interpretativi circa la tipicità delle comunicazioni alla Consob, si potrebbe precisare meglio già in via legislativa l'ambito della fattispecie, sostituendo al lemma "destinatari" la parola "investitori". In tal modo, oltre a porsi nel solco della dottrina prevalente sopra richiamata¹⁰¹, si conferirebbe maggiore certezza circa lo spettro applicativo della norma, coerentemente con i principi di sussidiarietà ed *extrema ratio*, lasciando che siano gli illeciti amministrativi a intervenire a una soglia di pericolo così anticipata.

In secondo luogo, è appena il caso di considerare quanto previsto dal Regolamento MiCA¹⁰². La normativa europea, come si è anticipato, è volta a garantire adeguata tutela al mercato dei *cripto-assets*, ricalcando in larga parte i presidi imposti in materia di offerta e negoziazioni di strumenti finanziari, essendovi sostanzialmente la medesima esigenza di protezione degli investitori¹⁰³. È infatti previsto che gli Stati Membri sanzionino, tra le altre cose, l'offerta al pubblico senza autorizzazione e la prestazione non autorizzata di servizi per le cripto-attività¹⁰⁴, nonché, per quel che qui interessa maggiormente, la violazione della normativa sul *White Paper*, ossia il documento che svolge per tali prodotti finanziari la

⁹⁸ V. per tutti gli accorati rilievi di G. Flora, *Mi parli del dolo specifico nei delitti contro il patrimonio. La risposta (sbagliata?) delle Sezioni Unite*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 2023, p. 611 ss.

⁹⁹ *Contra* v. per tutti F. Sgubbi, *Il falso in prospetto*, cit., p. 292, che richiama Cass. civ., sez. un., 8 aprile 2011, n. 8034, che hanno ritenuto consumata l'azione illecita nel momento di inoltro del prospetto alla Consob. Tale soluzione può però essere adottata solo in ambito extrapenale, dovendosi in questa sede svolgere un giudizio attento anche ai principi di sussidiarietà ed *extrema ratio*.

¹⁰⁰ In questo senso, da ultimo, A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capitolo II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 147.

¹⁰¹ V. *supra*, nota 89.

¹⁰² Si tratta del Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività.

¹⁰³ Sulla natura delle cripto-attività, v. *ex multis* F. Annunziata, *Verso una disciplina europea*, cit.; P. Sirena, *La tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza delle cripto-attività*, in *Il Mulino – Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, p. 319 s.; R. Lener, *Criptoattività e cripto valute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in *Giur. comm.*, 2023, p. 376 ss.

¹⁰⁴ V. art. 111, primo paragrafo, lett. a), b), c) e d) del MiCAR. In materia di offerta al pubblico prima della approvazione della proposta di Regolamento, v. C. Frigeni, *Il mercato primario delle cripto-attività. Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella Proposta di Regolamento MiCA*, in *Il Mulino – Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, p. 23 ss.

medesima funzione rivestita dal prospetto per gli strumenti “tradizionali”, pur avendo una disciplina e un contenuto parzialmente diverso¹⁰⁵. Se dunque per alcuni di tali obblighi punitivi si può ricorrere (e si ricorre già) al delitto di abusivismo di cui all’art. 166 t.u.f.¹⁰⁶, si potrebbe adeguatamente modificare il citato art. 173-bis per farvi ricomprendere anche le falsità od occultamenti decettivi nel documento informativo da pubblicare prima dell’offerta di *cripto-assets*. Se infatti le fattispecie *non sunt multiplicanda sine necessitate*, è più conveniente intervenire sulla norma già esistente, con cui la nuova incriminazione condivide la medesima *ratio* di tutela.

LA RESPONSABILITÀ DA REATO DEGLI ENTI

Da ultimo, è già stato evidenziato come, dalla riforma del 2005, sia stato sottratto il delitto *de quo* all’orbita applicativa della responsabilità da reato degli enti¹⁰⁷. Ebbene, proprio in occasione della delega legislativa che chiede, tra le altre cose, di «razionalizzare il sistema sanzionatorio degli emittenti», sarebbe davvero opportuno ricondurre il sistema a ragionevolezza, prevedendo nuovamente l’art. 173-bis t.u.f. nell’elenco dei *predicate crimes*, anche considerata la già sottolineata centralità della fattispecie per la tutela del mercato finanziario e la indubbia natura di delitto espressione della criminalità da profitto, che certamente si concilia con la filosofia del decreto 231.

L’art. 25-ter del decreto fa infatti ancora riferimento all’art. 2623 c.c., abrogato, come si è visto, nel 2005. *Rebus sic stantibus*, è certamente impossibile pensare di qualificare la norma come un rinvio mobile: con specifico riferimento alla disciplina della responsabilità amministrativa degli enti, è noto che il nostro ordinamento esiga un «doppio livello di legalità»¹⁰⁸. È cioè necessario non solo che il fatto commesso nell’interesse o vantaggio della *societas* sia previsto come reato da una legge entrata in vigore prima della sua commissione, ma anche che il medesimo delitto sia previsto espressamente nel catalogo dei reati presupposto, avente natura tassativa.

¹⁰⁵ Per le differenze dalla prospettiva della disciplina civilistica, v. A. Vicari, *Il white paper nella proposta di Regolamento sulle cripto-attività*, in *Il Mulino – Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, p. 249 ss.; C. Frigeni, *Il mercato primario delle cripto-attività*, cit., p. 28 s.

¹⁰⁶ Il percorso interpretativo necessario a tal fine impone di qualificare come *cripto-assets* i “prodotti finanziari” ai sensi dell’art. 1, comma 1, lett. u), t.u.f., che consente di attribuire tale qualifica a «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria». Essendo dunque la definizione di “prodotto” più ampia di quella di “strumento”, non si è ritenuto che questa conclusione fuoriuscisse dagli spazi concessi all’interpretazione estensiva in diritto penale: cfr. F. Consulich, *Nella wunderkammer del legislatore penale contemporaneo: monete virtuali che causano danni reali*, in *Dir. pen. proc.*, 2022, p. 157, nonché Cass. pen., sez. II, 25 settembre 2020, n. 26807 e Cass. pen., 10 novembre 2021, n. 44337, con osservazioni di M. Cian, *Noterelle su finanziarietà e non finanziarietà nei crypto-assets: la Suprema Corte sulla natura del servizio di exchange in Banca Borsa*, 1, 2023, p. 3 ss. Va comunque rilevato che il d.l. n. 25 del 17 marzo 2023 (c.d. “Decreto Fintech”), adeguando la normativa nazionale al Regolamento UE 2022/858 (c.d. “Regolamento Pilota”) aveva già modificato l’art. 1 t.u.f. nel senso di ricomprendere all’interno della nozione di “strumenti finanziari” anche quelli «emessi mediante tecnologia a registro distribuito», anche se l’art. 2, par. 4, MiCAR esclude i *cripto-assets* qualificabili come strumenti finanziari dal suo spettro applicativo. Ne dovrebbe conseguire che, per le cripto-attività assimilabili agli strumenti tradizionali, continuerà a essere in vigore l’obbligo di prospetto e la modifica attuata tramite il Decreto Fintech avrà le vesti di una nuova incriminazione con riferimento all’art. 173-bis t.u.f.; per le altre, sarà invece necessario un intervento *ad hoc* che eviti delle irragionevolezza di sistema. In generale sull’argomento delle cripto-attività dalla prospettiva penalistica, v. da ultimo E. Basile, *Cripto-assets e responsabilità penale*, in F. Consulich (a cura di), *Reati in materia bancaria e finanziaria*, Torino, Giappichelli, 2024, p. 453 ss.; mentre, per uno sguardo alle evoluzioni tecnologiche nel mercato mobiliare sempre con riferimento al diritto penale, v. F. Consulich, *Il nastro di Möbius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso di mercato*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2018, p. 195 ss.; in Id., *Intelligenza artificiale e reati finanziari*, in F. Consulich, (a cura di), *Reati in materia bancaria e finanziaria*, Torino, Giappichelli, 2024, p. 239 ss.; A.F. Tripodi, *Abusi di mercato e trading algoritmico*, in Giordano-Panzarola-Police-Preziosi-Proto (a cura di), *Il diritto nell’era digitale*, Milano, Giuffrè, 2022, p. 745 ss.; M. Maugeri, *Cripto-attività e abusi di mercato*, in *Il Mulino – Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, p. 413 ss.

¹⁰⁷ V. *supra*, nota 64.

¹⁰⁸ V. anche in giurisprudenza: Cass. pen., sez. III, 9 luglio 2021, n. 2234, relativamente alla responsabilità degli enti da reati ambientali, ma anche la nota Cass. pen., sez. VI, 24 gennaio 2014, n. 3635, annotata da C. Piergallini, *Responsabilità dell’ente e pena patrimoniale: la Cassazione fa opera nomofilattica*, in *Riv. it., dir. proc. pen.*, 2014, p. 998 ss. Sul principio di tassatività in materia 231, v. anche M. Pelissero, *Principi generali*, in G. Lattanzi-P. Severino (a cura di), *Responsabilità da reato degli enti. Vol. I*, Torino, 2020, p. 100 ss.; A. Scarcella, *Il Principio di legalità e il fenomeno successorio*, in D. Piva (a cura di), *La responsabilità degli enti ex d.lgs. 231/2011 tra diritto e processo*, Torino, 2021, 142 ss.

Il mancato richiamo alla norma del t.u.f. genera quindi un'incongruenza cui non è possibile porre rimedio in via interpretativa ma che rende più ardua la prevenzione di simili fenomeni delittuosi: è noto infatti come l'auto-organizzazione degli enti al fine di evitare la commissione dei reati presupposto sia un'arma grandemente efficace, che permette di abbattere il rischio di verifica degli illeciti grazie alla leva posta dal c.d. *carrot and stick approach*, che pure permea il decreto 231¹⁰⁹. Inoltre, come pure è stato da tempo indicato da un altro Maestro del diritto penale, utilizzare il *know-how* dell'ente stesso, fisicamente più vicino al reato che si vuole prevenire, proprio al fine di impedirne la commissione sembra la strategia migliore soprattutto con riferimento a questo tipo di criminalità economica¹¹⁰.

Ebbene, proprio nell'ottica di una efficace *compliance* da parte delle stesse imprese, l'adozione di un efficace Modello Organizzativo idoneo a porre dei presidi interni per minimizzare il rischio di trarre in inganno gli investitori sarebbe certamente un passo in avanti, al quale il legislatore dell'imminente riforma non deve rinunciare.

TRATTAMENTO SANZIONATORIO

Per quanto invece attiene al trattamento sanzionatorio, si è anticipato che la norma prevede la reclusione da uno a cinque anni. Al contrario del poderoso arsenale previsto in materia di abusi di mercato, non è poi contemplata né la confisca per equivalente né alcuna pena accessoria¹¹¹. A seguito della Riforma del 2015, come pure rilevato¹¹², anche la forbice edittale della reclusione risulta sproporzionata per difetto se rapportata al delitto di false comunicazioni sociali nelle società quotate, punibile con la reclusione da tre a otto anni. Sebbene dunque quest'ambito di irragionevolezza potrebbe rilevare più nella prospettiva dell'art. 2622 c.c., utilizzando l'art. 173-bis come *tertium comparationis*¹¹³, non può non rilevarsi come, *de jure condendo*, occorrerebbe ripristinare la centralità del falso in prospetto anche da questo punto di vista, prevedendo per esso la pena maggiore tra i delitti di falsità nelle comunicazioni in considerazione della maggiore offensività dalla fattispecie. Anche rispetto al citato apparato sanzionatorio in materia di *market abuse*¹¹⁴, ci sembra che l'art. 173-bis si ponga ben più vicino all'offesa al bene giuridico ultimo del "risparmio" rispetto, ad esempio, all'*insider trading*, punito nondimeno molto più gravemente.

Sembra dunque giunto il tempo di un ripensamento dell'intero impianto punitivo dei delitti finanziari, al fine di riallineare le pene all'offensività delle condotte e conferire loro quel grado di ragionevolezza sistematica che sembra oggi essere perso.

Da ultimo, come anticipato, occorre rilevare che sarebbe miope non tenere in considerazione anche gli illeciti non formalmente penali che insistono sostanzialmente sui medesimi fatti coperti dal delitto di falso in prospetto¹¹⁵. È vero infatti che non vi è una piena sovrapposizione: condivisibilmente, l'illecito

¹⁰⁹ V. A. Gullo, voce *Compliance*, in *Arch. pen.*, 2023, p. 2 ss.; V. Mongillo, *Presente e futuro della compliance penale*, in *Sist. pen.*, 2022, p. 3 ss.; P. Severino, *La responsabilità dell'ente ex d.lgs. n. 231 del 2001: profili sanzionatori e logiche premiali*, in C.E. Paliero-F. Viganò-F. Basile-G.L. Gatta (a cura di), *La pena, ancora: fra attualità e tradizione. Studi in onore di Emilio Dolcini*, vol. 2, Milano, 2018, 1101 ss.

¹¹⁰ Il riferimento è ovviamente a F. Stella, *Criminalità d'impresa, lotta di sumo e lotta di judo*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 1998, p. 1254 ss.

¹¹¹ Per i delitti di *market abuse* v. invece artt. 186 e 187 t.u.f.

¹¹² Così infatti A. Perini, *La tutela penale della corretta e Capito II trasparente partecipazione agli emittenti*, cit., p. 147.

¹¹³ Non è qui certo possibile ricostruire il lungo percorso interpretativo intrapreso dalla Corte costituzionale in materia di trattamento sanzionatorio proporzionato: si rinvia sul punto, limitandoci ai contributi monografici, a F. Viganò, *La proporzionalità della pena. Profili di diritto penale e costituzionale*, Torino, Giappichelli, 2021 e, in diversa prospettiva, N. Recchia, *Il principio di proporzionalità nel diritto penale. Scelte di criminalizzazione e ingerenze nei diritti fondamentali*, Torino, Giappichelli, 2020. Ancor più di recente, ponendosi anche nell'ottica europea, v. invece M. Pelissero, *Il principio di proporzionalità (non sproporzionalità) delle pene: recenti sviluppi e impatto anomalo delle fonti eurolunitarie sul principio di legalità delle pene*, in *Dir. pen. proc.* 2023, p. 1359 ss.

¹¹⁴ Su cui vedi, limitandoci ai contributi monografici, S. Preziosi, *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, Cacucci, 2008; F. Consulich, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 47 ss.; E. Amati, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, Giappichelli, 2012, pp. 67 ss. e 171 ss.; A.F. Tripodi, *Informazioni privilegiate*, cit., p. 71 ss.; F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato*, cit., p. 101 ss.

¹¹⁵ Per la nozione di *idem factum* v. da ultimo A. Procaccino, *I bis in idem tra diritti individuali e discrezionalità dell'apparato*, Pa-

penale “fotografa” solo una porzione delle condotte coperte dagli artt. 191 ss. t.u.f., che coincidono con quelle maggiormente pericolose per il patrimonio degli investitori. Nondimeno, proprio con riferimento a quest’ultime, si registra una convergenza di sanzioni (e procedimenti punitivi), che rischia di non risultare *compliant* con il principio del *ne bis in idem* sopra richiamato.

La ricostruzione del preciso perimetro applicativo dell’arsenale sanzionatorio amministrativo in tema di prospetto non è in realtà agevole. Limitandoci ai fatti già ricompresi nella norma penale, si può anzitutto osservare come l’art. 191, comma 1, t.u.f., con una tecnica legislativa che non ci si stanca mai di criticare¹¹⁶, sanzioni la violazione dell’art. 38 del Regolamento Prospetto, che a sua volta contiene un fitto elenco di norme del medesimo atto di diritto derivato la cui mancata osservanza dovrebbe essere prevista come illecito dagli Stati Membri. Seguendo dunque questo rinvio a catena, è possibile rintracciare l’art. 6 del Regolamento citato, che contiene, come si è visto, il contenuto del prospetto informativo relativo all’offerta di titoli, la cui falsità è sanzionata penalmente. La norma del testo unico richiama poi al comma 5 la violazione dell’art. 94-bis, comma 1, che, come sopra evidenziato, disciplina il contenuto del documento informativo per l’offerta al pubblico di prodotti finanziari diversi dai titoli e dalle quote o azioni di Oicr aperti. Questi ultimi – contemplati, come si ricorderà, dall’art. 98-ter t.u.f. – ricadono invece nello spettro applicativo dell’illecito di cui all’art. 191-ter del citato testo unico. Per quanto attiene invece ai documenti da pubblicare in occasione delle offerte pubbliche d’acquisto o scambio, la violazione dell’art. 102 è sanzionata, sempre per rinvio, dall’art. 192 t.u.f.

Ora, anche considerando i soli limiti edittali delle fattispecie richiamate, emerge un quadro sanzionatorio tutt’altro che blando: se in materia di offerta al pubblico di prodotti finanziari la sanzione pecuniaria può arrivare fino a settecentomila euro, nel settore delle OPA od OPS e nell’offerta di quote o azioni di Oicr aperti il massimo è di cinque milioni di euro. E questo senza considerare l’art. 187-*quinqüiesdecies*, comma 1-*quater*, sempre richiamato dalle norme citate, che permette di arrivare in ogni caso fino al doppio del profitto conseguito dall’autore dell’illecito in caso questo sia superiore al limite massimo previsto dalle fattispecie. Se poi si aggiungono le sanzioni interdittive altamente incapacitanti comminate dalla costellazione di norme del Titolo II della Parte V del t.u.f.¹¹⁷ e le ben poche garanzie procedurali concesse dalla scarsa disciplina dell’art. 195 e relativo Regolamento attuativo¹¹⁸, si ottiene un *cocktail* repressivo con pochi precedenti anche nell’ambito del diritto penale¹¹⁹. Stupisce dunque la soluzione prescelta dalla Corte di cassazione per ovviare alle problematiche che ne possono discendere: come noto, si è infatti scelto di negare *tout court* la natura sostanzialmente penale di simili illeciti¹²⁰, con un’interpretazione in netto contrasto non solo con gli approdi dottrinali sopra richiamati sul punto¹²¹ ma anche e soprattutto con l’attuale interpretazione della Corte EDU, di fronte la quale è pendente un caso proprio relativo alla natura degli illeciti contemplati dal d.lgs. n. 58/1998¹²².

Già da questa veloce rassegna, appare evidente che dalla riconduzione di tali sanzioni nell’alveo della *matière pénale* discenda un primo tema attinente alla costruzione normativa, che fa capo a più corolla-

dova, Cedam, 2022, p. 38 ss., anche con i dovuti riferimenti giurisprudenziali sovranazionali che evidenziano come l’aderenza a una concezione materialistica di medesimezza fattuale (e contestuale abbandono dell’*idem legale*) abbiano portato a un complessivo innalzamento del livello di tutela sul versante del *ne bis in idem*. Per una ricostruzione recente di medesimezza fattuale con riferimento a unità o pluralità di reati, v. invece L. Bin, *Unità e pluralità nel concorso di reati*, Torino, Giappichelli, 2022, *passim*.

¹¹⁶ Sul punto, C. Pedrazzi, *Diritto penale*, vol. III, cit., p. 129 s.; M. Donini, *Il nodo gordiano della vigilanza bancaria*, cit., p. 25.

¹¹⁷ Cfr. artt. 191-bis e 191-ter, comma 6, t.u.f.

¹¹⁸ V. sul punto i rilievi di A. Pisaneschi-E. Bindi-P. Lucarelli, *Le sanzioni della Banca d’Italia e della Consob*, cit., p. 566 ss.

¹¹⁹ Si veda però l’art. 190-bis t.u.f. per le condizioni di applicabilità di tali sanzioni anche alle persone fisiche. Sul punto, nella prospettiva penalistica, v. già M. Donini, *Il nodo gordiano della vigilanza bancaria*, cit., p. 38 ss.

¹²⁰ Cfr. Cass. pen., sez. V, 16 novembre 2018, n. 12777. È vero che la sentenza si riferisce a delle cornici edittali più basse perché intervenuta prima dell’ultima modifica normativa; nondimeno, non ci sembra che risultino spostati i termini della questione. V. sul punto F. Urbani, *La natura delle sanzioni comminabili nei confronti degli esponenti aziendali ai sensi del Testo unico bancario. Riflessioni a margine di due recenti pronunce della Suprema Corte*, in *Dir. pen. cont.*, 2017, p. 157; E. Bindi-A. Pisaneschi, *Sanzioni Consob e Banca d’Italia*, cit., 2018, p. 3; A.F. Tripodi, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi*, cit., p. 106 s., nota 121.

¹²¹ V. *supra*, nota 29.

¹²² Il riferimento è al caso Unipol Sai: ricorso n. 29639/19 avverso le sentenze del Trib. Milano n. 3421/2015 (dep. 23 giugno 2016) e Cass. civ., sez. II, 26 settembre 2018 (dep. 6 dicembre 2018), n. 31635.

ri del principio di legalità. Sotto un primo profilo, la loro costruzione non rende facilmente intellegibile il precetto, rendendosi necessaria un'opera ricostruttiva non sempre agevole¹²³. Inoltre, il rinvio operato a un Regolamento Europeo e, in misura maggiore, l'*enforcement* così severo prestato alla violazione di norme secondarie emanate da Autorità Indipendenti come la Consob rischiano di entrare in rotta di collisione con la riserva di legge, come pure ormai è da più parti paventato¹²⁴.

IL NODO DEL NE BIS IN IDEM

Come già in parte accennato, la seconda conseguenza rilevante dalla qualificazione sostanzialmente penale degli illeciti amministrativi riguarda il rischio di violazione del *ne bis in idem*. Se infatti si è visto che i comportamenti meno offensivi sono stati opportunamente espunti dall'ambito applicativo del falso in prospetto, non è possibile dire lo stesso per tutte le condotte sanzionate dagli artt. 191 ss. t.u.f. Gli stessi fatti materiali maggiormente offensivi ricadono infatti in entrambe le norme, senza che possa soccorrere il principio di specialità infra-sistematico di cui all'art. 9, l. n. 689/1981 per dirimere il conflitto. Dal confronto strutturale tra le fattispecie astratte, non è infatti possibile rinvenire quel rapporto di specialità unilaterale che giustificerebbe l'applicazione del solo illecito penale¹²⁵; né soccorre alcuna clausola di riserva. In assenza di coordinamenti sul versante processuale, la conclusione logica dell'attuale quadro normativo è che la medesima falsità viene punita due volte, con sanzioni eterogenee tra loro e senza alcun meccanismo di coordinamento¹²⁶.

Richiamando allora i parametri citati elaborati in *A e B c. Norvegia*, sembra che sia proprio l'indice della proporzionalità della sanzione integrata – reputato come maggiormente importante dalla stessa sentenza – a essere irrimediabilmente violato dal cumulo sanzionatorio. La prognosi di riuscita del “test di connessione” è dunque estremamente bassa, anche considerata la recente giurisprudenza della Corte EDU sul punto¹²⁷.

Vale poi la pena di considerare che è recentemente intervenuta una sentenza della Corte costituzionale su un caso simile in materia di diritto d'autore, censurando proprio la scelta legislativa di prevedere per tale offesa un doppio binario sanzionatorio senza apprestare gli adeguati coordinamenti che avrebbero potuto bilanciare la compressione della garanzia processuale¹²⁸. A una soluzione simile sembra essere arrivata la Corte di cassazione nel diverso ambito delle frodi agricole, reputando illegittima nel caso di specie l'irrogazione di una sanzione amministrativa – peraltro molto meno severa di quelle sopra analizzate – per un fatto già sanzionato dal giudice penale¹²⁹.

¹²³ V. *supra*, nota 72.

¹²⁴ V. sul punto E. Bindi-A. Pisaneschi, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia*, cit., 2018, p. 109 ss.; M. Manetti, *Poteri e garanzie (autorità indipendenti)*, in M. Cartabia-M. Ruotolo (a cura di), *Potere e Costituzione, Enc., dir., I Tematici, vol. V*, Milano, Giuffrè, 2023, p. 800 ss.; M. Donini, *Il nodo gordiano della vigilanza bancaria*, cit., pp. 39 e 70. Più in generale sul problematico rapporto tra Autorità indipendenti e norma penale, v. anche lo studio di D. Notaro, *Autorità indipendenti e norma penale*, Giappichelli, Torino, 2010, *passim*.

¹²⁵ Da ultimo, cfr. Cass. pen., sez. un., 28 aprile 2017, n. 20644, con commenti di S. Finocchiaro, *Il buio oltre la specialità: le Sezioni Unite sul concorso tra truffa aggravata e malversazione*, in *Dir. pen. cont.*, 2017, p. 344 ss. e C. Colucci, *Le Sezioni Unite tornano sul principio di specialità: al vaglio la questione tra truffa aggravata e malversazione*, in *Dir. pen. cont.*, 2017, p. 43 ss. Sul punto, limitandoci ai soli contributi monografici, v. anche I. Giacona, *Concorso apparente di reati*, cit., p. 43 ss. e, da ultimo, M. Scoletta, *Idem crimen. Dal fatto al tipo nel concorso apparente di norme penali*, Torino, Giappichelli, 2023, p. 134 ss.

¹²⁶ V. sul punto V. Felisatti, *Poteri sanzionatori e principio del ne bis in idem*, cit., p. 694 ss. e A.F. Tripodi, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi*, cit., p. 106 s.

¹²⁷ Cfr. A.F. Tripodi, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi*, cit., p. 140 ss. e G. Ardizzone, *The ne bis in idem principle in the age of balancing*, in *Eur. Pap.*, 2023, p. 866 ss.

¹²⁸ Il riferimento è a Corte cost., 10 maggio 2022, n. 149 con note di S. Seminara, *Il divieto di bis in idem: un istituto inquieto*, in *Dir. pen. proc.*, 11, 2022; N. Recchia, *L'ennesima stagione del ne bis in idem*, cit.; J. Della Valentina, *Il paradigma del ne bis in idem*, cit., L. Bin, *Ne bis in idem europeo vs. controllo di razionalità interno di un doppio binario sanzionatorio*, in *Giur. cost.*, 3, 2022; L. Carraro, *La Consulta dichiara l'illegittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p.*, cit.

¹²⁹ Cfr. Cass. civ., sez. II, 30 gennaio 2023 (dep. 12 dicembre 2023), n. 34637 in materia di frodi agricole. Sul doppio binario in materia, v. G. Ardizzone, *Le frodi ai danni dei Fondi Agricoli Europei tra ne bis in idem e proporzionalità*, in *Arch. pen.*, 2024, p. 1 ss.

Sul punto, sono prospettabili due diverse soluzioni. Se si vuole infatti perseguire l'obiettivo dell'osservanza della garanzia sul solo lato della proporzionalità della sanzione, potrebbero replicarsi le soluzioni sopra richiamate adottate in materia tributaria e di abusi di mercato, con l'introduzione di una norma *ad hoc* o con l'estensione dell'art. 187-terdecies t.u.f. anche agli altri illeciti previsti dal testo unico¹³⁰. Nondimeno, sembra che nel caso concreto possa essere salvaguardata anche l'osservanza del divieto di *bis in idem*, semplicemente inserendo delle clausole di riserva nei citati illeciti amministrativi ed effettuando un coordinamento con il versante processuale: si è visto infatti come residui un non marginale spazio applicativo riservato agli artt. 191 ss. t.u.f. volto proprio a coprire quei comportamenti dotati di un coefficiente di offensività minore rispetto al delitto di falso in prospetto.

Sempre dunque nell'ottica di sussidiarietà ed *extrema ratio* propria del penalista, pare maggiormente preferibile circoscrivere due diversi ambiti di applicazione, riservando al penale la repressione dei comportamenti più pericolosi per gli investitori e lasciando al presidio amministrativo le offese che si pongono a una soglia di tutela ben più anticipata¹³¹. Certo, una simile scelta imporrebbe anche di rivedere l'apparato sanzionatorio, che altrimenti rischierebbe di essere sproporzionato per difetto: *rebus sic stantibus*, sembrano infatti maggiormente temibili le sanzioni amministrative rispetto alle pene minacciate dall'art. 173-bis. Andrebbe dunque rimodellato l'intero sistema, con il duplice beneficio di ricondurre a ragionevolezza l'impianto normativo e assicurare il rispetto delle garanzie imposte dalla materia penale.

OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

Dall'analisi svolta, si possono dunque trarre alcune preziose conclusioni circa l'auspicabile riforma del delitto *de quo* e, più in generale, dell'intero sistema sanzionatorio.

Per quanto riguarda gli aspetti squisitamente penalistici, dalla rimarcata centralità della fattispecie per la corretta tutela dell'informazione finanziaria quale avamposto nella protezione del risparmio¹³² discende la necessità di elevare l'art. 173-bis a perno di riferimento del sistema. Nella prospettiva accolta, si assume infatti come principale referente l'interesse dell'investitore, che risulta decisamente più pregiudicato dalle pubblicazioni di false informazioni su cui basare le proprie decisioni di investimento che dalla condotta tipica, ad esempio, di *insider trading*, che riceve invece da tempo molte più attenzioni anche sul versante sanzionatorio. Ne dovrebbero conseguire dei radicali cambiamenti: dall'immediato inserimento all'interno del catalogo previsto dal d.lgs. n. 231/2001 a una razionalizzazione dell'intero impianto sanzionatorio con riferimento agli altri delitti di falsità nelle comunicazioni, a cominciare dall'allineamento alla cornice edittale comminata dall'art. 2622 c.c.

Altra questione da non sottovalutare – e a cui pure si potrebbe porre rimedio in sede di esercizio della delega già richiamata – attiene al ruolo del principio di legalità, specialmente con riferimento alle informazioni pubblicate su richiesta dell'Autorità di Vigilanza¹³³. È infatti vero che alla conclusione di espungere le falsità ricadenti in tale ambito dal fuoco della fattispecie si può pervenire in via ermeneutica, con un'interpretazione orientata all'art. 25 Cost. Nondimeno, stante l'innegabile identità di *ratio* – è infatti evidente che la necessità di protezione degli investitori è la medesima –, in un'ottica di certezza del diritto sarebbe in ogni caso da salutare con favore un intervento legislativo che fughi ogni dubbio sul punto.

Con riferimento proprio al perimetro applicativo, escluse le comunicazioni alla Consob che dovrebbero rimanere sanzionate dai soli illeciti amministrativi o, al più, dall'art. 2638 c.c., una riforma di que-

¹³⁰ Una soluzione simile è proposta da A.F. Tripodi, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi.*, cit., p. 338 ss., che suggerisce di intervenire direttamente sull'art. 132 c.p. per creare una regola applicabile a tutti i doppi binari.

¹³¹ Soluzione, questa, paventata da più parti proprio per la sua coerenza sistematica. V. da ultimo R. Rampioni, *Diritto penale dell'economia e principi informatori del sistema penale*, cit., p. 27, nel senso di affidare la tutela di funzioni alle sole sanzioni amministrative (o, al limite, a reati contravvenzionali), riservando ai delitti lo spazio repressivo di comportamenti maggiormente offensivi.

¹³² V. *supra*, par. 1.

¹³³ Anche in questo caso, per i dovuti riferimenti bibliografici, v. *supra*, nota 127.

sto tipo potrebbe altresì rappresentare l'occasione per prestare adeguata tutela anche alla commercializzazione dei *cripto-assets*. In tal modo, si sanzionerebbe efficacemente – e senza disparità di trattamento – anche il falso nel *White Paper*, come richiesto dal Regolamento MiCA. Sul punto, è appena il caso di richiamare l'art. 19, l. 21 febbraio 2024, n. 15, che pure ha dato delega al Governo per adeguare l'ordinamento interno ai principi euro-unionali espressi nell'atto di diritto derivato sopra richiamato. Ebbene, lo schema di decreto delegato non sembra interessarsi del falso in prospetto, affidando le false comunicazioni contenute nel *White Paper* al solo *enforcement* amministrativo¹³⁴. Di contro, l'offerta di *token* senza autorizzazione sarà sanzionata da un autonomo delitto di abusivismo, punito fino a quattro anni di reclusione. Non v'è chi non veda come un simile meccanismo rovesci l'approccio ispirato alla sussidiarietà che il Legislatore dovrebbe avere nel prevedere ogni sistema sanzionatorio: lo svolgimento di attività senza autorizzazione diventerà infatti, con ogni probabilità, penalmente rilevante, anche se l'offerta al pubblico o la prestazione del servizio sono svolte senza intento fraudolento; al contrario, chi, avendo l'autorizzazione, pone in essere un comportamento decettivo inducendo in errore gli investitori potrà essere sanzionato solo in via amministrativa laddove l'offerta riguardi *cripto-assets* ai sensi del medesimo Regolamento, salvo l'astratta configurabilità della truffa, che non è però certamente idonea a reprimere adeguatamente il disvalore del fatto. La scelta non è dunque delle migliori e andrebbe ripensata, anche se non stupisce più di tanto, considerato il *trend* legislativo in materia di utilizzo dell'illecito amministrativo in tale settore.

Proprio con riferimento a ciò, è innegabile come i maggiori problemi sul versante sanzionatorio siano posti non tanto dalla norma penale quanto dall'arcipelago di illeciti amministrativi, costruiti per rinvio, volti a coprire sostanzialmente ogni comportamento non osservante delle norme del t.u.f. La severità delle sanzioni ivi previste e le esili garanzie assicurate dal procedimento Consob portano infatti di per sé a ritenere poco compatibile questo assetto di tutela con i principi fondamentali dell'ordinamento, se non altro di matrice sovranazionale con riferimento alla natura sostanzialmente penale degli illeciti sopra richiamati. Inoltre, dalla convergenza dei suddetti illeciti sui medesimi fatti deriva il concreto rischio di violazione del *ne bis in idem*. È infatti a questo punto scontato richiamare l'art. 7 della Convenzione o l'art. 4 Protocollo 7 CEDU per evidenziare le palesi tensioni che norme sanzionatorie come quelle degli artt. 191 ss. t.u.f. pongono con le Carte fondamentali. Sarebbe a questo punto auspicabile non farsi nuovamente “pungolare” dalla Corte di Strasburgo: come pure si è accennato, vista la pendenza di fronte la Corte EDU di un caso avente ad oggetto proprio la natura degli illeciti amministrativi finanziari e le loro conseguenti violazioni dei diritti sanciti dalla Convenzione, potrebbe essere conveniente intervenire prima che il Legislatore sia costretto ad aprire gli occhi da una nuova sentenza di un giudice sovranazionale.

È dunque tempo che l'esigenza di ricercare un nuovo punto di equilibrio tra tutela dei mercati finanziari e diritti umani fondamentali, ormai da tempo avvertita¹³⁵, trovi piena soddisfazione in una riforma organica del Legislatore, che sappia coniugare i tratti essenziali del sistema penale con l'efficiente protezione di un bene giuridico di primaria importanza nell'economia capitalistica moderna.

¹³⁴ Cfr. artt. 30 ss. dello schema di decreto delegato, di cui è disponibile il dossier di studio delle Camere a questo link: <https://documenti.camera.it/Leg19/Dossier/Pdf/FI0067.Pdf>.

¹³⁵ Il riferimento è a F. D'Alessandro, *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, in *Dir. pen. proc.*, 2014.