

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO PENALE DELL'ECONOMIA

diretta da
GIUSEPPE ZUCCALÀ

ALBERTO ALESSANDRI, PAOLO BERNASCONI *Lugano*, CHRISTIAN BERTEL *Innsbruck*,
GUIDO CASAROLI, IVO CARACCIOLI, PHILIPPE CONTE *Bordeaux*,
MIREILLE DELMAS-MARTY *Parigi*, ANTONIO FIORELLA, GIOVANNI MARIA FLICK,
GIOVANNI FLORA, FRANK HÖPFEL *Vienna*, ALESSIO LANZI, VINCENZO MILITELLO,
CARLO ENRICO PALIERO, ANTONIO PAGLIARO, PAOLO PATRONO,
SALVATORE PROSDOCIMI, GIOVANNI SCHIAVANO, KLAUS TIEDEMANN *Friburgo i. Br.*

www.edicolaprofessionale.com/RTDPE

M.J.J.P. LUCHTMAN - J.A.E. VERVAELE (*)

TUTELA DEGLI ABUSI DI MERCATO: VERSO UN MODELLO
INTEGRATO DI APPLICAZIONE DEL DIRITTO PENALE
ED AMMINISTRATIVO NELL'UE? (**)

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Impostazione e analisi dei problemi. - 2.1. Banca Fortis: la manipolazione e l'abuso di mercato. - 2.2. Libor/Euribor: lo scandalo delle manipolazioni del tasso d'interesse. - 2.3. Analisi. - 3. Un modello di applicazione dei criteri dell'UE per i meccanismi di regolamentazione del mercato interno? - 4. Abuso di mercato - Analisi del quadro proposto. - 4.1. Osservazioni generali. - 4.2. Applicazione della legge amministrativa. - 4.2.1. Le previsioni normative. - 4.2.2. L'applicazione delle norme. - 4.3. Applicazione del Diritto penale. - 4.4. Parità di condizioni? Residui squilibri nelle strutture di attuazione. - 4.4.1. Cooperazione transnazionale e coordinamento efficaci. - 4.4.2. Supervisione integrata. - 4.4.3. La tutela dei diritti fondamentali. - 5. Conclusioni: da uno stato-nazione verso una prospettiva europea.

1. – L'Unione Europea è da tempo un motore importante per l'integrazione dei mercati finanziari nel continente europeo. Mentre l'internazionalizzazione in corso ha stimolato il processo di integrazione europea, l'UE, a sua volta, ha ulteriormente promosso questo sviluppo rimuovendo le barriere tra gli Stati attraverso le quattro libertà, le politiche comuni e misure di armonizzazione. L'Unione Europea fissa obiettivi ambiziosi per se stessa nel Trattato di Lisbona. Per quanto riguarda il mercato interno, l'art. 26 (2) TFUE prevede che esso consista in uno spazio senza frontiere interne nel quale è assicurata la libertà di movimento di beni, persone, servizi e capitale secondo le disposizioni dei Trattati. L'art. 3 (2) del TUE offre ai cittadini europei uno spazio di libertà, sicurezza e giustizia (SLSG) senza frontiere interne, in cui è assicurata la libera circolazione delle persone insieme a misure appropriate per quanto concerne la prevenzione e la lotta contro la criminalità. Ciò significa che l'applicazione delle politiche del mercato inter-

(*) Michiel Luchtman è professore associato presso l'Istituto Willem Pompe di Diritto Penale e Criminologia e il Centro di Utrecht per la regolamentazione e l'applicazione in Europa (RENFORCE); John Vervaele è professore di Diritto penale dell'economia e di diritto penale europeo e co-direttore del Centro di Utrecht per la regolamentazione e l'applicazione in Europa (RENFORCE) all'Università di Utrecht, nei Paesi Bassi e Professore di Diritto penale europeo presso il Collegio d'Europa di Bruges, in Belgio, nonché Presidente dell'Associazione Mondiale di Diritto Penale (AIDP).

(**) Tradotto dall'inglese da Martina E. (Elvira) Salerno, studentessa presso la Facoltà di Giurisprudenza di Parma. La versione in inglese, intitolata «Enforcing the Market Abuse Regime: Towards an integrated Model of Criminal and Administrative Law Enforcement in the European Union» è pubblicata in *New Journal of European Criminal Law*, 5, 2014, 192-220.

no, come l'integrazione dei mercati finanziari, rientra a pieno titolo negli obiettivi dello SLSG.

Questo articolo si concentra sull'analisi delle conseguenze che questi obiettivi comportano sotto il profilo applicativo, in casi nazionali e transnazionali. Nonostante il fatto che i poteri di applicazione del diritto siano considerati appartenenti al nucleo dello stato-nazione (e il diritto dell'UE è quindi, di solito, applicato da autorità nazionali), quelle autorità e i loro poteri sono una parte essenziale dell'ordinamento giuridico europeo. Esse non solo hanno bisogno di un insieme di poteri al fine di far rispettare efficacemente le leggi europee sui loro territori, ma devono anche cooperare tra loro in casi transnazionali o nazionali per i quali è necessaria la mutua assistenza giudiziaria (MAG). Inoltre, le autorità nazionali devono essere consapevoli che le loro funzioni hanno acquisito oramai una dimensione europea.

Esiste una vasta letteratura in ordine alla migliore applicazione dei regolamenti dei mercati finanziari ⁽¹⁾. Nel contesto transnazionale dell'Unione Europea, le teorie sulla regolamentazione hanno bisogno di essere applicate nel contesto istituzionale specifico della stessa Unione Europea. Mentre l'UE sta definendo sempre più l'ambito di applicazione e i parametri degli obiettivi regolamentari, la loro attuazione e applicazione resta principalmente nelle mani degli Stati Membri. La tensione latente tra gli ampi obiettivi comuni a livello dell'UE e gli interessi nazionali ha portato gli studiosi a concentrarsi sulla concorrenza normativa che può verificarsi tra diversi Stati Membri dell'UE, che porta nel peggiore dei casi a una progressiva riduzione delle tutele, a discapito degli obiettivi comuni dell'UE ⁽²⁾.

A quanto consta, non c'è praticamente nessuno studio che offre un resoconto di come ordinamenti giuridici complessi e integrati, come quelli dell'UE, sono in grado di assicurare l'effettività delle teorie dell'applicazione delle norme. Tali teorie, tra cui la teoria autorevole della regolamentazione reattiva ⁽³⁾ di Ayres e Braithwaite, forniscono modelli circa gli strumenti di attuazione della normativa che dovrebbero essere utilizzati in di-

⁽¹⁾ Cfr. *inter alia* BRAITHWAITE & DRAHOS, *Global business regulation*, Cambridge: CUP, 2000; VOGEL & KAGAN (eds.), *Dynamics of regulatory change - How globalisation affects national regulatory policies*, Berkely: University of California Press, 2004.

⁽²⁾ Cfr. SUN and PELKMANS, *Regulatory Competition in the Single Market*, *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 1995; EGAN, *Regulatory strategies, delegation and European market integration*, *Journal of Public Policy*, 1998; OGUS, *Competition between National Legal Systems: A Contribution of Economic Analysis to Comparative Law*, *International and Comparative Law Quarterly*, 1999.

⁽³⁾ AYRES & BRAITHWAITE, *Responsive regulation: transcending the deregulation debate*, New York [etc.]: Oxford U.P., 1995; BRAITHWAITE, *Regulatory capitalism: how it works, ideas for making it work better*, Cheltenham: Edward Elgar, 2008.

verse circostanze. L'immagine della piramide di attuazione di Ayre e Braithwaite per esempio presuppone un quadro che implica una stretta cooperazione tra tutti gli autori coinvolti nell'applicazione, dato che quella piramide comporta «una gerarchia di sanzioni, classificate dalla lieve alla grave, e da orizzontale [*compliance*] a verticale [*comando e controllo*] (il corsivo è nostro, ML/JV)»⁽⁴⁾. L'aggettivo «reattivo» indica che la progressiva ascesa della piramide verso le sanzioni più gravi, arrivando addirittura alla revoca delle licenze, deve essere giustificata dall'atteggiamento e dalle motivazioni dello specifico attore nel mercato⁽⁵⁾.

Qualsiasi teoria o approccio comune sul modo migliore per far rispettare la disciplina dell'economia deve conformarsi alle regole dello Stato di diritto, ovvero la separazione dei poteri e i diritti fondamentali (cfr. artt. 2 e 6 TUE). È intuitivo supporre, per esempio, che le teorie sulla regolamentazione reattiva funzionano meglio con autorità ben informate e ben attrezzate. Tuttavia, le preoccupazioni, per esempio, sulla tutela dei diritti fondamentali possono puntare in un'altra direzione, cioè verso una ripartizione delle responsabilità tra varie autorità o addirittura al divieto di condividere reciprocamente informazioni. Tali interessi e valori in conflitto devono essere bilanciati. Ma può valere anche il contrario: la legge può imporre restrizioni su, per esempio, la capacità delle autorità di cooperare, per cui i valori di cui sopra non offrono una spiegazione convincente. L'obiettivo di questo articolo è quello di mappare come l'infrastruttura giuridica attuale e futura relativa all'indagine, alle regole sull'incriminazione e punizione degli abusi di mercato presupponga un ruolo centrale del legislatore dell'UE che, al fine di offrire un pacchetto completo nella lotta contro l'abuso di mercato, deve assicurare una parità di condizioni in tutta l'UE. Applicando il principio di proporzionalità giuridica, valuteremo in che misura le scelte operate dal legislatore europeo sono adeguate per raggiungere gli obiettivi che si è prefissato. Opereremo questa analisi ponendoci questi quesiti: 1) vi è necessità di applicare le norme da parte dell'UE?; 2) in caso affermativo, ciò deve ritenersi limitato alla c.d. giurisdizione prescrittiva⁽⁶⁾ o deve includere anche il potere investigativo nello SLSG (dal coordinamento all'esecuzione

(4) Cfr. OTTOW, *Mastering the market? Exploring new forms of market supervision* (inaugural lecture Utrecht): Utrecht, 2008, 11-12.

(5) Cfr. VAN DE BUNT ET AL., *Hoe stevig is de piramide van Braithwaite?*, *Tijdschrift voor Criminologie*, 2007.

(6) La giurisdizione prescrittiva è la competenza a stabilire il contenuto e l'ambito di applicazione di talune norme e regole prescrittive. La giurisdizione esecutiva è la competenza a far rispettare gli ordini o le regole prescrittive provenienti dalla magistratura o dal legislatore; cfr. Comitato europeo per i problemi in materia di criminalità, *Giurisdizione penale extraterritoriale*, Strasburgo: Consiglio d'Europa del 1990.

sovranaazionale)? e, infine, 3) tale sistema deve prevedere un approccio integrato tra sistema punitivo amministrativo e penale?

Nel paragrafo successivo inizieremo con l'analisi di due casi di abuso di mercato che dimostrano come, sotto l'attuale regime, le autorità nazionali non siano affatto consapevoli della dimensione europea delle loro funzioni, il che, non solo porta ad una duplicazione del lavoro da parte di diverse autorità nazionali, ma anche a complicazioni nella posizione giuridica delle persone fisiche e giuridiche interessate. Subito dopo, forniremo una panoramica dell'agenda politica degli organi legislativi europei ed esamineremo le attuali proposte legislative che mirano a creare condizioni di parità, non solo per gli operatori economici e i cittadini, ma anche per le autorità incaricate dell'applicazione della legge (paragrafi 3 e 4). Opereremo in particolare una distinzione tra le misure proposte nel settore del diritto amministrativo (paragrafo 4.2) e del diritto penale (paragrafo 4.3). Nel paragrafo 4.4 spiegheremo come queste proposte ancora non tengano pienamente conto degli obiettivi centrali dell'Unione Europea, così come formulati nei citati artt. 3 TUE e 26 TFUE. Concluderemo con un breve riassunto della nostra indagine (paragrafo 5). Vale sin da ora precisare che questo articolo si concentrerà sulle strutture di applicazione attraverso il diritto pubblico (diritto amministrativo e diritto penale), mentre non verrà presa in esame l'applicazione della legge attraverso il diritto privato e degli attori di diritto privato («la c.d. base della piramide di esecuzione»).

2. - 2.1. – Nel 2007, poco prima della crisi finanziaria e del collasso del 2008, il Banco Santander, la Banca Fortis e la Royal Bank di Scozia hanno ottenuto il controllo della banca ABN Amro attraverso un acquisto (OPA) ostile, uno dei più grandi affari di sempre nel settore dei servizi finanziari. La Banca Fortis, la più grande banca del Benelux, aveva problemi a finanziare la sua parte di acquisto e ha deciso di ricorrere al mercato dei capitali per ottenere capitale fresco e quindi offrire nuove azioni. L'operazione è stata ampiamente pubblicizzata. Anche se l'aumento del capitale era riuscito, non era sufficiente a garantire la posizione finanziaria della Banca Fortis e, anche in ragione del peggioramento della situazione finanziaria dei mercati finanziari e della crescente sfiducia nel settore bancario, la Banca Fortis era sull'orlo del fallimento, fino a quando i governi di Belgio, Olanda e Lussemburgo sono intervenuti e hanno nazionalizzato, smembrato e in parte venduto la Banca Fortis. Questa nazionalizzazione non è certamente avvenuta nella prospettiva di un approccio comune europeo, ma costituisce, piuttosto, un tipico esempio di operazione guidata da un mero interesse nazionale.

A causa del crollo finanziario della società, ben presto sono emersi dub-

bi circa l'integrità finanziaria della società e in ordine alle informazioni fornite agli azionisti esistenti e nuovi. Le norme in materia di manipolazione del mercato e abuso di mercato, una parte del nocciolo duro del diritto europeo sui mercati finanziari ⁽⁷⁾, si applicano in tutti gli Stati Membri dell'UE. Tuttavia, l'applicazione di tali norme, nel caso Fortis è avvenuta sulla scorta di un disegno nazionale e dei programmi nazionali di applicazione, dato che le regole europee lasciano molta discrezionalità agli Stati Membri. Le infrazioni delle regole sull'abuso di mercato sono irregolarità amministrative e reati, sia in Belgio che in Lussemburgo, nonché nei Paesi Bassi. Inoltre, le persone giuridiche possono essere considerate penalmente responsabili nei tre paesi per questo tipo di reati. Tuttavia, in Lussemburgo nessuna azione è stata intrapresa da parte delle autorità amministrative o giudiziarie nazionali. Nei Paesi Bassi, le competenti autorità amministrative hanno aperto indagini contro l'ex Banca Fortis per sospetti di manipolazione del mercato e abuso di mercato. In Belgio, sia le autorità amministrative che giudiziarie competenti hanno aperto indagini contro l'ex Banca Fortis e contro il suo amministratore delegato. Ciò ha portato ad indagini e procedimenti concorrenti e paralleli in Belgio e nei Paesi Bassi e nessuna indagine in Lussemburgo.

Nel febbraio 2012, l'Autorità Olandese di Servizi Finanziari (AFM), autorità amministrativa, è stata la prima a concludere il procedimento e ha imposto quattro multe ⁽⁸⁾ di 144.000 € ciascuna alle due persone giuridiche che costituivano la Banca Fortis. Sono stati ritenuti colpevoli di manipolazione di mercato/abuso di mercato (in base al comportamento delle stesse persone dirigenti nei due gruppi) poiché:

- dopo l'acquisizione di ABN Amro, l'amministratore delegato della Banca Fortis aveva organizzato una conferenza stampa in cui aveva posto l'accento sulla posizione finanziaria forte e sana della Banca Fortis. In questo modo egli era stato fuorviante per gli investitori;

- la Commissione europea aveva imposto alla Banca Fortis di vendere alcune parti del gruppo. Nel mettere queste azioni sul mercato, la Banca Fortis aveva deciso di non pubblicare le informazioni negative sulla situazione finanziaria del gruppo e, così facendo, ha manipolato la compravendita delle azioni della Fortis in borsa.

L'applicazione di sanzioni amministrative da parte dell'AFM sulle due persone giuridiche che costituiscono la Banca Fortis è di sicuro stata coor-

⁽⁷⁾ Direttiva 6/2003/EC del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato (abuso di mercato), GUUE L 96/16.

⁽⁸⁾ Vedere www.afm.nl/~media/files/boete/2010/fortis-besluit-nv.asbx e www.afm.nl/~media/files/boete/2010/fortis-besluit-sanv.asbx, ultima visita a 25.10.2012.

dinata con le autorità giudiziarie olandesi. Nei Paesi Bassi, è previsto l'obbligo in capo alle autorità amministrative e giudiziarie di scegliere, ad un certo punto, uno dei due regimi di applicazione, in altre parole di optare per sanzioni amministrative o procedimenti penali (il cosiddetto principio *una via*)⁽⁹⁾. Tuttavia, questo non esclude l'azione penale contro le persone fisiche, ovvero gli ex amministratori delegati. L'ufficio del procuratore olandese non ha dato alcuna notizia ufficiale di un'eventuale indagine giudiziaria in corso in tal senso⁽¹⁰⁾. Non è dato sapere se le autorità hanno preso in considerazione la dimensione transnazionale del caso quando hanno deciso di seguire la strada del procedimento amministrativo, invece del procedimento penale. Tuttavia, ciò che è chiaro è che vi è stata un'azione unilaterale delle autorità olandesi, senza un coordinamento con le autorità amministrative e giudiziarie belghe.

Nel giugno 2012, l'agenzia amministrativa belga, l'Autorità dei Servizi Finanziari (FMSA), ha trovato la prova che la società aveva distribuito informazioni fuorvianti e il responsabile del procedimento ha richiesto l'applicazione di multe di 500.000 € contro l'ex Banca Fortis e di multe da 250.000 a 500.000 € per tre degli amministratori delegati. La commissione sanzioni dell'Autorità dei Servizi Finanziari nel giugno 2013 ha applicato le sanzioni richieste, aumentando le ammende contro gli amministratori delegati sino all'importo di 400.000 €. Infine, nel 2013 le autorità giudiziarie belghe hanno deciso di perseguire i sette amministratori delegati per le informazioni fuorvianti, abuso di mercato, falsificazione dei documenti e raggiri, mentre invece hanno deciso di non perseguire l'ex Banca Fortis o la BNP Paribas Fortis (nuovo proprietario della banca). Accanto a questi procedimenti amministrativi e penali, le vittime hanno esercitato azioni civili contro la Fortis e i suoi amministratori delegati in diverse giurisdizioni e, dove possibile (come in Belgio), hanno giocato un ruolo attivo nell'innescare il procedimento penale come parte civile nello stesso procedimento.

2.2. – Il Tasso Interbancario su Londra (Libor) è il tasso d'interesse medio stimato dalle principali banche a Londra che viene pagato nei prestiti interbancari. È calcolato per dieci valute, compreso il dollaro e l'euro. Cir-

⁽⁹⁾ Ciò significa che le autorità inquirenti, amministrative e penali, devono decidere ad un certo punto dell'inchiesta di proseguire o per sanzioni amministrative o per procedimenti penali.

⁽¹⁰⁾ La Procura della Repubblica olandese in generale non pubblica comunicazioni sull'apertura o non-apertura di indagini giudiziarie finanziarie o sulle indagini giudiziarie finanziarie in corso. In Belgio, invece, questa è una pratica corrente.

ca 20 delle primarie banche mondiali partecipano alla determinazione del Libor⁽¹¹⁾. Euribor è l'acronimo di Tasso Interbancario di Offerta in euro. I tassi Euribor sono basati sui tassi d'interesse fissati insieme da circa 40/50 banche europee⁽¹²⁾. Entrambi i tassi Libor ed Euribor sono il tasso di riferimento quotidiano per mutui, prodotti di credito al consumo, contratti per consegne a termine, opzioni, swap e altri strumenti finanziari derivati e hanno perciò effetti significativi sui consumatori e sui mercati finanziari di tutto il mondo.

Nel 2012, è venuto alla luce che i tassi di interferenza dei pannelli Libor ed Euribor erano stati deliberatamente manipolati dal 1991, al fine di aumentare i profitti delle banche. Diverse banche europee hanno affrontato indagini e procedimenti, sia negli Stati Uniti che nei paesi europei. Le banche hanno avuto non solo a che fare con richieste civili di risarcimento danni (soprattutto negli USA), ma anche con procedimenti da parte di autorità amministrative (regolatori finanziari e autorità garanti della concorrenza⁽¹³⁾) e autorità giudiziarie.

Una delle banche che era attiva sia nel gruppo di definizione dell'Euribor che del Libor è la Barclays Bank PLC, una società di servizi finanziari con sede centrale a Londra. La Barclays Bank PLC ha filiali bancarie in tutto il mondo, tra cui gli Stati Uniti. Nel periodo 2007-2009, alcuni operatori di strumenti finanziari della Barclays hanno chiesto che taluni responsabili delle segnalazioni alla Barclays Libor ed Euribor formulassero segnalazioni sui contributi Libor ed Euribor al fine di avvantaggiare le posizioni di negoziazione degli operatori finanziari, più che per adempiere all'obbligo di definire tassi conformi alle definizioni Libor e Euribor. Quegli operatori finanziari hanno proposto o un particolare contributo Libor o Euribor per una certa valuta, o che il responsabile della segnalazione concorresse a determinare un tasso superiore, inferiore, o immutato per una certa valuta. Gli operatori finanziari hanno fatto queste richieste tramite messaggi elettronici, conversazioni telefoniche, e conversazioni di persona. I responsabili delle segnalazioni Libor ed Euribor hanno deciso di accogliere le richieste degli operatori finanziari, sopraindicate, in numerose occasioni.

In giugno 2012 la Barclays Bank PLC ha ammesso alla Divisione Frode del Dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti, Sezione antifrode («Sezione Frode»), un comportamento scorretto relativo alla definizione dei tassi Libor ed Euribor e ha accettato di pagare una sanzione pecuniaria di 160 mi-

⁽¹¹⁾ <http://www.bbalibor.com/disclaimer>.

⁽¹²⁾ <http://www.euribor-rates.eu/panelbanks.asp>.

⁽¹³⁾ L'Autorità europea della concorrenza e l'Autorità svizzera della concorrenza hanno aperto un procedimento per la condotta del cartello.

lioni di dollari con la quale ha evitato di essere perseguita penalmente ⁽¹⁴⁾. Come parte dell'accordo con il Dipartimento di Giustizia ⁽¹⁵⁾, la Barclays ha ammesso e accettato la responsabilità per la sua cattiva condotta, con una dichiarazione dei fatti allegata all'accordo. L'accordo di non-prosecuzione si applicava solo alla Barclays e non ai dipendenti o funzionari della Barclays o ad altri individui. L'indagine penale del Dipartimento di Giustizia sulla manipolazione di Libor ed Euribor da parte di altre istituzioni finanziarie e private è in corso. Restava inoltre inteso che l'accordo non vincolava nessuna autorità inquirente federale, statale, locale o estera diversa dalla Sezione antifrode. La Sezione antifrode tuttavia avrebbe potuto far rilevare l'atteggiamento collaborativo di Barclays all'attenzione di altre autorità inquirenti e investigative, se richiesto da Barclays.

Inoltre, sempre nel giugno 2012, la banca Barclays è stata multata per 200 milioni di dollari dalla Commodity Futures Trading Commission ⁽¹⁶⁾ degli Stati Uniti e per 59.9 milioni di sterline da Financial Services Authority ⁽¹⁷⁾ del Regno Unito per tentata manipolazione dei tassi Libor ed Euribor. Nel giugno 2012, il Serious Fraud Office ha annunciato di avere avviato indagini penali sullo scandalo Libor, anche nei confronti degli amministratori delegati della Barclays ⁽¹⁸⁾.

Come Barclays diverse altre banche stanno affrontando simili azioni di contrasto cumulative. Nel dicembre 2012, la UBS svizzera ha accettato di pagare alle autorità di regolamentazione 1,5 miliardi di dollari (\$ 1,2 miliardi al Dipartimento di Giustizia americano e alla Commodity Futures Trading Commission, £ 160m all'Autorità dei Servizi Finanziari inglese e 60m

⁽¹⁴⁾ http://lib.law.virginia.edu/Garrett/prosecution_agreements/pdf/Barclays_2012.pdf.

⁽¹⁵⁾ Questo accordo è parte di sforzi in corso da parte della task force sull'applicazione di frodi finanziarie del Presidente Barack Obama. Il Presidente Obama ha istituito l'*Interagency Financial Fraud Enforcement Task Force* per intraprendere uno sforzo aggressivo, coordinato e proattivo per indagare e perseguire reati finanziari. La Task Force comprende rappresentanti di una vasta gamma di agenzie federali, autorità di regolamentazione, ispettori generali e forze dell'ordine dello Stato e locali che, lavorando insieme, mettono in campo una potente gamma di risorse di esecuzione penali e civili. La Task Force sta lavorando per migliorare gli sforzi di tutto il ramo esecutivo federale, e con i partner statali e locali, per indagare e perseguire reati finanziari significativi, garantire una punizione giusta ed effettiva per quelli che commettono reati finanziari, combattere la discriminazione nei mercati di prestito e finanziari, e recuperare i proventi per le vittime dei reati finanziari. V. anche ACHARYA, COOLEY e RICHARDSON (a cura di), *Regolazione Wall Street. Il Dodd Frank Act e the New Architecture of Global Finance*, 2010.

⁽¹⁶⁾ <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6289-12>.

⁽¹⁷⁾ <http://www.fsa.gov.uk/library/communication/pr/2012/070.shtml>; <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/final/barclays-jun12.pdf>.

⁽¹⁸⁾ <http://www.theguardian.com/business/2012/jul/06/serious-fraud-office-libor-investigation>.

CHF all'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari svizzera) per il suo ruolo nello scandalo ⁽¹⁹⁾. La Banca nazionale olandese (DNB) e l'Autorità dei Servizi Finanziari olandese hanno iniziato a metà del 2012 le indagini amministrative sullo scandalo Libor e Euribor, ma hanno utilizzato il loro obbligo di riservatezza per negare ulteriori informazioni sulle indagini. Le autorità giudiziarie olandesi non sono disposte a confermare nessuna indagine giudiziaria formale sulla Rabobank olandese. Nel frattempo, la Rabobank ha concordato con le autorità quali il Dipartimento di Giustizia statunitense, la Commodity Futures Trading Commission americana e l'Autorità di gestione finanziaria inglese un accordo, che comprende il pagamento di una sanzione pecuniaria di 774.000.000 €.

Nel dicembre 2013, l'Autorità per la Concorrenza dell'Unione Europea ha raggiunto un accordo con sette banche e un fondo di investimento (Citigroup, Deutsche Bank, Royal Bank of Scotland, JP Morgan, Société Générale, Rpm Martin) per un importo totale di € 1,71 miliardi. Alla Barclays e alla UBS sono state concesse immunità dalle ammende in quanto hanno denunciato la manovra. Alcune altre banche, come HSBC e Crédit Agricole, non hanno preso parte all'accordo di pagamento e si troveranno ad affrontare sanzioni più elevate. L'accordo citato costituisce una delle più elevate sanzioni mai applicate da parte delle autorità di concorrenza europee.

2.3. – Che cosa possiamo concludere da questi esempi? Innanzitutto che, anche nei settori chiave del mercato interno e dello SLSG, l'attivazione delle indagini e l'applicazione delle sanzioni rimane esclusivamente nelle mani degli Stati membri, anche quando riguarda la stabilità e l'integrità del sistema finanziario e il funzionamento del mercato interno. L'unica eccezione è legata all'applicazione delle regole di concorrenza dell'UE, dove l'autorità di concorrenza dell'UE ha poteri amministrativi di natura applicativa. Naturalmente, l'attivazione delle giurisdizioni nazionali dipende dalle norme vigenti nella cornice legislativa (giurisdizione prescrittiva), ma anche questa è in larga misura un prodotto della sovranità degli Stati-Nazione. Non dobbiamo dimenticare che nell'applicazione del diritto pubblico – e questo è molto diverso dal diritto privato – c'è una forte relazione tra la legge applicabile (norme sostanziali e diritto processuale) e la competenza ad indagare e giudicare. Tuttavia, nel contesto dell'UE mentre il diritto sostanziale applicabile sui mercati e prodotti finanziari è altamente armonizzato ⁽²⁰⁾, il

⁽¹⁹⁾ <http://www.rtlnieuws.nl/economie/dnb-en-afm-onderzoeken-manipulatie-libor-rente>.

⁽²⁰⁾ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:EN:PDF>.

regime di attuazione è ben lungi dall'essere armonizzato o unificato. Quando si tratta di procedimenti amministrativi in materia di mercati finanziari, in effetti, gli Stati membri devono rispettare, in alcune aree, gli obblighi di esecuzione sostanziali e procedurali imposti dall'UE. Questo è, per esempio, il caso dell'esecuzione amministrativa relativa agli abusi di mercato ⁽²¹⁾. Eppure, nel settore dei tassi di riferimento Libor/Euribor, non ci sono obblighi di applicazione dell'UE in vigore, (ad oggi, inizio di aprile 2014), e gli Stati membri lo hanno lasciato all'auto-regolamentazione e all'esecuzione da parte del settore finanziario ⁽²²⁾.

Inoltre, quando si tratta dell'applicazione del diritto penale non ci sono obblighi dell'UE. Parecchi Stati membri hanno previsto tuttavia reati specifici o comuni in vigore che possono essere applicati sia all'abuso di mercato che alla manipolazione del mercato. La scelta del regime di esecuzione (civile, amministrativo, penale) è quindi un mix in piccola parte di obblighi europei e in larga misura di scelte di politica nazionale. Il risultato è che l'avvio delle indagini e il successivo procedimento di applicazione delle sanzioni è in larga misura dipendente da un mosaico normativo diverso in ciascuno Stato membro. I modelli di applicazione non sono riusciti a tenere il passo con la globalizzazione finanziaria e la realtà dei mercati finanziari integrati, all'interno e all'esterno dell'UE. Non c'è solo la necessità di una maggiore applicazione e armonizzazione a livello comunitario dei sistemi nazionali di esecuzione, ma anche di un modello di esecuzione sovranazionale in grado di coordinare ed eventualmente prendere decisioni individuali vincolanti.

Le conseguenze giuridiche dell'esercizio della giurisdizione investigativa e sanzionatoria da parte di ogni singolo Stato membro nello SLSG sono tutt'altro che chiare. Gli amministratori delegati dell'ex Banca Fortis hanno sin da subito affermato che le ammende olandesi impedivano l'applicazione di ulteriori sanzioni amministrative e penali in altri Stati membri dell'Unione Europea, sulla base del principio del *ne bis in idem* ⁽²³⁾. La loro strategia non ha funzionato, in quanto l'ex Banca Fortis e alcuni amministratori delegati sono stati multati in Belgio e tutti gli amministratori delegati stanno affrontando un procedimento penale. Resta la questione giuridica, tuttavia, se ulteriori sanzioni amministrative e sanzioni penali in Belgio sia-

⁽²¹⁾ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:EN:PDF>.

⁽²²⁾ See GOMEZ-JARA DIEZ, *Crisis Financiera y Derecho Penal*, Ara Editores, 2013, 82.

⁽²³⁾ VERVAELE, *Ne Bis In Idem: Towards a Transnational Constitutional Principle in the EU?*, in GLESS and VERVAELE (eds.), *Special on transnational criminal justice*, Utrecht Law Review, 2013, 211-229.

no effettivamente possibili contro le stesse persone giuridiche e siano quindi escluse dalle sanzioni amministrative olandesi. La dimensione transfrontaliera non è limitata al divieto di doppia incriminazione, ma si estende alla tutela transnazionale dei diritti fondamentali, quali il principio di legalità, il diritto a un processo equo, compreso il diritto al silenzio, il divieto di autoincriminazione, ecc. ⁽²⁴⁾, anche in relazione alla combinazione dell'applicazione repressiva amministrativa e penale.

Dappertutto, è evidente, in primo luogo, che l'approccio di attuazione in questi casi non riflette un chiaro coordinamento della giurisdizione dello SLSG, qualcosa che contrasta con la politica degli Stati Uniti ⁽²⁵⁾. Chi dice che, nel caso Fortis, la sanzione amministrativa olandese è stato il meccanismo di repressione più appropriato? E se così non fosse, perché il sistema prevedeva innanzitutto di imporre sanzioni amministrative? E perché avrebbero potuto escludersi l'applicazione di una sanzione amministrativa o penale nei confronti delle stesse persone giuridiche da parte di altre autorità in altri Stati membri? A loro volta, perché le autorità belghe non erano interessate al fatto che le persone fisiche e giuridiche coinvolte, ora dovevano affrontare una nuova incriminazione per gli stessi reati in diverse giurisdizioni nazionali, sebbene stessero operando in un unico SLSG?

In secondo luogo, le sanzioni delle persone giuridiche sembrano essere piuttosto modeste, in relazione all'entità delle vittime (diverse centinaia di migliaia), all'entità dell'interesse pubblico in gioco (integrità del mercato finanziario dell'UE) e all'importanza fondamentale dei mercati finanziari per gli obiettivi del mercato interno. Nonostante l'armonizzazione comunitaria del diritto sostanziale e la parziale armonizzazione dell'applicazione della legge, sembra ancora possibile che l'organo repressivo che per primo ha applicato una sanzione sia in grado di bloccare ulteriori procedimenti sulla scorta del principio del *ne bis in idem*. Non esiste un meccanismo europeo a cui dare la priorità, basato per esempio sulla sede legale della persona giuridica o il luogo di maggiore impatto del danno cagionato. Ma anche se ulteriori procedimenti non fossero vietati dal principio *ne bis in idem*, è davvero inefficiente spezzettare l'attuazione dell'interesse comune europeo su base nazionale e lasciarlo alla piena autonomia delle autorità repressive nazionali, con il risultato che in alcuni paesi non succede nulla e in altri proce-

⁽²⁴⁾ Vedere *The Special Issue of the Utrecht Law Review, Law Should Govern: Aspiring General Principles for Transnational Criminal Justice*, volume 9, issue 4, September 2013.

⁽²⁵⁾ Per una valutazione critica dei risultati di tale politica, vedere BORDEN and REISS, *Cleaning up the Financial Crises of 2008: Prosecutorial discretion or Prosecutorial Abdication*, Brooklyn Law School Legal Studies, Research Paper Series, Research Paper no 331, March 2013.

dimenti cumulativi sono in corso da anni. È chiaro che, attualmente, non si può parlare di un approccio integrato di repressione amministrativa e penale, né negli Stati membri né nel quadro del mercato interno né dello SLSG.

Infine, dallo scandalo della manovra del tasso d'interesse Libor/Euribor, è anche possibile concludere che le politiche e le strategie di applicazione delle norme svolgono un ruolo molto importante nel raggiungimento degli obiettivi dello SLSG e del mercato interno. Il fatto che le autorità americane siano state così attive, anche in relazione alle istituzioni finanziarie europee, è notevole, certamente alla luce della inattività di molte autorità nei paesi europei. Dall'esempio Libor/Euribor si deduce che la strategia di repressione sembra essere nulla o molto poco coerente tra le diverse autorità di applicazione dell'UE, anche in relazione alla posizione proattiva degli Stati Uniti. La pratica applicazione ha anche dimostrato che in alcuni Paesi nessuna giurisdizione viene attivata e che in altri c'è stata una corsa all'esecuzione tra diverse autorità amministrative e giudiziarie. Dal punto di vista dello SLSG in generale il risultato è un mosaico con alcune aree di iperattività e altre di forte inattività o addirittura di nessuna attività.

Alla luce dell'analisi dei nostri due esempi è possibile riflettere ulteriormente sul rapporto tra gli obiettivi politici, la regolamentazione e l'esecuzione nel settore dei mercati finanziari. Gli obiettivi del mercato interno includono la libera circolazione dei capitali e la protezione dell'integrità dei mercati finanziari (art. 26 (2) TFUE). L'applicazione della normativa nel settore dei mercati finanziari è chiaramente parte dello SLSG (Titolo V del TFUE). Ciò per esempio si riflette esplicitamente nell'art. 75 TFUE ma anche negli obiettivi dello SLSG contenuti nell'art. 67 (1-3), che prevede che «L'Unione si adopera per garantire un livello elevato di sicurezza attraverso misure di prevenzione e di lotta contro la criminalità». Gli obiettivi del mercato interno e dello SLSG sono anche combinati nell'art. 3 TUE, che stabilisce i principali obiettivi dell'Unione. Il collegamento nei trattati tra la regolamentazione e l'applicazione è quindi assicurata. Come l'Unione ha utilizzato questa competenza? L'UE ha pensato a una strategia per armonizzare l'applicazione della normativa a livello nazionale? L'UE ha stabilito un regime di applicazione sovranazionale? L'UE ha utilizzato le sue nuove competenze ai sensi del Trattato di Lisbona di prescrivere obblighi di attuazione sulla scorta dei fallimenti del passato, al fine di prevenire un nuovo tracollo? Queste domande sono di particolare importanza nella gestione della crisi finanziaria e degli scandali nel mondo bancario e dei mercati finanziari. Per prima cosa affrontiamo le questioni da un punto di vista generale del mercato interno per poi applicarlo nello specifico ai mercati finanziari.

3. – Dall'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, la Commissione europea e in particolare la Direzione Generale di Giustizia ha preso posizione proattiva sul tema di una politica di repressione penale e amministrativa. Sul suo sito web ⁽²⁶⁾, la DG Giustizia enuncia tre competenze specifiche per il diritto penale nel TFUE. In primo luogo, l'UE può adottare direttive che prevedono norme minime relative alla definizione (elementi costitutivi e sanzioni penali) di euroreati di cui all'art. 83 (1) TFUE. L'art. 83 (1) TFUE contiene un elenco di dieci aree particolarmente gravi di criminalità con una dimensione transfrontaliera. Esse comprendono il terrorismo, la tratta degli esseri umani e lo sfruttamento sessuale di donne e bambini, il traffico illecito di stupefacenti, traffico illecito di armi, riciclaggio di denaro, corruzione, contraffazione di mezzi di pagamento, criminalità informatica e criminalità organizzata. In secondo luogo, l'Unione Europea può anche adottare direttive ai sensi dell'art. 83 (2), per prevedere norme minime per la definizione dei reati e delle sanzioni penali se indispensabili per garantire l'efficacia di una politica europea armonizzata. In terzo luogo, la DG Giustizia fa riferimento al dovere di tutelare gli interessi finanziari dell'UE, di cui agli artt. 310 (6), 325, 85 e 86 del TFUE, che potrebbero includere, se necessario, la tutela mediante il diritto penale.

La Commissione ha pubblicato inoltre nel settembre 2011 una comunicazione intitolata «Verso una politica penale dell'Unione Europea – per garantire l'efficace attuazione delle politiche dell'Unione attraverso il diritto penale» ⁽²⁷⁾, che tratta specificamente la competenza ai sensi dell'art. 83 (2) TFUE. Nella prima parte, la Commissione individua l'obiettivo della normativa penale dell'Unione Europea. La Commissione sottolinea che l'art. 83 (2) mira a rafforzare la fiducia reciproca, garantendone l'effettiva applicazione e la coerenza e l'uniformità nel diritto penale europeo stesso. L'art. 83 (2) TFUE non elenca reati specifici o settori della criminalità. Per questo motivo, la Commissione elabora un sistema per le scelte politiche volte a individuare quando utilizzare il diritto penale come strumento di attuazione della normativa e quando invece utilizzare altri strumenti, come quello amministrativo. La Commissione si occupa anche della scelta dei settori politici in cui potrebbe essere necessario un diritto penale dell'UE. I criteri sono la mancanza di effettiva applicazione della normativa o differenze significative tra gli Stati membri che conducono all'applicazione incoerente delle norme comunitarie. Eppure, la Commissione ha già individuato in questa comunicazione i settori principali per l'armonizzazio-

⁽²⁶⁾ http://ec.europa.eu/justice/criminal/criminal-law-policy/index_en.htm.

⁽²⁷⁾ COM (2011) 573 final http://ec.europa.eu/justice/criminal/files/act_en.pdf.

ne del diritto penale ai sensi dell'art. 83(2) TFUE. In particolare, tre sono le aree individuate:

- il settore finanziario, ad esempio relativo alla manipolazione del mercato e abuso di informazioni privilegiate ⁽²⁸⁾;
- la lotta contro la frode che lede gli interessi finanziari dell'Unione Europea;
- la tutela dell'euro contro la contraffazione.

La Commissione cita, inoltre, una serie di aree (non si tratta di un elenco esaustivo) in cui l'applicazione del diritto penale potrebbe svolgere un ruolo:

- economia illegale e criminalità finanziaria
- trasporto stradale ⁽²⁹⁾
- protezione dei dati ⁽³⁰⁾
- regole doganali
- tutela ambientale
- politica della pesca
- politiche del mercato interno (contraffazione, corruzione, appalti pubblici).

Dopo la pubblicazione del documento politico, la Commissione ha dato attuazione allo stesso. La prima iniziativa adottata, a norma dell'art. 83 (2) TFUE, si colloca, infatti, in una delle tre zone già selezionate nella comunicazione del settembre 2011, vale a dire il settore finanziario e le sanzioni penali per l'abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato ⁽³¹⁾. La Commissione ha presentato una comunicazione sul tema «Rafforzamento dei regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari» nel 2010 ⁽³²⁾, sulla base di una ricerca comparata dei tre comitati delle autorità di vigilanza (Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria - CEBS, Comitato delle autorità europee di pensioni aziendali o professionali - CEIOPS e Comitato delle autorità europee di regolamentazione - CESR) sull'equivalenza dei regimi sanzionatori nel settore finanziario negli

⁽²⁸⁾ Vedere «Comunicazione sul potenziamento dei regimi sanzionatori nel settore finanziario», COM (2010) 716 def del 8.12.2010.

⁽²⁹⁾ Cfr. Commission Staff Working Paper SEC (2011) 391 del 28.3.2011, allegato al Libro bianco, «Tabella di marcia verso uno spazio unico europeo dei trasporti - Verso un sistema di trasporti competitivo ed uso efficiente delle risorse», COM (2011) 144 del 28.3.2011.

⁽³⁰⁾ Cfr. la comunicazione «Un approccio globale sulla protezione dei dati personali nell'Unione europea», COM (2010) 609 del 4.11.2010.

⁽³¹⁾ Per le altre proposte sulla tutela penale degli interessi finanziari dell'Unione Europea e della moneta unica (euro), ci riferiamo a VERVAELE, *Harmonised Policies and the harmonization of substantive criminal law*, in GALLI & WEYEMBERGH (eds.), *Approximation of substantive criminal law in the EU*, Editions ULB, Bruxelles, 2013, 43-72.

⁽³²⁾ COM (2010) 716 final.

Stati membri. La Commissione ha inoltre utilizzato i criteri politici della comunicazione del settembre 2011 per la loro valutazione. La revisione da parte della Commissione in collaborazione con i comitati delle autorità di vigilanza enuncia le divergenze sostanziali e le debolezze nei regimi sanzionatori nazionali:

- alcune autorità competenti non hanno a loro disposizione importanti tipologie di poteri sanzionatori per alcune violazioni;
- i livelli di sanzioni amministrative pecuniarie variano ampiamente tra gli Stati membri e sono troppo lievi in alcuni Stati membri;
- alcune autorità competenti non possono applicare sanzioni amministrative sia alle persone fisiche sia a quelle giuridiche;
- le autorità competenti non prendono in considerazione gli stessi criteri di applicazione delle sanzioni;
- esiste una divergenza nella natura (amministrativa o penale) delle sanzioni previste dalla normativa nazionale;
- il livello di applicazione delle sanzioni varia tra gli Stati membri.

Nella valutazione dell'impatto di un nuovo pacchetto normativo in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato ⁽³³⁾, vengono identificati un'altra serie di problemi:

- non tutti i prodotti dei mercati finanziari sono coperti;
- le autorità di regolamentazione non hanno il potere di far rispettare efficacemente la normativa sugli abusi di mercato (accesso ai locali, accesso ai dati delle telecomunicazioni, poteri di sequestro, la condivisione dei dati, ecc.);
- le divergenze dei poteri sanzionatori e di sanzioni comminate sono notevoli;
- non vi è alcun effetto deterrente dei regimi sanzionatori previsti;
- l'applicazione della legge penale non è prevista in tutti gli Stati membri.

Le divergenze esistenti nella applicazione delle norme sugli abusi di mercato possono pregiudicare il mercato unico, lasciare un margine di discrezionalità di regolamentazione e minare la cooperazione transfrontaliera delle autorità incaricate dell'applicazione della legge. La Commissione ha pertanto adottato due nuove iniziative legislative in materia di abusi di mercato, nel mese di ottobre 2011 ⁽³⁴⁾. Esse fanno parte di un pacchetto-riforma più ampio per il settore finanziario. Le due iniziative sono costituite da una proposta di un regolamento relativo all'abuso di informazioni privile-

⁽³³⁾ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/SEC_2011_1218_en.pdf.

⁽³⁴⁾ Per l'analisi v. punto 4.

giate e manipolazione del mercato (abuso di mercato) e una proposta di una direttiva sulle sanzioni penali per abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Il regolamento proposto, che sostituisce la direttiva 2003/6/CE, fornisce il quadro normativo di base ⁽³⁵⁾. Esso contiene tutte le definizioni, gli obblighi e divieti e inoltre regola il regime di sanzioni amministrative applicabili, comprese le sanzioni amministrative di carattere repressivo e non-repressivo. La direttiva proposta è il risultato della valutazione della Commissione sulla necessità, proporzionalità e sussidiarietà di applicazione del diritto penale nel settore finanziario ⁽³⁶⁾. La Commissione è giunta ad una valutazione positiva per quanto riguarda i reati gravi di abuso di mercato. La direttiva proposta introdurrà pertanto l'obbligo per gli Stati membri interessati di prevedere sanzioni penali per le violazioni più gravi delle norme sull'abuso di mercato.

Resta da vedere se queste proposte saranno effettivamente in grado di raggiungere i loro obiettivi, tra l'altro, aumentando l'integrità del mercato e la tutela degli investitori, nonché di assicurare un *corpus* unico di norme e condizioni di parità europee. Nei paragrafi che seguono verranno analizzate entrambe le proposte, in termini della capacità proclamata di fissare punti di riferimento per le autorità nazionali per realizzare la dimensione europea dei loro compiti (competenza a prescrivere e ad applicare).

4. - 4.1. – Il pacchetto legislativo relativo alle norme sull'abuso di mercato si basa su due diversi articoli del Trattato sull'Unione Europea. La base giuridica del regolamento sarà l'art. 114 TFUE, mentre la direttiva si baserà sull'art. 83 (2) TFUE. Il duplice fondamento normativo desta perplessità perché sembra essere in contrasto con l'ambizione di creare condizioni di parità per i casi di abuso di mercato. La scelta dell'art. 83 (2) TFUE come base giuridica per la direttiva implica che la Danimarca non parteciperà all'adozione della stessa e che il Regno Unito e l'Irlanda avranno una possibilità di scelta, ma non l'obbligo di diventare parte della (ed essere vincolati dalla) direttiva ⁽³⁷⁾. In altre parole, sulla scorta della diversa base giuridica scelta, è possibile che gli obblighi di esecuzione penale, che sono ritenuti necessari per l'effettiva applicazione di una politica europea armonizzata,

⁽³⁵⁾ Per la proposta originaria, cfr. COM (2011) 651, modificato dal COM (2012) 421; per la nostra analisi, abbiamo usato il testo definitivo del documento PE 78 2013 INIT, del 4 aprile 2014.

⁽³⁶⁾ Per la proposta originaria, cfr. COM (2011) 654, modificato dal COM (2012) 420; per la nostra analisi, abbiamo usato il testo definitivo del documento PE 8 2014 INIT del 4 aprile 2014.

⁽³⁷⁾ Il Regno Unito ha scelto di restare fuori, mentre l'Irlanda dentro.

non saranno vincolanti per tre paesi dell'Unione Europea, tra cui il centro principale dei servizi finanziari nell'UE. In questo senso, la proposta rappresenta un passo indietro, piuttosto che avanti ⁽³⁸⁾.

Come regola generale, la portata materiale delle norme dell'UE in materia di abuso di mercato sarà definito dal regolamento proposto. Questo strumento contiene una serie di disposizioni dettagliate che determinano l'ambito di applicazione materiale del pacchetto dell'UE. Rispetto alla direttiva vigente 2003/6 ⁽³⁹⁾, la portata delle norme è estesa, in termini di attività disciplinate, strumenti finanziari e sedi di negoziazione. Il quadro normativo previsto da quest'ultima direttiva è stato considerato superato, a causa della crescita di nuove piattaforme di negoziazione, del mercato OTC e delle tecnologie, come ad esempio la negoziazione ad alta frequenza (HFT). Il nuovo pacchetto legislativo riguarderà anche gli strumenti finanziari legati all'individuazione di contratti su materie prime, così come i prodotti legati all'emissione di aste. Per quanto riguarda le sedi di negoziazione, il pacchetto non copre più solo strumenti negoziati sui mercati regolamentati, ma anche sistemi multilaterali di negoziazione / MTF e altri sistemi organizzati di negoziazione / OTF. Il regolamento includerà anche qualsiasi altra condotta o azione che possa avere un effetto su tale strumento finanziario, indipendentemente dal fatto che si svolga in una sede di negoziazione (art. 2 (3) proposta). Il regolamento specifica inoltre che, poiché la negoziazione di strumenti finanziari è sempre più automatizzata, strategie abusive che vengono effettuate attraverso una negoziazione ad alta frequenza e algoritmica costituiscono manipolazione del mercato. Alla luce degli sforzi per tenere traccia con lo sviluppo dei mercati e degli obiettivi centrali del regolamento, questa modernizzazione delle norme sull'abuso di mercato attuali ha un senso. Tuttavia, le stesse proposte originarie già avrebbero bisogno di essere integrate per includere nella definizione anche la manipolazione dei tassi (come nello scandalo Libor/Euribor).

4.2. - 4.2.1. – Il campo di applicazione ampliato del regolamento implica che la portata del corpo dei divieti è anche più ampio di quello dell'attuale Direttiva 2003/6/CE. Il regolamento obbliga le persone (giuridiche) ad astenersi – in breve – dall'abuso di informazioni privilegiate (art. 8/14) e dalla divulgazione illegale di informazioni (art. 10/14), dalla manipolazione del mercato (art. 12/15), e ad introdurre meccanismi amministrativi al fine

⁽³⁸⁾ Per un'analisi comparativa della progetto sull'esecuzione negli Stati membri, vedere BAENA TOVAR, *La regulación del abuso de Mercado en Europa y en Estados Unidos*, 2002, <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/ABUSOMERCADO.PDF>.

⁽³⁹⁾ GU 2003 dell'UE L 96/16.

di individuare e prevenire comportamenti vietati. Alcuni attori sono tenuti a soddisfare una serie di requisiti aggiuntivi, compresi i doveri informativi per gli emittenti di strumenti finanziari, la creazione di elenchi di esperti, doveri di segnalazione per le operazioni da parte degli amministratori, e doveri con riferimento alle raccomandazioni di investimento (capitolo 3). Una volta che il regolamento entra in vigore, queste norme non solo saranno vincolanti per gli attori dei mercati finanziari, ma gli Stati membri saranno inoltre tenuti a far rispettare queste norme attraverso una serie di misure repressive e non repressive (capitoli 4/5), comprese, tra l'altro, la revoca o la sospensione dell'autorizzazione di un'impresa di investimento, divieti temporanei o addirittura permanenti di esercitare le funzioni di gestione in imprese di investimento, e notevoli sanzioni pecuniarie che variano fino ad almeno 5.000.000 €, – per le persone fisiche e 15.000.000 €, – o il 15% del fatturato annuo per le persone giuridiche, a seconda del tipo di infrazione (art. 30).

L'importo massimo delle sanzioni amministrative pecuniarie che deve essere disponibile conformemente al regolamento ha creato problemi in alcuni Stati membri. Il diritto costituzionale austriaco, per esempio, non ammette sanzioni *amministrative* pecuniarie per l'importo previsto nel regolamento ⁽⁴⁰⁾. Questo è il motivo per cui l'art. 30 (1) stabilisce che gli Stati membri possono decidere di non introdurre sanzioni amministrative per alcune infrazioni, a condizione che tali violazioni siano già oggetto di sanzioni *penali* nella loro legislazione nazionale. Il risultato di ciò è, come vedremo, che devono esserci dei meccanismi atti ad assicurare una cooperazione efficace nel rapporto tra diritto amministrativo e penale.

4.2.2. – L'art. 2 (4) del regolamento stabilisce che i divieti e i requisiti fissati dal presente regolamento si applicano alle azioni riguardanti gli strumenti a cui il regolamento è applicabile, effettuate all'interno e all'esterno dell'Unione Europea. Il regolamento, pertanto, non limita la portata territoriale delle norme sostanziali ad un particolare territorio nazionale. Eppure, questo non significa che le autorità che sono responsabili per l'applicazione della legge non siano vincolate al rispetto dei confini e abbiano ottenuto la competenza transnazionale sulla base del regolamento. L'art. 22 stabilisce che tutti gli Stati membri designano un'unica autorità *amministrativa* competente ai fini del regolamento. Tali autorità devono assicurare che le disposizioni del presente regolamento vengano applicate sul proprio territorio, per quanto riguarda tutte le azioni effettuate su quel territorio e al-

⁽⁴⁰⁾ Documento del Consiglio 16512/12 del 10 dicembre 2012.

cune azioni svolte all'estero. Casi transnazionali devono essere affrontati in cooperazione con altre autorità nazionali e con l'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ⁽⁴¹⁾.

Al fine di essere in grado di operare efficacemente e realizzare una condizione di parità a livello europeo per quanto riguarda l'applicazione delle norme sull'abuso di mercato, alle autorità nazionali devono anche essere dati un certo (minimo) numero di poteri, inclusi, *tra l'altro*, l'accesso ai documenti e ad altri dati, il potere di chiedere informazioni alle persone, di effettuare ispezioni in loco e il potere di riferire questioni che necessitino l'avvio di un'azione penale. Queste autorità devono inoltre avere la facoltà di:

- entrare nei locali di persone fisiche e giuridiche, al fine di sequestrare documenti e altri dati in qualsiasi forma, se esiste un ragionevole sospetto che documenti e altri dati relativi all'oggetto dell'ispezione o dell'indagine possano essere rilevanti per offrire prove dell'abuso di informazioni privilegiate o manipolazione del mercato;
- richiedere le registrazioni esistenti di conversazioni telefoniche, comunicazioni elettroniche o altre registrazioni di traffico dati detenute da imprese di investimento, enti creditizi o altre istituzioni finanziarie;
- richiedere le registrazioni esistenti del traffico dati detenute da un operatore di telecomunicazioni, se vi è un ragionevole sospetto di una violazione e se tali registrazioni possano essere rilevanti per l'indagine di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato in violazione del presente regolamento;
- richiedere il blocco e/o il sequestro dei beni (art. 23 (2)).

Poiché questi ultimi tipi di misure costituiscono gravi interferenze con il diritto alla privacy e alla proprietà, queste misure si qualificano come atti d'indagine penale in molti paesi. Gli Stati membri possono quindi decidere di attribuire queste competenze non direttamente alle autorità amministrative, ma stabilire che tali poteri siano esercitati in collaborazione con o rivolgendosi alle autorità giudiziarie competenti (art. 23 (1)). In quanto tale, questo approccio non è nuovo ⁽⁴²⁾. Eppure fa sollevare interrogativi per quanto riguarda le misure di salvaguardia applicabili che dovrebbero essere attuate ⁽⁴³⁾. Il regolamento fa riferimento alla legislazione nazionale su que-

⁽⁴¹⁾ Regolamento 1095/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), *GUUE* 2010 L 331/84.

⁽⁴²⁾ V. anche art. 12 della corrente direttiva 2003/6/CE.

⁽⁴³⁾ V., per esempio, preoccupazioni simili espresse nella Dichiarazione di Svezia, Austria, Repubblica Ceca e Germania nel documento 11384/13 del 27 giugno 2013 del Consiglio: «Ogni espansione nell'accesso ai dati di traffico al di fuori delle procedure giudiziarie costituirebbe un precedente pericoloso per altri dossier dell'UE».

sto punto. Si suggerisce nel preambolo che «[per] l'esercizio di tali poteri, che possono costituire gravi interferenze con il diritto al rispetto della vita privata e familiare, alla casa e alle comunicazioni, gli Stati membri dovrebbero disporre di garanzie adeguate ed efficaci contro ogni abuso, per esempio, se del caso, del requisito di ottenere un'autorizzazione preventiva da parte delle autorità giudiziarie di uno Stato membro interessato. Gli Stati membri dovrebbero prevedere la possibilità per le autorità competenti di esercitare tali poteri intrusivi nella misura necessaria per la corretta istruzione di casi gravi in cui non esistono mezzi equivalenti per raggiungere efficacemente lo stesso risultato»⁽⁴⁴⁾.

In aggiunta ai poteri di indagine e ai poteri sanzionatori delle autorità, l'art. 32 stabilisce le procedure di segnalazione delle violazioni di abuso di mercato, comprese le disposizioni in materia di tutela dell'informatore. Gli informatori devono come minimo ricevere una protezione adeguata contro le ritorsioni, la discriminazione o altri tipi di trattamento ingiusto. Gli Stati membri possono inoltre prevedere incentivi finanziari alle persone che offrono informazioni rilevanti su potenziali violazioni del regolamento, da concedere in conformità con la legislazione nazionale quando tali persone non hanno obblighi di legge o contrattuali pre-esistenti per segnalare tali informazioni, e a condizione che l'informazione sia nuova, e che grazie a essa sia possibile imporre una sanzione amministrativa o penale per violazione del presente regolamento.

La condizione di parità e la convergenza nelle prassi della vigilanza che devono essere raggiunte necessariamente comprendono i casi di cooperazione transnazionale. Con le autorità nazionali ancora vincolate dai confini nazionali, è necessario l'aiuto dei loro omologhi altrove all'interno (o all'esterno) dell'UE. La designazione di un'unica autorità amministrativa competente per Stato membro, tutte con compiti e poteri equivalenti, aiuta a prevenire la frammentazione delle strutture di applicazione normativa e facilita la creazione di un approccio di rete europea. Le autorità nazionali lavorano anche in stretta collaborazione con l'ESMA (art. 24). Tale autorità svolge un ruolo importante nella vigilanza della struttura amministrativa di controllo, e può talvolta anche facilitare il coordinamento tra le autorità nazionali, o la risoluzione dei conflitti tra di loro (cfr. art. 25 (7)). Inoltre, l'art. 25 del regolamento impone alle autorità di cooperare strettamente con i loro omologhi di altri Stati membri, mediante lo scambio di informazioni su richiesta o spontaneamente, compiendo atti di indagini, conducendo indagini congiunte, *eccetera*.

⁽⁴⁴⁾ Considerando 66. Cfr. anche art. 23 (2), comma 2.

Tuttavia, il dovere di cooperare non si spinge fino al punto di imporre alle autorità di cooperare anche nei casi in cui esse stanno conducendo indagini o quando sono iniziati procedimenti giudiziari nella loro giurisdizione, dato che potrebbe danneggiare l'indagine nazionale (art. 25 (1 b/c)). Ciò significa che, ai sensi del nuovo regolamento, le autorità non sono affatto incoraggiate a cooperare nelle situazioni delineate nella Sezione 2; piuttosto il contrario. È inoltre in netto contrasto con l'art. 31 (2) dello stesso regolamento che stabilisce che le autorità «[nel]l'esercizio dei loro poteri di imporre sanzioni amministrative e altre misure amministrative ai sensi dell'art. 30, le autorità competenti collaborano strettamente per assicurare che l'esercizio dei loro poteri di vigilanza e di indagine, e le sanzioni amministrative che essi impongono, e le altre misure amministrative che adottano, siano efficaci e adeguate ai sensi del presente regolamento. Esse coordinano le loro azioni ai sensi dell'art. 25, al fine di evitare duplicazioni e sovrapposizioni allorché esercitano poteri di vigilanza e di indagine e in sede di comminazione di sanzioni amministrative in materia di controversie transfrontaliere.»

4.3. – Come detto, la Commissione ha anche presentato una proposta di direttiva sull'applicazione obbligatoria del diritto penale per le violazioni più gravi delle regole sull'abuso di mercato. Secondo la Commissione, l'adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è dimostrata insufficiente a garantire il rispetto delle norme in materia di prevenzione e lotta contro l'abuso di mercato ⁽⁴⁵⁾. Approcci nazionali diversi compromettono l'uniformità delle condizioni di funzionamento del mercato interno e possono fornire un incentivo per le persone a rendersi autori di abusi di mercato negli Stati membri che non prevedono sanzioni penali per questi reati. L'introduzione di sanzioni penali almeno per i reati gravi di abuso di mercato da parte di tutti gli Stati membri è, pertanto, essenziale per garantire l'effettiva attuazione della politica dell'Unione in materia di lotta all'abuso di mercato, secondo il legislatore dell'UE ⁽⁴⁶⁾. La direttiva proposta introdurrà norme minime per le sanzioni penali per abuso di informazioni privilegiate, divulgazione illegale di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato (artt. 3-5). Inoltre, obbligherà gli Stati membri a criminalizzare l'istigazione, il favoreggiamento, la complicità e il tentativo

⁽⁴⁵⁾ Preambolo, considerando 4.

⁽⁴⁶⁾ Preambolo, considerando 7-8. Per una valutazione critica di tale presupposto, vedere SCHÖNWÄLDER, *Grund und Grenzen einer strafrechtlichten Regulierung der Marktmanipulation. Analyse unter besonderer Würdigung der Börsen oder Marktpreiseinwirkung*, 2012.

di comportamenti vietati (art. 6). In linea con il principio secondo cui il diritto penale dovrebbe essere uno strumento di ultima istanza (*ultima ratio*), solo le violazioni più gravi, fondamentali per la tutela della normativa sull'abuso di mercato, devono essere criminalizzate. Gli Stati membri rimangono comunque liberi di utilizzare la strada del diritto penale anche per altre violazioni (armonizzazione minima) ⁽⁴⁷⁾.

La direttiva è strettamente correlata alla sua regolamentazione sorella (v. art. 2). L'attuazione degli obblighi che derivano da essa, non significherà che gli Stati membri sono ora tenuti a far rispettare tutte le gravi violazioni delle regole sull'abuso di mercato *solo* attraverso il diritto penale. Né la direttiva creerà obblighi riguardanti l'*applicazione* di tali sanzioni o di qualsiasi altro sistema disponibile di applicazione della legge, ai singoli casi. Gli Stati membri non sono inoltre esentati dall'obbligo di prevedere sanzioni e misure amministrative per le violazioni di cui al regolamento, a meno che non abbiano deciso di fissare solo sanzioni penali per tali violazioni nella loro legislazione nazionale ⁽⁴⁸⁾. Il pacchetto introduce quindi un doppio regime (a meno che uno Stato opti esclusivamente per il diritto penale), che lascia la scelta per l'applicazione del diritto amministrativo o penale alle autorità coinvolte. Il principio del *ne bis in idem*, contenuto nell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali (CDF), dovrebbe evitare che la persona indagata sia soggetta a doppia azione penale o pena ⁽⁴⁹⁾.

La proposta di regolamento e direttiva costituiscono un unico pacchetto normativo: per tale ragione la proposta di direttiva fa riferimento alle definizioni di strumenti finanziari e di informazioni attendibili contenute nella proposta di regolamento. La direttiva obbliga gli Stati membri a criminalizzare solo le violazioni gravi e commesse intenzionalmente ⁽⁵⁰⁾. Si introduce quindi un elemento soggettivo (*mens rea*) nella definizione di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, che è, per quanto riguarda gli *insiders* primari, probabilmente in contrasto con la giurisprudenza della Corte di giustizia dell'UE e l'attuale pratica di tali Stati membri che già fanno rispettare le norme sull'abuso di mercato attraverso il diritto penale ⁽⁵¹⁾. I problemi sotto il profilo probatorio che emergeranno a seguito

⁽⁴⁷⁾ Preambolo, considerando 20.

⁽⁴⁸⁾ Preambolo, considerando 14 e 22.

⁽⁴⁹⁾ Preambolo, considerando 23.

⁽⁵⁰⁾ Descrizioni provvisorie di ciò che potrebbe costituire una «grave» infrazione si trovano nel Preambolo, considerando 11 e 12.

⁽⁵¹⁾ In *Spector Photo Group*, la Corte di giustizia dell'UE ha ritenuto che questo è dovuto alla natura specifica di abuso di informazioni privilegiate, che consente una presunzione di

di tale previsione non sono affrontati dalla direttiva, e solo in misura limitata dal regolamento ⁽⁵²⁾.

Infine, per quanto riguarda le sanzioni da applicare, la proposta iniziale di direttiva prevede che le sanzioni penali fossero efficaci, proporzionate e dissuasive, per quanto riguarda le persone fisiche. Per quanto riguarda le persone giuridiche, le sanzioni devono essere anche efficaci, proporzionate e dissuasive, sebbene non debbano necessariamente essere di natura penale. La Commissione ha quindi scelto un basso profilo per quanto riguarda l'armonizzazione delle sanzioni. Questo approccio limitato non solo è sorprendente alla luce della comunicazione della Commissione del 2011 in materia di politica criminale ⁽⁵³⁾, ma anche alla luce dello studio da parte della Commissione, in collaborazione con i Comitati delle autorità di vigilanza del rispetto dei mercati finanziari che hanno espresso chiaramente divergenze e punti deboli sostanziali nei regimi sanzionatori penali nazionali ⁽⁵⁴⁾. Sul punto si consideri che la Commissione ha proposto una direttiva sulla protezione dell'euro e di altre valute contro la falsificazione attraverso il diritto penale, che originariamente prevedeva l'armonizzazione del tipo e del livello delle sanzioni penali, compresa l'imposizione di un minimo di privazione della libertà di almeno 6 mesi per gravi violazioni ⁽⁵⁵⁾. Il ragionamento della Commissione nel preambolo di tale proposta è stato che l'attuale livello delle sanzioni è uno dei motivi per la deterrenza insufficiente e la disuguaglianza nella tutela dell'euro in tutta l'Unione Europea. Sanzioni minime contribuiscono, a parere della Commissione, alla deterrenza e ad un ampio sistema coerente dell'UE per la protezione dell'euro. La Commissione ha anche indicato altri vantaggi nel considerando 18 del preambolo della proposta di contraffazione:

tale elemento mentale una volta che gli elementi costitutivi di cui a tale disposizione sono presenti e per la finalità della direttiva 2003/6, che è quella di garantire l'integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati. Il legislatore comunitario, secondo la Corte di giustizia, ha optato per *un meccanismo di prevenzione e di sanzioni amministrative* per abuso di informazioni privilegiate [corsivo nostro], la cui efficacia sarebbe indebolita se fatta oggetto di un'analisi sistematica dell'esistenza di un elemento mentale; si veda la causa C-45/08, *Spector Photo Group e Van Raemdonck*, [2009] Racc. I-12073, par. 35-38.

⁽⁵²⁾ In particolare attraverso le tecniche investigative che vengono introdotte, e le disposizioni in materia di tutela della denuncia di irregolarità; punto 4.2.2. Se la prova che è trovata in questo modo può essere utilizzata come prova in un procedimento penale, e a quali condizioni, è lasciato alla legislazione nazionale.

⁽⁵³⁾ COM (2011) 573 def.

⁽⁵⁴⁾ COM (2010) 716 def.

⁽⁵⁵⁾ COM (2013) 42 def. Tale disposizione, per inciso, è stata rimossa nelle versioni successive della proposta, vedere il documento 14671/13 di Bruxelles del 11 ottobre 2013 del Consiglio.

«La pena minima di sei mesi aiuta a garantire che la stessa priorità sia data dalle forze dell'ordine e dalle autorità giudiziarie a reati di falsificazione dell'euro e di altre valute e, a sua volta, facilita la cooperazione transfrontaliera. Essa contribuisce a mitigare il rischio di forum shopping. Inoltre, permette che i colpevoli condannati possano essere consegnati con l'aiuto di un mandato d'arresto europeo in modo che la pena detentiva o la misura di sicurezza possano essere eseguiti».

È stato il Parlamento europeo che ha spinto per ulteriori passi di vasta portata nel dossier sull'abuso di mercato. Il 19 ottobre 2013, la Commissione del Parlamento europeo per gli affari economici e monetari (relatrice Arlene McCarthy) ha modificato la direttiva proposta sull'abuso di mercato e ha introdotto sanzioni detentive con termini di detenzione massima di almeno cinque (ora quattro) e due anni rispettivamente per le persone fisiche (a seconda del tipo di reato; v. art. 7) ⁽⁵⁶⁾. Tuttavia, il testo non ha introdotto i termini minimi di reclusione ed è anche rimasto silente rispetto alle (misura delle) sanzioni finanziarie e alle altre sanzioni penali che potrebbero o possono essere imposte alle persone fisiche. Con riferimento alle persone giuridiche, il testo si limita a indicare che esse devono essere punite con sanzioni efficaci, proporzionate e dissuasive.

Il 7 dicembre 2013, il Consiglio GAI ha optato per una strategia generale sul testo. Sono stati mantenuti gli emendamenti della Commissione parlamentare per gli affari economici e monetari relativi ai livelli minimi obbligatori per la durata massima della reclusione. I considerando ora fanno esplicito riferimento ai gravi casi di manipolazione di riferimento (Euribor e Libor) e alla necessità di regimi sanzionatori penali comuni in tutta l'Unione. Tuttavia, il testo definitivo lascia ancora libera la scelta sul regime di responsabilità per le persone giuridiche (penale o non penale), anche se si prevede che le sanzioni finanziarie debbano essere applicate e viene individuato un elenco facoltativo di sanzioni che possono essere imposte in entrambi i regimi (art. 9). Questo testo, inoltre, non contiene alcun obbligo riguardante il livello minimo delle sanzioni penali. Sebbene sia la Commissione (nei suoi piani politici) che il Parlamento europeo abbiano fatto un appello per comuni regimi di sanzioni penali in questo settore, è grazie al Parlamento europeo che il tipo e il livello delle sanzioni penali sono stati armonizzati in una certa misura nella presente direttiva.

4.4. – È difficile valutare gli effetti di un sistema che non è ancora in vigore. Tuttavia, abbiamo già notato che il pacchetto proposto non sembra

⁽⁵⁶⁾ Cfr. la relazione sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alle sanzioni penali per abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, A7-0344/2012.

affrontare tutte le esigenze formulate dalla Commissione stessa (cfr. paragrafo 3). Una parità di condizioni europea tra coloro che devono attuare la legge non è aiutata da divergenti definizioni nazionali di infrazioni e diversi poteri processuali. La cooperazione nell'applicazione delle norme non sarà promossa, sino a che le autorità nazionali sono nella condizione di proteggere unilateralmente le proprie indagini, non cooperando con altre autorità. Le differenze nei livelli sanzionatori rimarranno, anche dopo l'introduzione di sanzioni penali obbligatorie. E l'introduzione di elementi soggettivi nella definizione di illecito penale può forse essere d'aiuto al principio di *ultima ratio*, e implicherà un utilizzo, ad esempio, di alcuni poteri di indagine utili al fine di aggirare i problemi probatori prevedibili. È nostra opinione che i piani della Commissione con riferimento al rapporto tra la normativa e l'applicazione nel settore finanziario, così come le ambizioni dell'UE in relazione al diritto penale, ancora non tengano pienamente conto di ciò che dovrebbe essere il principale punto focale delle politiche dell'UE in questo settore. Il punto focale è, infatti, come il pacchetto contribuisca alla realizzazione degli obiettivi del mercato interno e dello SLSG. Entrambi gli obiettivi, che sono interconnessi, promuovono fortemente la libera circolazione delle persone e delle imprese, economicamente attiva o meno, sottolineando allo stesso tempo un quadro per la protezione del bene comune, tra cui la crescita economica e la creazione di posti di lavoro, ma anche la prevenzione e il rilevamento della criminalità. Nel resto di questo articolo, affronteremo che è difficile raggiungere tali obiettivi finché non sarà data attenzione a tre punti di interesse, che saranno ulteriormente discussi nei seguenti (sotto) paragrafi.

4.4.1. – Nell'ambito dell'Unione Europea, quale ordinamento giuridico integrato, la leale cooperazione tra le autorità incaricate dell'applicazione della legge – o tra le diverse autorità nazionali, o tra le autorità nazionali e comunitarie – è di vitale importanza. L'Unione Europea è da tempo attiva nella agevolazione di queste strutture. Abbiamo visto esempi di questo in precedenza, per quanto riguarda la cooperazione transnazionale tra le autorità amministrative competenti in casi di abuso di mercato. Queste strutture esistono anche nel settore del diritto penale, per quanto riguarda, per esempio, la consegna di persone ai fini dell'azione penale o dell'esecuzione delle sanzioni ⁽⁵⁷⁾, o la raccolta e il trasferimento delle prove ⁽⁵⁸⁾. Tali strut-

⁽⁵⁷⁾ La decisione quadro 2002/584/GAI, del 13 giugno 2002, relativa al mandato d'arresto europeo e alle procedure di consegna tra Stati membri, *GUUE* L 190/1.

⁽⁵⁸⁾ Decisione quadro 2008/978/GAI del 18 dicembre 2008, relativa al mandato europeo

ture non sono limitate all'abuso di mercato, ma riguardano l'intera gamma del diritto penale. L'esistenza di una grande varietà di accordi internazionali ed europei per la cooperazione non significa che una cooperazione armoniosa sia sempre possibile, soprattutto non quando vengano in relazione il diritto penale e amministrativo. Il sistema attuale fa perno sulla struttura organizzativa di tali autorità, anziché sugli obiettivi che perseguono⁽⁵⁹⁾. I pubblici ministeri e gli organi inquirenti (anche quelli autorizzati a trattare i casi di abuso di mercato) cooperano attraverso accordi di mutua assistenza giudiziaria in materia penale (MAG) o strumenti di mutuo riconoscimento (MR); organi di vigilanza finanziaria (che hanno il potere di imporre sanzioni repressive o di adire agli organi di diritto penale), dispongono dei propri accordi (mutua assistenza amministrativa / MAA), come abbiamo visto in precedenza. Allo stesso tempo, abbiamo visto come il pacchetto proposto sull'abuso di mercato introduca un regime di doppio binario, o, in determinate circostanze e a determinate condizioni, solo un regime di diritto penale. Può quindi accadere che nello Stato membro A le indagini siano condotte dagli organi finanziari, mentre nello Stato B per gli stessi fatti – o fatti collegati – vengano attivati la polizia e il pubblico ministero. In questo tipo di situazioni, le autorità coinvolte avranno difficoltà a cooperare, dato che non sono reciprocamente riconosciute come «autorità competenti» nell'ambito dei rispettivi regimi MLA/MR e MAA. In particolare nei casi di abuso di mercato che coinvolgono più Stati membri e diverse autorità nazionali, tali autorità non saranno nella condizione di cooperare tra di loro direttamente. Le autorità giudiziarie che cercano informazioni o assistenza da un'autorità di vigilanza finanziario da qualche altra parte nell'Unione Europea, o dovranno rivolgersi all'autorità di vigilanza finanziaria nazionale e chiedere che quest'ultima domandi al supervisore di un altro Stato membro di cooperare, o chiedere al suo omologo giudiziario nell'altro Stato di rivolgersi al suo supervisore nazionale, e poi trasferire allo stesso i dati acquisiti. Questo non è problematico non solo in termini di tempo, ma anche in termini di responsabilità e di elusione delle garanzie giuridiche, di certo nei casi in cui l'assistenza necessaria comporta interferenze con i diritti fondamentali delle persone interessate.

per l'acquisizione di oggetti, documenti e dati da utilizzare nei procedimenti penali, *GUUE* L 350/72. Il mandato sulla prova sarà sostituito a tempo debito dal cosiddetto ordine europeo d'indagine, che è stato approvato nel dicembre 2013 dal PE / LIBE Committee.

⁽⁵⁹⁾ VERVAELE & KLIP (eds.), *European Cooperation between Tax, Customs, and Judicial Authorities*, Den Haag: Kluwer, 2002; LUCHTMAN, *European cooperation between financial supervisory authorities, tax authorities and judicial authorities*, Antwerpen/Oxford: Intersentia, 2008, 128-137.

Il pacchetto normativo congiunto di regolamento e direttiva tace su questo tema. Non vi sono disposizioni che specificamente si occupano di questi problemi, con l'eccezione del caso in cui un determinato Stato membro abbia optato per l'applicazione solo del diritto penale. In tale situazione, «lo Stato membro deve garantire che appropriate misure siano attuate in modo che le autorità competenti dispongano di tutti i poteri necessari per mantenere contatti con le autorità giudiziarie *nell'ambito della loro giurisdizione* per ricevere informazioni specifiche relative a indagini penali o procedimenti avviati per eventuali violazioni del presente regolamento e fornire le stesse ad altre autorità competenti e all'ESMA per adempiere al loro obbligo di cooperare tra loro e con l'ESMA ai fini del presente regolamento [corsivo nostro]» (art. 19 (1)). La ragione per cui questa disposizione è carente per sistemi che utilizzano un regime di doppio binario non è chiara.

Non è neanche chiaro come questo sistema, che riguarda la cooperazione transnazionale tra le autorità penali e le autorità amministrative come due binari separati, si riferisca al principio del *ne bis in idem*. Tale principio, dopo tutto esclude un secondo procedimento penale per lo stesso reato, prevede che la prima e la seconda procedura siano entrambe di carattere repressivo, e riguardino lo stesso (presunto) autore del reato. Sebbene l'art. 50 CFR si applichi all'Unione Europea nel suo complesso, e sebbene il principio si estenda anche a combinazioni di diritto penale e sanzioni di diritto amministrativo nel contesto *nazionale* ⁽⁶⁰⁾, non è ancora chiaro se il principio concerna anche l'ipotesi di sanzioni di diritto penale e di diritto amministrativo in un contesto *transnazionale* ⁽⁶¹⁾. Il preambolo della direttiva proposta sembra confermare quest'ultima interpretazione, prevedendo che gli Stati membri dell'UE dovrebbero garantire che l'applicazione di sanzioni penali sulla base dei reati previsti dalla direttiva e di sanzioni amministrative in conformità con il regolamento, non debba portare ad una violazione del principio del *ne bis in idem* ⁽⁶²⁾. Questa interpretazione ha senso

⁽⁶⁰⁾ Vedere Corte EDU 10.2.2009, *Zolotukhin v Russia*; Corte di Giustizia dell'UE 28.2.2013, Caso C-617/10, *Åklagaren v Hans ÅkerbergFransson*; VERVAELE, *The Application of the EU Charter of Fundamental Rights (CFR) and its Ne bis in idem Principle in the Member States of the EU*, *Review of European Administrative Law*, vol. 6, 2013-1, 113-134.

⁽⁶¹⁾ LUCHTMAN, *Transnational law enforcement in the European Union and the ne bis in idem principle*, *Realaw*, 2011; VERVAELE, *Ne Bis In Idem: Towards a Transnational Constitutional Principle in the EU?*, in GLESS and VERVAELE (eds.), *Special on transnational criminal justice*, *Utrecht Law Review*, 2013, 211-229.

⁽⁶²⁾ Preambolo, considerando 15b. La Presidenza del Consiglio ha anche scritto che il gruppo di lavoro sul diritto penale sostanziale (DROIPEN) ha indicato che «il principio del *ne bis in idem* poteva presentarsi se le autorità competenti di uno (o più) Stati membri appli-

anche alla luce degli obiettivi sopra menzionati dell'Unione Europea e alla luce del principio di leale collaborazione. Dopo tutto, la mancata cooperazione tra le autorità amministrative e penali non dovrebbe andare a discapito di quegli attori che stanno facendo esattamente quello che l'UE cerca di sollecitare, cioè utilizzare i loro diritti di libera circolazione per promuovere ulteriormente l'integrazione europea (e pertanto sollecitare le competenze delle diverse autorità nazionali).

Le potenziali conseguenze organizzative di una tale interpretazione transnazionale del principio non dovrebbero essere trascurate. Un principio del *ne bis in idem* transnazionale vero e proprio richiede strutture per evitare una ripartizione dei casi su una base arbitraria «primo arrivato, primo servito» e sul forum shopping da parte di imputati o autorità. Esso rafforzerà il rapporto tra diritto penale e diritto amministrativo e richiederà, per lo meno, la possibilità di un efficace coordinamento degli sforzi di tutte le autorità incaricate di compiti in materia di norme sull'abuso di mercato, indipendentemente dalla loro struttura istituzionale. Tali norme attualmente mancano, come abbiamo già notato. Per definizione, questo sembra essere un compito per il legislatore europeo ⁽⁶³⁾.

4.4.2. – L'applicazione della legge in un ordinamento giuridico integrato non solo comporta un sistema di cooperazione rapida ed efficace tra tutti gli organismi nazionali coinvolti, ma anche l'esistenza di un meccanismo o organismo che veglia sul sistema nel suo complesso, con particolare riguardo alle questioni operative. Non è difficile immaginare che le diverse autorità nazionali possano avere interessi diversi nello svolgimento dei loro compiti, come dimostra il caso Fortis. Questo, per esempio, porta a situazioni in cui le richieste di cooperazione non vengono eseguite perché l'autorità interpellata sta anche conducendo un'indagine, o al caso in cui non ci sia alcuna autorità nazionale competente disposta ad intraprendere un'indagine. Possiamo anche pensare a situazioni in cui le indagini sono ridotte a specifici attori o fatti, che riguardano direttamente gli interessi nazionali. In

cavano alla stessa condotta di un persona sia le sanzioni penali previste dalla loro legislazione nazionale per tale reato sia le sanzioni amministrative previste dal MAR (...). Va osservato, in questo contesto, che il principio *ne bis in idem* si applica attraverso le frontiere dell'UE [corsivo aggiunto]».

⁽⁶³⁾ Il documento del Consiglio 14598/12 del 17 ottobre 2012, pp. 4-5, rivela che è stato lasciato alle autorità nazionali per evitare una situazione in cui, in conformità con le regole del loro ordinamento giuridico, l'applicazione simultanea di diversi tipi di sanzioni viola il diritto della persona di non essere giudicato due volte per lo stesso reato in un caso concreto. Questa interpretazione è corretta solo quando il principio è limitato ai soli casi nazionali. Lo stesso documento tuttavia suggerisce che non è questo il caso, sopra nota 64.

tutte queste situazioni, la domanda è relativa a chi vigila sugli obiettivi del pacchetto normativo nel suo complesso e su come il pacchetto legislativo attuale si occupi di conflitti positivi e negativi di competenza tra le autorità nazionali.

È opportuno evidenziare che sono stati fatti sostanziali miglioramenti in questo senso con il venire alla luce dell'ESMA. Tale agenzia non ha solo poteri di coordinamento tra autorità di vigilanza nazionali, ma può anche imporre decisioni individuali vincolanti in situazioni che possono seriamente compromettere il regolare funzionamento e l'integrità dei sistemi finanziari nell'UE. Il regolamento sull'abuso di mercato, inoltre, affida all'ESMA il compito di raccogliere informazioni circa tutte le misure amministrative, sanzioni e pene pecuniarie inflitte e altri dati rilevanti (art. 33 (1)). Se gli Stati membri hanno scelto di applicare solo il diritto penale, allora anche loro hanno alcuni obblighi di informazione (art. 33 (2)). Inoltre, all'ESMA sarà dato un ruolo nella risoluzione dei conflitti che possono emergere tra le autorità amministrative competenti. All'ESMA sono dati poteri di coordinamento ai sensi del regolamento in caso di conflitti potenziali o reali di interesse tra le autorità nazionali di vigilanza (cfr. art. 25 (6) e (7)). Se le autorità competenti interessate non riescono a raggiungere un accordo, si può anche prendere una decisione che richiede loro di adottare una misura specifica o di astenersi dall'agire, al fine di risolvere la questione per garantire il rispetto del diritto dell'Unione.

Tuttavia, il divario diritto penale-amministrativo è ancora una volta motivo di preoccupazione. Il problema è, prima di tutto, che i poteri dell'ESMA di intervento diretto si applicano solo alle «autorità competenti», come definite dal regolamento. Tali autorità sono le autorità di vigilanza finanziaria, di cui all'art. 22 («autorità competenti»), create sulla base del diritto amministrativo (capitolo 4.2.2 *supra*). L'ESMA non ha poteri per quanto riguarda le autorità giudiziarie o di polizia. La seconda, correlata preoccupazione, è che non vi è alcun omologo rispetto al diritto penale che svolge compiti simili all'ESMA, e che non esiste una consultazione o coordinamento tra tale omologo e l'ESMA. L'Eurojust *potrebbe* svolgere un ruolo nel coordinamento delle indagini nazionali e nel coordinare la scelta più appropriata della giurisdizione competente, ma i casi di abuso di mercato non appartengono ancora alla sua competenza. Anche se essi sono inclusi nella recente proposta di riforma dell'Eurojust ⁽⁶⁴⁾, tale agenzia del-

⁽⁶⁴⁾ COM (2013) 535, contenente una proposta di regolamento relativo all'Agenzia dell'Unione Europea per la cooperazione nella giustizia penale (Eurojust). L'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato finanziario sono inclusi negli elenchi di cui

l'UE non sarà nella condizione di adottare decisioni vincolanti per le autorità nazionali in caso di conflitto di giurisdizione. La forza dell'Eurojust sta nella «peer pressure» che essa può far valere sugli organi giudiziari nazionali⁽⁶⁵⁾, ma, in definitiva, le autorità giudiziarie nazionali decideranno se inizieranno le indagini penali o meno.

Il quadro complessivo che emerge è, ancora una volta, che le scelte nazionali in materia di diritto amministrativo e/o penale hanno un impatto diretto sul funzionamento del sistema nel suo complesso, e che gli accorgimenti per l'attuazione delle norme attraverso il diritto penale si lasciano alle spalle quelli previsti per il diritto amministrativo in materia di abuso di mercato. Se sorgono conflitti, quindi né l'ESMA, né l'Eurojust sono competenti a risolvere i conflitti di competenza nell'interfaccia del diritto penale e amministrativo. Il risultato è non solo che non vi è ancora alcun meccanismo per evitare duplicazioni dell'onere di esercizio dell'azione penale e di sanzioni per l'individuo interessato, ma anche che vi è un potenziale spreco e uso inefficiente delle risorse.

4.4.3. – Il pacchetto normativo, il regolamento, in particolare, indica i poteri che dovrebbero essere a disposizione delle autorità amministrative competenti, eventualmente in collaborazione con altri organismi nazionali, come le autorità giudiziarie. Abbiamo già evidenziato che alcuni di questi poteri sono molto invadenti quanto alla loro capacità di interferire con i diritti e le libertà dei cittadini e delle persone giuridiche, sospettati o no. Tuttavia, il regolamento stesso quasi tace sulle garanzie che devono essere applicate al fine di prevenire interferenze arbitrarie e illegali con la posizione delle persone (fisiche o giuridiche). Tali garanzie sono rimesse alla legge nazionale, per le quali l'art. 23 del regolamento fornisce il fondamento, prevedendo che i poteri siano disponibili, ma anche che siano conformi al diritto nazionale. L'unica garanzia che si trova nel regolamento stesso è che per alcuni poteri di indagine deve esistere un ragionevole sospetto che i risultati dell'esercizio di tali poteri possano essere rilevanti per provare l'accusa o per l'indagine. La decisione se sia necessaria o meno un'autorizzazione da parte dell'autorità giudiziaria, è rimessa alla legislazione nazionale (cfr. art.

all'allegato 1, che riempie le competenze sostanziali, come definito ai sensi dell'art. 3 della proposta.

⁽⁶⁵⁾ Cfr. Herrfeld, pp. 147, 149, 155-156 in: SINN (ed.), *Jurisdiktionskonflikte bei grenz über schreiden der Kriminalität - Ein Rechtsvergleich zum Internationalen Strafrecht*, Göttingen; Osnabrück: V & R Unipress; Universitätsverlag Osnabrück, 2012; MITSILEGAS, *EU criminal law*, Oxford; Portland, Oregon: Hart, 2009, 153-154; GROENLEER, *The autonomy of European Union Agencies*, 2009, 319-320.

27 (2), comma 2). Il preambolo afferma anche che, mentre il regolamento «specifica un insieme minimo di poteri che le autorità competenti dovrebbero avere, tali poteri sono esercitati all'interno di un sistema completo di diritto nazionale che garantisce il rispetto dei diritti fondamentali, compreso il diritto alla privacy. Per l'esercizio di tali poteri, che possono corrispondere a gravi interferenze con il diritto al rispetto alla vita privata e familiare, alla casa e alle comunicazioni, gli Stati membri dovrebbero disporre di garanzie adeguate ed efficaci contro ogni abuso, *ad esempio*, se del caso, il requisito di ottenere l'autorizzazione preventiva dalle autorità giudiziarie di uno Stato membro interessato. Gli Stati membri dovrebbero prevedere la possibilità per le autorità competenti di esercitare tali poteri intrusivi nella misura necessaria per la corretta istruzione di casi gravi in cui non esistono mezzi equivalenti per raggiungere efficacemente lo stesso risultato [il corsivo è nostro]»⁽⁶⁶⁾.

Ancora una volta, l'attenzione del legislatore europeo è principalmente sull'applicazione di tali norme nel contesto nazionale. Se esistono o no garanzie adeguate e cosa tali garanzie comprendano (approvazione giudiziaria, limitazione delle finalità, esistenza di elementi di prova, ecc.) è rimesso alla legislazione nazionale. Ognuno di questi sistemi in sé può, infatti, essere pienamente compatibile con i requisiti della Convenzione europea dei diritti dell'uomo o con la Carta dei diritti fondamentali dell'UE. Eppure, questo non significa che tali garanzie funzioneranno in modo adeguato anche in caso di cooperazione transnazionale. Ad esempio, l'autorità di uno Stato membro dell'UE può avere bisogno di una preventiva autorizzazione giudiziaria al fine di ottenere alcuni dati sul traffico nel proprio ordinamento giuridico, mentre un'altra autorità può non avere bisogno di questo perché ci sono altre garanzie in atto, per esempio una rigorosa limitazione delle finalità dei dati ottenuti. Nei casi in cui tale ultima autorità richieda alla prima di raccogliere e fornire dati di traffico, quale sarà il ruolo dell'autorità giudiziaria che autorizza nello Stato richiesto? L'autorità eseguirà una verifica approfondita circa la sussistenza dei requisiti di proporzionalità e di sussidiarietà della domanda dell'autorità straniera, come avviene in casi nazionali, o riterrà – in base al principio di fiducia reciproca inter-statale – che tale verifica è già stata eseguita nello Stato richiedente, anche se non da un organo giudiziario⁽⁶⁷⁾? Sarà in grado peraltro di effettuare una simile verifi-

⁽⁶⁶⁾ Considerando 66.

⁽⁶⁷⁾ Situazioni come queste sono emerse nel diritto della concorrenza, in cui la Corte di giustizia ha sviluppato un modello per una «divisione del lavoro» tra i giudici nazionali e la Corte di giustizia europea per controllare le misure coercitive; vedere il caso C-94/00, *Rquette Frères*, Racc. [2002] I-9011. Tale modello è carente in altri settori.

ca approfondita, tenendo conto delle informazioni limitate che ha sul caso in sé, che viene condotto all'estero? E se l'autorità concede l'autorizzazione e i dati vengono di conseguenza raccolti e trasferiti, cosa accade nella situazione in cui tali dati non avrebbero potuto essere ottenuti nello stato richiedente a causa delle sue restrizioni al riguardo? Possono dette restrizioni far dimenticare le norme del regolamento secondo cui le informazioni devono essere disponibili anche per la cooperazione transnazionale? In casi come questi, dunque, vi è un reale rischio che l'autorità interpellata, supponendo che lo Stato richiedente rispetti i diritti fondamentali, non verifichi se le condizioni e le garanzie che sono in vigore nello Stato richiedente sono paragonabili ai propri standard? Il risultato è che interferenze con il diritto alla privacy sono controllate dallo Stato richiedente e dallo Stato richiesto («iperprotezione») o non lo sono affatto («sottoprotezione») ⁽⁶⁸⁾.

5. – La precedente analisi dei piani proposti per quanto riguarda l'applicazione delle norme sull'abuso di mercato rivelano che vi è una tendenza per cui il legislatore europeo non si concentra solo su un pacchetto di regole europeo unico con le norme per gli attori dei mercati finanziari, ma si occupa anche della convergenza dell'attività applicativa delle norme. Questo sviluppo va di pari passo con l'incremento di poteri legislativi europei in materia di applicazione della legge in generale, compreso il diritto penale. Al fine di realizzare un corretto funzionamento del mercato interno e uno SLSG, il pacchetto proposto delle regole sull'abuso di mercato non solo definisce le norme per gli attori dei mercati finanziari, ma introduce anche l'obbligo di far rispettare queste regole attraverso diritto amministrativo e penale (repressivo). Per conseguire questo, le strutture organizzative per la costruzione della rete e per la cooperazione, i poteri di indagine e le sanzioni sono prescritte a livello europeo.

Anche se sono stati fatti buoni progressi con queste proposte, riteniamo che esse ancora non tengano sufficientemente conto del fatto che i mercati finanziari altamente integrati hanno anche bisogno di strutture e poteri di applicazione della legge altamente integrati, a prescindere dallo statuto organizzativo delle autorità nazionali coinvolte (penale o amministrativa). Alla luce delle ambizioni dedotte dai trattati – in particolare quelle relative alla creazione di uno spazio comune di giustizia per tutti i cittadini europei – e dal principio di leale collaborazione, siamo del parere che il legislatore europeo dovrebbe mettere in atto regolamenti che non solo facilitano una

⁽⁶⁸⁾ LUCHTMAN, *European cooperation between financial supervisory authorities, tax authorities and judicial authorities*, Antwerp/Oxford: Intersentia, 2008, 162-169.

cooperazione efficace e rapida tra le autorità nazionali ed europee, indipendentemente dai loro statuti di diritto amministrativo o penale, ma dovrebbe anche accertarsi che i diritti fondamentali siano effettivamente protetti nei casi transnazionali. La nostra analisi rivela che ci sono ancora diversi difetti nel sistema proposto per l'attuazione delle norme sull'abuso di mercato. In primo luogo, abbiamo notato che le definizioni comuni delle norme sostanziali e procedurali che determinano «le regole del gioco» e, di conseguenza, la portata operativa delle autorità nazionali mostrano ancora discrepanze. Ciò significa che è legittimo immaginare il verificarsi di situazioni in cui le interpretazioni divergenti delle regole ostacolano l'obiettivo di fondo di una parità di condizioni per gli operatori economici e i garanti della legge. In secondo luogo, gli aspetti del diritto penale del regime di esecuzione europeo restano in particolare poco sviluppati, per quanto riguarda sia i poteri di indagine disponibili, sia le possibilità di cooperazione transnazionale e, in particolare, di coordinamento e supervisione. In terzo luogo, ci sono pochissime disposizioni che trattano la relazione tra le misure di diritto amministrativo e penale, anche in particolare nei casi transnazionali ⁽⁶⁹⁾. Ciò significa che non c'è un organo in definitiva responsabile per il sistema nel suo complesso. Infine, non vi è alcuna attenzione per lo sviluppo dei diritti fondamentali al di là del contesto dello stato nazionale, con l'eccezione forse del principio del *ne bis in idem*, che prevede già l'ipotesi di combinata applicazione di sanzioni repressive di diritto penale e amministrativo e si applica nell'UE nel suo complesso.

Laddove si avesse un caso in cui una Corte – probabilmente la Corte di giustizia – deliberasse che l'art. 50 CDF (*ne bis in idem*) si applica anche a questa ipotesi (combinata applicazione di sanzioni repressive di diritto penale e amministrativo), allora questo porterà probabilmente a nuovi strumenti legislativi volti a prevenire la ripartizione dei casi in base al «primo arrivato, primo servito». Abbiamo visto un simile sviluppo nel settore del diritto penale, dove sentenze decisive della Corte sull'art. 54-58 CISA – Convenzione sull'implementazione dell'accordo di Schengen – (*ne bis in idem*) ⁽⁷⁰⁾, sono state un impulso importante per una nuova Decisione Quadro 2009/948/GAI del 30 novembre 2009 sulla prevenzione e la risoluzione dei conflitti relativi all'esercizio della giurisdizione nei procedimenti penali ⁽⁷¹⁾. Sarebbe tuttavia un'opportunità mancata limitare il problema della tutela dei diritti fondamentali al solo principio del *ne bis in idem*. Alla vi-

⁽⁶⁹⁾ Per suggerimenti su questo, v. *supra* nota 65.

⁽⁷⁰⁾ Tale giurisprudenza iniziata con le cause riunite C-187/01 e C-385/01, Gözütok e Brügger, [2003] Racc. I-1345,

⁽⁷¹⁾ GUUE L 328/42.

gilia di un nuovo programma politico pluriennale per la giustizia penale (il successore del programma di Stoccolma), pensiamo che sia tempo per il legislatore europeo di affrontare l'applicazione delle regole sull'abuso di mercato come una questione che richiede non solo un approccio integrato da parte di tutti gli organismi preposti all'applicazione della legge a livello nazionale, ma anche degli organi legislativi coinvolti e non quello in cui il risultato è in gran parte determinato da barriere organizzative in seno alla Commissione e al Consiglio.

Infine, il progetto di applicazione degli interessi che hanno bisogno di protezione nel mercato interno e nello SLSG non solo ha una dimensione interna all'UE, ma anche una dimensione esterna all'UE. Dall'esempio Libor/Euribor sembra che ci sia un modello di esternalizzazione per l'attuazione di una questione del mercato unico alle autorità statunitensi. L'autorità di concorrenza CE/UE è venuta a contatto con sanzioni forti, ma in ritardo e solo relative alla distorsione del mercato. Le autorità nazionali non hanno giocato alcun ruolo o ne hanno per lo più giocato uno per un programma nazionale. Sembra non ci sia una strategia comune neanche quando si tratta di dimensione esterna dell'esecuzione dei mercati finanziari. È notevole alla luce dell'esistenza di tali strategie in materia di diritto della concorrenza, l'elaborazione di un accordo ⁽⁷²⁾ che prevede periodiche riunioni bilaterali per condividere le informazioni sulle attività di applicazione attuali e sulle priorità, per discutere di cambiamenti politici, e per trattare questioni di interesse comune relative all'applicazione delle leggi della concorrenza.

⁽⁷²⁾ Accordo tra il governo degli Stati Uniti d'America e la Commissione delle Comunità europee in merito all'applicazione delle loro regole di concorrenza – Scambio di lettere interpretative con il Governo degli Stati Uniti d'America, *GUUE* L 095, 27.4.1995, p. 47.