

**IL “RAVVEDIMENTO COMUNITARIO” DEL LEGISLATORE NAZIONALE
IN MATERIA DI REPRESSIONE DEGLI «ABUSI DI MERCATO»:
PRIME NOTE DI COMMENTO ALL’ART. 26 DELLA LEGGE
N. 238/2021 («LEGGE EUROPEA 2019-2020»)**

di Gianfranco Martiello

(Professore associato di diritto penale, Università degli Studi di Firenze)

Sommario: 1. “Tanto tuonò che piovve”: ovverosia, dell’infinita storia degli «abusi di mercato». – 2. Le novità introdotte dall’art. 26 della legge 23.12.2021, n. 238: un quadro d’insieme – 3. Il riformato raggio applicativo degli illeciti penali e punitivo-amministrativi. – 4. L’incriminazione del c.d. «insider secondario». – 5. Gli interventi sull’apparato sanzionatorio. – 6. Una considerazione finale.

1. Non c’è pace – verrebbe proprio da dire – per la disciplina penale degli «Abusi di mercato» contemplata dagli artt. 180 ss. del d. lgs. 24.2.1998, n. 98, recante il «Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria» (d’ora in avanti: TuIntFin). Del resto, che la vicenda storica di tale settore normativo fosse aggettivabile, già prima di oggi, come a dir poco “travagliata” è cosa oltremodo nota, tanto da rendere qui superfluo ripercorrerla nel dettaglio, e quindi snocciolare la teoria di interventi che il legislatore nazionale, quasi sempre sospinto dai *desiderata* comunitari, ha negli anni operato¹. Vero è, d’altronde, che per individuare l’origine della novella che in questa sede interessa non è certo necessario risalire troppo indietro nel tempo. È infatti nel duemila e quattordici che viene emanata la direttiva 2014/57/UE relativa alle «Sanzioni penali in caso di abusi di mercato» (c.d. «MAD II»: *Market Abuse Directive, Level Two*), che gli Stati avrebbero dovuto recepire entro il 3 luglio 2016 (v. art. 13 dir. cit.), nonché emesso il regolamento n. 596/2014/UE (c.d. «MAR»: *Market Abuse Regulation*), i quali lasciavano presagire l’esigenza di un profondo riassetto della disciplina penale interna in materia di «abusi di mercato»².

¹ In ogni caso, per una sintesi dei principali interventi normativi in materia, sia permesso rinviare, per tutti, a G. Martiello, *Abusi finanziari*, in *Leggi penali fondamentali d’udienza*, a cura di R. Bricchetti, F. Giunta, P. Veneziani, Milano 2021, 33 ss.

² Un riepilogo delle innovazioni più rilevanti contenute in tali atti comunitari può leggersi in C. Brusegan, *Nuove frontiere in materia di insider trading: verso una regolamentazione europea omogenea?*, in www.archiviopenale.it (20.4.2015), 209 s.; F. Mucciarelli, *La nuova disciplina eurounitaria del market abuse: tra obblighi di* [La legislazione penale](#)

Da parte propria, l'Italia si era inizialmente mostrata molto solerte nell'adempiere agli obblighi scaturenti da tali atti comunitari, tanto è vero che l'art. 11 della l. 9.7.2015, n. 114, ossia la legge comunitaria per l'anno 2014, aveva prontamente delegato il Governo sia a recepire la MAD II, sia ad adeguare l'ordinamento interno al MAR. Sennonché, con l'art. 8 della successiva l. 25.10.2017, n. 163 («Legge di delegazione europea 2016-2017»), il Parlamento tornò sui propri passi, autorizzando l'Esecutivo ad attuare il MAR – al quale, in effetti, farà seguito il d. lgs. 10.8.2018, n. 107, recante appunto «Norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato»³ – ma non più la MAD II. La ragione di un tale cambio di linea è con tutta probabilità da ricercarsi nel credito che, evidentemente, il Parlamento riconobbe all'opinione espressa dai funzionari governativi nella relazione illustrativa del d.d.l. S-1758, contenente il progetto di legge di delegazione europea per l'anno duemila e quattordici, ove testualmente si legge che l'espunzione della MAD II dal novero degli atti comunitari da attuare sarebbe stata giustificata «in quanto l'ordinamento nazionale [sarebbe stato] già conforme» alla stessa⁴. Per vero, tale frettoloso “giudizio di superfluità” non convinse del tutto una buona parte della dottrina, la quale, difatti, sin da subito evidenziò l'esistenza di svariati punti di disallineamento tra i *desiderata* comunitari e la normativa penale interna⁵, la più parte dei quali, come si avrà modo di precisare, verrà in seguito puntualmente rimproverata al legislatore nazionale in sede comunitaria. Ma una lunga tradizione storica insegna che molto spesso, purtroppo, «*nemo propheta in patria sua*», e ben altro è dovuto infatti accadere per indurre il Parlamento a tornare sui propri passi.

criminalizzazione e ne bis in idem, in *DPenCont* 2015, n. 4, 295 s.; F. Consulich, *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *SOC* 2016, 203 s.; F. Consulich, F. Mucciarelli, *Informazioni e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, *ivi* 2016, 179 s.; F. Mucciarelli, *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, *ivi* 2016, 193 s.; M. Scoletta, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina euro unitaria degli abusi di mercato*, *ivi* 2016, 218 s.; A. Laudonio, *Informazioni privilegiate: nuove istruzioni per l'(ab)uso*, in www.lalegislazionepenale.eu (15.2.2016), 1 s.; M. Miedico, *Gli abusi di mercato. La disciplina penalistica*, in *Reati in materia economica*², a cura di A. Alessandri, Torino 2017, 311 s. e 317 s.; S. Treglia, *Il market abuse e la teorizzazione programmatica della menzogna*, in *Diritto penale dell'economia*, diretto da A. Cadoppi, S. Canestrari, A. Manna, M. Papa, I, Torino 2017, 395 s.; Mucciarelli, *Riforma penalistica del market abuse: l'attesa continua*, in *DPP* 2018, 5 s.; S. Seminara, *Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino 2018, 64 s.

³ Per un quadro delle novità introdotte nella disciplina degli abusi di mercato dal decreto in questione, v. per tutti S. Preziosi, *Nuova disciplina della manipolazione di mercato e bene giuridico tutelato*, in www.archiviopenal.it 2021, n. 1, 5 s.

⁴ Per la ricostruzione storica della vicenda, v. F. Basile, *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?*, in *DPenCont* 2017, n. 5, 271 s.; Id., *Riforma del market abuse: quando la toppa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo)*, *ivi* 2017, n. 11, 228 s.; F. Mucciarelli, *Riforma penalistica*, cit., 8 s.; M. Gambardella, *Condotte economiche e responsabilità penale*², Torino 2020, 364 s.

⁵ Cfr. S. Seminara, *Il diritto*, cit., 65 s.; F. Mucciarelli, *Riforma penalistica*, cit., 9 s.; F. Consulich, *Market manipulation e legislazione cosmetica*, in *SOC* 2019, 558 s.; F. Basile, *L'insider trading riformato...ma non troppo: criticità e prospettive all'indomani del d.lg. n. 107/2018*, *ivi* 2019, 570 s.; M. Gambardella, *Condotte*, cit., 366 s., 378 e 399; F. D'Alessandro, *Market abuse*, in *Il Testa Unico finanziario*, a cura di M. Cera, G. Presti, vol. II, Bologna 2020, 2205 s.

Nuvole assai più minacciose, in effetti, hanno cominciato ad addensarsi sugli artt. 180 ss. TuIntFin nel momento in cui la Commissione europea ha inteso procedere alla verifica dell'effettivo stato di attuazione della MAD II negli ordinamenti interni dei singoli Stati, giungendo a conclusioni tutt'altro che confortanti. All'esito di una prima indagine era infatti emerso come le legislazioni interne di sei Stati, tra i quali anche l'Italia, «non [fossero] conformi alle norme dell'UE in materia di sanzioni penali in caso di abusi di mercato», in quanto, segnatamente, ritenute «non [...] sufficienti in termini di portata dei reati nel settore degli abusi di mercato e relative sanzioni», sebbene la Commissione evidenziasse come la MAD II avesse «attribui[to] alle autorità [nazionali] più ampi poteri di agire contro i soggetti responsabili della manipolazione e dell'abuso di informazioni finanziarie»⁶. In una successiva relazione, peraltro, la stessa Commissione aveva più analiticamente rilevato come le mancanze più di frequente riscontrate nelle legislazioni interne degli Stati attenessero principalmente all'ambito di applicazione della direttiva, e ciò sia sul versante «positivo» delle sedi negoziali e degli strumenti finanziari ad essa soggetti che su quello «negativo» delle operazioni ad essa sottratte, nonché al pieno riconoscimento della natura penalmente illecita di tutte le ipotesi di abuso di informazioni privilegiate che essa voleva fossero incriminate⁷. Ed è proprio su questi fronti che la novella si è difatti maggiormente concentrata.

2. Non può quindi stupire se, con la previsione dell'art. 26 della l. 23.12.2021, n. 238 («Legge europea 2019-2020»), il legislatore nazionale abbia inteso anzitutto adeguare la disciplina penale interna degli «abusi di mercato» alla suddetta MAD II, sebbene poi l'occasione si sia rivelata propizia anche per razionalizzare, almeno in certi suoi tratti, la normativa in questione e per introdurre al suo interno un qualche elemento di novità non strettamente imposto dalle suddette esigenze di adeguamento al diritto comunitario⁸.

⁶ Cfr., testualmente, Commissione europea, *Pacchetto infrazioni di luglio: decisioni principali* (25.7.2019), § 10 (*Giustizia, consumatori e parità di genere*), *Lettere di costituzioni in mora, Abusi di mercato*, che può leggersi sul sito www.ec.europa.eu.

⁷ Cfr. la «Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sull'attuazione della direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato)» del 13.3.2020, reperibile sul sito www.eur-lex.europa.eu.

⁸ Tra i primissimi commenti alla novella qui in rilievo, cfr. Aa.Vv. (Ufficio del Massimario e del Ruolo della Corte Suprema di Cassazione, Servizio penale), *La legge 23.12.2021, n. 238. Disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea. Legge europea 2019-2020*, in www.cortedicassazione.it (21.3.2022); L. Biarella, *Legge europea 2019-2020: il testo in Gazzetta Ufficiale*, in www.altalex.com (26.1.2022); E. Busuito, A. Silverio, *Cybercrime, pornografia minorile e market abuse: tutte le novità della Legge europea*, in www.opiniojuris.it (1.3.2022); A. Castorino, F. Mezzasalma, *Le principali modifiche della Legge Europea 2019-2020 alla disciplina del market abuse*, in www.dirittobancario.it (8.2.2022); P. Cecchinato, *Legge europea 2019-2020: le modifiche al T.U.F.*, in www.altalex.com, 3.2.2022; G. De Marzo, *Novità penalistiche della legge europea 2019-2020: disciplina in tema di armi, di criminalità informatica, di sfruttamento sessuale di minori e di violenza sessuale in danno di minori, di market abuse e in tema di erogazioni pubbliche*, in *FI 2022*, V, spec. 102 s.; C. Gottlieb, *L'Italia inasprisce le sanzioni penali per gli abusi di mercato e modifica la disciplina della confisca*, in www.clearygottlieb.com, 3.2.2021; A. Natalini, *Disciplina penal-sanzionatoria, punibile anche l'insider secondario*.

Prima, tuttavia, di procedere alla specifica disamina dello *ius superveniens*, sembra opportuno individuare quanto meno le direttrici fondamentali di intervento lungo le quali esso si è mosso, che sembrano riepilogabili – pur con qualche necessaria semplificazione – nelle seguenti tre:

I) in primo luogo, il legislatore ha ridefinito la rosa delle operazioni su titoli e delle sedi di negoziazione degli strumenti finanziari che, in vario modo, assumono rilievo per la delimitazione delle condotte sanzionate penalmente o in via punitivo-amministrativa. A tale riguardo, il regolatore ha proceduto a due interventi normativi di segno opposto, che tuttavia – giova segnalarlo – solo in una prospettiva meramente algebrica, e quindi insensibile alla diversa rilevanza applicativa dei fenomeni, potrebbero ritenersi a saldo zero. Da un canto, infatti, risulta significativamente arricchito il novero di quei “luoghi giuridici” nei quali le contrattazioni finanziarie possono svolgersi che risultano ora rilevanti ai fini della disciplina sanzionatoria in materia di *Market Abuses* (v. l’art. 182 TuIntFin). D’altro canto, il legislatore ha allargato, inserendovi un’ulteriore ipotesi, il perimetro della c.d. «*Safe Harbor*» finanziaria, ovvero sia l’area di quelle operazioni su titoli che, perseguendo interessi ritenuti prevalenti rispetto a quello del regolare andamento dei corsi di mercato, vengono *ope legis* sottratte all’intervento punitivo, sia esso penale che punitivo-amministrativo (v. l’art. 183, comma 1, lett. b-*bis*, TuIntFin);

II) una seconda direttrice sulla quale il legislatore si è mosso è stata quella della implementazione dell’alveo delle condotte penalmente rilevanti. Il riferimento è qui, segnatamente, alla parziale ridefinizione dei contorni autoriali del reato di c.d. «*Insider trading*», che vede ora attrarre a sé anche l’illecito utilizzo o comunicazione di informazioni privilegiate ad opera del c.d. «*insider secondario*», in precedenza esposto alla sola sanzione amministrativa dell’art. 187-*bis* TuIntFin (v. l’art. 184, comma 3, TuIntFin);

III) in terzo ed ultimo luogo, il legislatore sembra avere agito sul versante della reazione sanzionatoria innescata dalla commissione dei fatti criminosi di cui agli artt. 184 e 185 TuIntFin, sebbene, ancora una volta, seguendo una traiettoria non rettilinea. Da un lato, è difatti riscontrabile un certo irrobustimento della predetta risposta sanzionatoria, che il novello legislatore ha ottenuto semplicemente abolendo il trattamento più benevolo che in precedenza era stato riconosciuto ad alcune ipotesi applicative delle fattispecie di cui agli artt. 184 e 185 TuIntFin, che in tali casi perdevano però la natura delittuosa per assumere quella contravvenzionale (v. il riformulato comma 5 dell’art. 184 e l’avvenuta abrogazione del comma 2-*bis* dell’art. 185 TuIntFin). Dall’altro lato, il legislatore ha provveduto a ridimensionare il raggio di prensione della

Gli abusi di mercato, in *GD* 2022, n. 7, 41 s.; L. Macrì, *La disciplina degli abusi di mercato: modifiche apportate dalla Legge Europea*, in www.ntplusdiritto.ilsole24ore.com, 11.2.2022; G. Negri, *Sanzionato anche l’insider secondario. Confisca solo del profitto del reato*, *ivi*, 17.1.2022; E. Pergolari, *In G.U. la nuova legge annuale europea*, in www.edotto.com, 18.1.2022.

confisca penale prevista dall'art. 187 TuIntFin, che ora può abbattersi esclusivamente sul «profitto» del reato, e non più anche, come avveniva in passato, sul suo «prodotto» e sui «beni utilizzati per commetterlo».

Nei limiti imposti da un primo commento, si tratta adesso di esaminare in modo più analitico il contenuto delle innovazioni appena ora abbozzate.

3. Il primo passo compiuto dal legislatore è stato dunque quello di espandere il novero degli strumenti finanziari potenzialmente soggetti a pratiche punibili di *Market abuse*, e di razionalizzare, almeno in parte, il sistema di delimitazione applicativa degli illeciti ad esse riferibili. Per apprezzare quest'ultimo aspetto dello *ius superveniens*, tuttavia, occorre sinteticamente ricordare che l'abrogato art. 182 TuIntFin perimetrava l'«Ambito di applicazione» di questi ultimi dettando una “regola generale” e due disposizioni più specifiche. La prima (v. previgente comma 1), applicabile indistintamente a tutti i reati e gli illeciti amministrativi contemplati dal Titolo I-bis TuIntFin (dedicato agli «Abusi di mercato»), era tesa a dilatare i casi nei quali la legge italiana sarebbe stata eccezionalmente applicabile a fatti commessi all'estero, e ciò in ragione della nazionalità italiana del mercato in cui gli strumenti finanziari oggetto della condotta illecita fossero stati quotati od in procinto di essere quotati. Le seconde (v. previgenti commi 2 e 2-bis) si riferivano, invece, ai soli illeciti – tanto penali quanto punitivo-amministrativi – di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato (artt. 184, 185, 187-bis e 187-ter TuIntFin), intanto specificando quali fossero i mercati finanziari rilevanti in ragione della loro nazionalità (quella italiana o di un altro stato dell'UE), e poi ampliando il raggio applicativo di tali fattispecie anche ai titoli quotati su una «piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato», sebbene i prodotti oggetto d'asta non fossero stati considerabili «strumenti finanziari» in senso normativo. Da parte propria, l'art. 185 (v. abrogato comma 2-ter), estendeva il proprio campo applicativo ad una serie di «contratti», titoli o contratti «derivati» ed «indici di riferimento» borsistici espressamente previsti.

Il nuovo art. 182 ha ridisegnato il suddetto «Ambito di applicazione» degli illeciti previsti dal Titolo I-bis TuIntFin, in parte confermando le regole precedenti, in parte razionalizzandone la collocazione sistematica, in parte ampliandone il raggio di prescrizione. In particolare:

1) anzitutto, la disposizione *de qua* conferma la “regola generale” della extraterritorialità della legge italiana per i casi nei quali i fatti illeciti, sebbene commessi all'estero, abbiano ad oggetto strumenti finanziari «ammessi o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o in un sistema multilaterale di negoziazione italiano o [...]

strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione italiano». Il comma 4 dell'art. 182 TuIntFin, difatti, riproduce quasi alla lettera il previgente comma 1 del medesimo articolo, allontanandosene soltanto per due diverse scelte linguistiche, che, mirate probabilmente ad improntare il nuovo testo di legge ad un maggiore rigore terminologico, non sembrano tuttavia averne alterato il sostanziale contenuto normativo. Se, difatti, in precedenza il legislatore aveva parlato di reati ed illeciti «puniti» dalla legge italiana sebbene «commessi all'estero», adesso il regolatore si riferisce a reati ed illeciti «sanzionati» dalla legge italiana pur se commessi «in territorio estero».

In effetti, la prima variante terminologica sembra intesa a riaffermare il rapporto *genus ad speciem* che intercorrerebbe tra l'atto del «sanzionare», quale conseguenza dell'avvenuto compimento di un illecito di qualsivoglia natura giuridica, e quello del «punire», che propriamente stigmatizza, almeno nel lessico più tradizionale, lo specifico illecito penale, e ciò in considerazione del fatto che il predetto comma 4 dell'art. 182 TuIntFin si riferisce indistintamente sia agli «illeciti» (*id est*: illeciti amministrativi) che ai «reati» contemplati dal Titolo I-bis TuIntFin. Vero è che il binomio «punizione-reato» risulta ancora vivo sia nel linguaggio normativo (si veda, a tacer d'altro, gli artt. 1 Cp e 25, comma 2, Cost.) che in quello scientifico⁹; ma altrettanto vero è che, non di rado, pure l'intervento della sanzione amministrativa viene inteso come un «punire» comportamenti devianti. E riprova ne è, ad esempio, il tenore dell'art. 9, comma 2, della l. n. 689/1991, secondo cui «quando uno stesso fatto è *punito* da una disposizione penale e da una disposizione regionale o delle province autonome di Trento e di Bolzano che preveda una sanzione amministrativa, si applica in ogni caso la disposizione penale», ovvero quello degli artt. 187-bis e 187-ter dello stesso TuIntFin, così come l'uso, invalso anche nel linguaggio scientifico, di definire l'illecito amministrativo – specie se sanzionato in forma pecuniaria – come «illecito punitivo amministrativo»¹⁰, e la relativa branca di appartenenza come «diritto penale amministrativo»¹¹. Ma, al di là della questione terminologica, è poi la specifica disciplina applicabile a ciò che il legislatore qualifica come «pena», anche se meramente pecuniaria, ed a ciò che egli definisce come «sanzione amministrativa del pagamento di una somma di danaro» a contare veramente.

Probabilmente, l'esigenza di una maggiore precisione del linguaggio normativo sembra avere alimentato anche la seconda delle segnalate modifiche terminologiche

⁹ Sul concetto di «sanzione giuridica» e sulla specificità di quella penale, intesa a «punire» un'offesa, v. ad esempio F. Antolisei, *L'offesa e il danno nel reato*, Bergamo, 1930, 157 s., N. Bobbio, *Sanzione*, in *Nov.mo dig. it.*, vol. XVI, Torino, 1969, 532-533, 534 s., e nella manualistica, per tutti, v. di recente F. Palazzo, *Corso di diritto penale*⁸, Torino 2021, 15 s.

¹⁰ V. ad esempio, tra i tanti, S. Cardin, *L'illecito punitivo amministrativo: principi sostanziali, procedurali e processuali*, Padova 2012, *passim*.

¹¹ V. per tutti, e di recente, A. Pagliaro, *Principi di diritto penale, Parte generale*⁹, Milano 2020, 25 s.

presenti nel comma 4 del nuovo art. 182 TuIntFin, ove adesso si parla di illeciti e reati commessi «in territorio estero» e non più, come in precedenza, «all'estero». Anche tale seconda variazione linguistica non sembra tuttavia foriera di implicazioni pratico-applicative, se è vero che gli artt. 7, 8, 9 e 10 del codice, che notoriamente definiscono l'area di "prensione spaziale" della legge penale italiana, parlano tutti, in rubrica, di reati perpetrati «all'estero», meglio specificando poi, al proprio interno, di alludere ai fatti commessi «in territorio estero». Semmai, considerate le peculiarità dei mercati telematici nei quali i titoli – ormai quasi del tutto dematerializzati – vengono di norma scambiati, il problema rimane quello di stabilire con ragionevole esattezza il *locus commissi delicti*, e ciò, chiaramente, non tanto ai fini della sottoposizione del fatto alla legge italiana, assicurata appunto dal citato art. 182 TuIntFin, quanto per la individuazione del giudice territorialmente competente¹², vista la diversità dei criteri che gli artt. 8 e 9 Cpp, da un lato, e l'art. 10 Cpp, dall'altro, recano all'uopo, e ciò a seconda che il reato possa dirsi consumato in Italia o all'estero;

II) il nuovo comma 1, lett. a) dell'art. 182 TuIntFin conferma l'applicabilità delle fattispecie di cui agli artt. 184, 185, 187-bis e 187-ter (in pratica: reati ed illeciti punitivo-amministrativi di "Insider trading" e «Manipolazione del mercato») a fatti che abbiano ad oggetto «strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri Paesi dell'Unione europea», così pedissequamente riproducendo il contenuto del previgente comma 2 della stessa disposizione. Nella sua ulteriore lettera e), il predetto comma 1 del vigente art. 182 TuIntFin parimenti conferma l'applicabilità delle sopra richiamate fattispecie anche alle «condotte od operazioni, comprese le offerte, relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni o di altri prodotti oggetto d'asta correlati, anche quando i prodotti oggetto d'asta non sono strumenti finanziari, ai sensi del regolamento (UE) n. 1031/2010 della Commissione, del 12 novembre 2010»¹³, con ciò ribadendo il disposto dell'abrogato comma 2-bis del predetto art. 182 TuIntFin. Sino a qui, perciò, *nihil sub sole novum*;

III) Il nuovo comma 2 dell'art. 182 TuIntFin, inoltre, estende l'applicabilità sia del reato di «Manipolazione del mercato» ex art. 185 che del correlato illecito punitivo-amministrativo dell'art. 187-ter TuIntFin a precise specie di «contratti pronti su merci», di titoli o contratti «derivati» e di «indici di riferimento» borsistici (cc.dd. «*benchmarks*»). Orbene, rispetto alla fattispecie criminosa appena richiamata una tale precisazione non rappresenta certo – e già *ictu oculi* – una novità, se è vero che essa era già stata contemplata dalla previgente normativa, sebbene in quel contesto il

¹² Sulla questione, cfr. esaurientemente F. Mucciarelli, *Artt. 184-185*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, vol. III, Torino 2012, 2370 ss. e 2416 ss.

¹³ La stessa precisazione è peraltro letteralmente ripetuta nel nuovo comma 5 dell'art. 184 TuIntFin.

legislatore avesse preferito inserirla all'interno dello stesso art. 185 TuIntFin, ed in particolare nel comma 2-ter, coerentemente oggi abrogato. Meno linearmente intelligibile appare, invece, il contenuto precettivo dell'art. 187-ter TuIntFin, posto che ad oggi quest'ultimo si presenta essenzialmente come una mera clausola sanzionatoria, in forza della quale il legislatore ha sottoposto alla sanzione amministrativa pecuniaria ivi specificata «*chiunque viola il divieto di manipolazione del mercato di cui all'art. 15 del regolamento (UE) n. 596/2014*»; a sua volta, quest'ultima disposizione regolamentare si limita ad affermare in modo tanto perentorio quanto succinto che «Non è consentito effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato». Per comprendere, allora, se rispetto a tale previsione punitiva il disposto del predetto comma 2 dell'art. 182 TuIntFin rappresenti una mera conferma ovvero una estensione dell'area di tipicità punitivo-amministrativa, non resta che ricorrere agli artt. 12 e 2, par. 2, del medesimo regolamento n. 596/2014: il primo, infatti, descrive le condotte di manipolazione del mercato da intendersi tali «Ai fini del presente regolamento», mentre il secondo include espressamente nell'oggetto di esse, per l'appunto, i medesimi «contratti pronti su merci», titoli o contratti «derivati» ed «indici di riferimento» del mercato finanziario all'inizio richiamati.

In definitiva, l'impressione è che, nel predisporre il nuovo comma 2 dell'art. 182 TuIntFin, il legislatore abbia inteso semplicemente “razionalizzare” il sistema normativo di perimetrazione operativa degli illeciti in questione, riunendo nell'art. 182 TuIntFin – non a caso intitolato «Ambito di applicazione» – regole in passato *aliunde* disperse;

IV) le prime e più significative novità cominciano a riscontrarsi nelle lettere *b*, *c* e *d* del nuovo comma 1 dell'art. 182 TuIntFin. Queste previsioni, difatti, estendono in modo innovativo rispetto al previgente art. 182, che nulla al riguardo disponeva, le già richiamate disposizioni punitive degli artt. 184, 185, 187-bis e 187-ter anche a condotte illecite che abbiano avuto ad oggetto strumenti finanziari già ammessi, o per i quali è stata chiesta l'ammissione, sia in un «sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro Paese dell'Unione europea» (c.d. «*Multilateral Trading Facility*»: MTF), sia in un «sistema organizzato di negoziazione» (c.d. «*Organized Trading Facility*»: OTF): “luoghi” di *trading* finanziario, questi, del resto largamente diffusi nella pratica finanziaria e non certo sin qui sfuggiti sia al novero delle definizioni normative (v., ad esempio, quelle degli artt. 1, comma 5-octies, lett. *a* e *b*, e 180, comma 1, lett. *a*, nn. 2 e 2-bis TuIntFin) che alla disciplina del TuIntFin (v. gli artt. 65-bis ss.)¹⁴, che ben conosceva, peraltro, anche i titoli ora espressamente contemplati dalla lett. *d*,

¹⁴ In merito, v. per tutti S. Seminara, *Il diritto*, cit., 4. Più ampiamente, nella dottrina di settore, cfr. V. Troiano, *Sistemi di negoziazione. Mercati regolamentati*, nonché M. Cian, *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, entrambi in *Il testo unico finanziario*, vol. II, cit., 1007 s. e 1126 s.

ovverosia quelli «non previsti dalle lettere a, b e c, il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario menzionato nelle stesse lettere ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, ma non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti differenziali» (v. art. 180, comma 1, lett. a, n. 2-ter);

V) una ulteriore estensione dell'area applicativa stavolta non dei soli illeciti di cui agli artt. 184, 185, 187-bis e 187-ter TuIntFin, bensì dell'intero novero delle «disposizioni del presente titolo», è infine contenuta nel nuovo comma 3 dell'art. 182 TuIntFin. Quest'ultimo, infatti, prevede che tutte le previsioni punitive contenute nel Titolo I-bis del d. lgs. n. 98/1998, notoriamente finalizzato a reprimere gli «Abusi di mercato», possano applicarsi a qualsiasi «operazione, ordine o altra condotta» avente ad oggetto gli strumenti finanziari contemplati dai precedenti commi 1 e 2 dello stesso art. 182 TuIntFin, ma ciò – si badi – «indipendentemente» dalla circostanza che il fatto «avvenga in una sede di negoziazione». Il riferimento è, in sostanza, alle negoziazioni che si svolgono «Over The Counter» (OTC, cioè: direttamente «sul bancone»), ovvero al di fuori dei mercati «ufficiali», dove risulta comunque possibile, in altre parole, negoziare con procedure non standardizzate titoli a loro volta non quotati in questi ultimi¹⁵.

Di segno opposto rispetto ai precedenti appare invece l'intervento normativo che ha dilatato il perimetro della c.d. «Safe Harbour» finanziaria dell'art. 183 TuIntFin, ovvero l'ambito di quelle operazioni su titoli che, pur potendo costituire pratiche di *Market abuse*, vengono ritenute lecite, in quanto finalizzate al perseguimento di obiettivi o di natura latamente politica, espressamente identificati dalla norma, ovvero di stabilizzazione del mercato finanziario o di certi titoli: interessi, questi, che il legislatore ha ritenuto prevalenti rispetto a quelli sottesi alla repressione¹⁶. In particolare, la nuova lett. b-bis) del citato art. 183 TuIntFin, che parrebbe rimediare ad una «dimenticanza» del precedente legislatore nazionale rispetto ai *desiderata* comunitari¹⁷, si riferisce testualmente alle «negoziazioni di valori mobiliari o strumenti collegati di cui all'art. 3, par. 2, lett. a e b, del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, per la stabilizzazione di valori mobiliari, quando tali negoziazioni sono effettuate conformemente all'art. 5, parr. 4 e

¹⁵ Secondo la nozione che ne offre il «glossario» pubblicato da Borsa Italiana, il mercato OTC «è un luogo, fisico o virtuale, in cui gli operatori si incontrano al fine di collocare, scambiare o rimborsare valori mobiliari. L'assenza di regolamentazione riguarda il fatto che il funzionamento di tale mercato, i titoli e gli operatori ammessi non sono assoggettati alla disciplina specifica e alla autorizzazione delle Autorità di Vigilanza in materia di Mercati Regolamentati e non sono iscritti nell'apposito albo. Le modalità di contrattazione non sono standardizzate ed è possibile stipulare contratti «atipici». In generale i titoli trattati in un mercato OTC sono meno liquidi rispetto a quelli trattati sui mercati ufficiali. In Italia i mercati OTC assumono la configurazione di Sistemi di Scambi Organizzati (SSO)»: cfr. www.borsaitaliana.it/borsa/glossario.

¹⁶ Sul contenuto di tale clausola e sulla sua qualificazione in termini di causa di giustificazione ove rilevante in sede penale, v. F. Mucciarelli, *Artt. 184-185*, cit., 2375 s. e M. Gambardella, *Condotte*, cit., 373 s.

¹⁷ In questo senso, ad esempio, v. F. D'Alessandro, *Market abuse*, cit., 2177 s. ed E. Amati, *Gli abusi di mercato*, in N. Mazzacava, E. Amati, *Diritto penale dell'economia*⁵, Milano 2020, 370 s.

5, del medesimo regolamento». Al solito, il ricorso alla «tecnica del rinvio» rende non certo agevole a tutta prima comprendere l'esatto contenuto del precetto normativo, che nondimeno può qui riassuntivamente intendersi – con qualche ovvia semplificazione – come riferito alla negoziazione di valori mobiliari propriamente detti (azioni, obbligazioni, titoli di credito, ecc.) o di più generici strumenti finanziari, che un emittente può intraprendere anzitutto nel rispetto di specifici oneri di comunicazione all'Autorità di vigilanza e di limiti quantitativo-temporali, ma, specialmente, all'esclusivo fine di «stabilizzare» il corso dei titoli negoziati, ovverosia allo scopo di contenere le eccessive fluttuazioni di prezzo degli stessi sul mercato finanziario, come tipicamente può avvenire, ad esempio, dopo la chiusura di un'offerta di vendita o la sottoscrizione degli stessi.

4. Non v'è dubbio come, tra le novità introdotte dalla novella qui in commento, quelle relative alla fattispecie di cui all'art. 184 TuIntFin appaiano come le più significative, non fosse altro per la rappresentatività dell'intero settore normativo e la rilevanza applicativa che tale figura criminosa vanta rispetto a tutte le altre previsioni di reato presenti nel d. lgs. n. 98/1998.

È già la riformulata rubrica dell'art. 184 TuIntFin a suscitare nell'interprete il sentore che il contenuto della fattispecie incriminatrice lì descritta è stato mutato, e segnatamente implementato. Ed invero, mentre in precedenza quest'ultima era laconicamente intitolata «Abuso di informazioni privilegiate», adesso essa risulta più comprensivamente denominata come «Abuso o comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate», il che parrebbe a tutta prima accreditare l'impressione di una avvenuta dilatazione del perimetro di tipicità della fattispecie. Tuttavia, una più analitica esplorazione del precetto normativo dimostra come, in realtà, non tutto ciò che adesso affiora nella rubrica legislativa rifletta un correlato *novum* contenutistico.

In effetti, l'invarianza dei primi due commi dell'art. 184 TuIntFin rispetto al passato dimostra come il nucleo "storico" della fattispecie sia rimasto del tutto immutato, continuando esso a consistere nel fatto di chiunque, essendo venuto in possesso di informazioni definibili come «privilegiate» ex art. 180, comma 1, lett. b-ter in ragione o della posizione rivestita all'interno di un emittente strumenti finanziari (c.d. «*corporate insider*»), o dell'attività lavorativa, della professione, dell'ufficio o della funzione, anche pubblica, svolte (c.d. «*temporary insider*»), ovvero della preparazione od esecuzione di specifici reati (c.d. «*criminal insider*»), proceda a: compiere operazioni su titoli sfruttando le informazioni acquisite (c.d. «*trading*»); comunicare ad altri tali informazioni al di là del «normale esercizio» del proprio lavoro, funzione,

ufficio od attività (c.d. «*tipping*»); indurre altri o raccomandare loro di compiere le suddette operazioni su titoli (c.d. «*tuyautage*»)¹⁸. Sin qui, perciò, nulla parrebbe essere stato innovato, se non – come forse può ora meglio comprendersi – l’aver reso la rubrica legislativa maggiormente evocativa anzitutto del contenuto delle condotte tradizionalmente assoggettate a pena, sebbene debba rimanere chiaro come la nota di disvalore più tipica della fattispecie si concentri non tanto su queste ultime, bensì sull’«abuso» funzionale o di posizione compiuto in precedenza dal reo, a seguito del quale egli ha potuto collocarsi in una anticoncorrenziale posizione di “supremazia informativa”¹⁹.

La vera novità, tuttavia, si situa nel comma 3 del predetto art. 184 TuIntFin, che adesso sottopone a pena anche colui che, «*Fuori dei casi di concorso nei reati di cui ai commi 1 e 2 [...], essendo in possesso di informazioni privilegiate per ragioni diverse da quelle indicate ai commi 1 e 2 e conoscendo il carattere privilegiato di tali informazioni, commette taluno dei fatti di cui al comma 1*». Con tale previsione, parrebbe quindi tornare ad assumere precipua rilevanza penale, dopo un lungo sonno, la figura del c.d. «*insider secondario*» (o *tippee*), il cui trattamento sanzionatorio ha conosciuto nel nostro ordinamento un’altalenante vicenda, originata, evidentemente, da un susseguirsi di valutazioni politico-criminali di segno contrastante. Ed invero, l’art. 2 della l. n. 157/1991, che per prima tipizzò agli effetti penali la figura del c.d. «*Insider trading*», come allora comunemente la si denominava, al comma 4 estese – equiparandone il trattamento sanzionatorio²⁰ – i divieti di *trading*, *tipping* e *tuyautage* anche «*a tutti coloro che [avessero] direttamente o indirettamente ottenuto informazioni, consapevoli del carattere riservato delle stesse, da soggetti che dette informazioni [avessero posseduto] in ragione dell’esercizio della loro funzione, professione o ufficio*». Da parte propria, nella sua primigenia formulazione, pur confermando una tale opzione punitiva di fondo, il d. lgs. n. 98/1998 ridusse al solo *trading* il perimetro delle condotte penalmente rilevanti per gli *insiders* primari le quali, a loro volta, avrebbero assunto rilievo per definire gli *insiders* secondari, posto che ai sensi dell’originario art. 180, comma 2, TuIntFin erano ritenuti tali – e puniti come i primi²¹ – soltanto coloro che, «*avendo ottenuto, direttamente o indirettamente,*

¹⁸ Per una precipua disamina delle condotte punite di *insider trading*, sia sufficiente il rinvio, per tutti, alla monografia di E. Amati, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino 2012, 131 s., e per gli indispensabili aggiornamenti, dello stesso autore, *Gli abusi*, cit., 361 s.

¹⁹ Sul punto, e volendo, sia permesso rinviare a G. Martiello, *Diritto penale dell’intermediazione finanziaria*, Pisa 2017, 187, ed ivi ulteriori riferimenti bibliografici.

²⁰ Il comma 5 del già menzionato art. 2, infatti, puniva la trasgressione indifferentemente di tutti i divieti di *insider trading* «*con la reclusione fino ad un anno e con la multa da lire dieci milioni a lire trecento milioni, con facoltà per il giudice di aumentare la multa fino al triplo quando, per la rilevante gravità del fatto, essa può ritenersi inadeguata anche se applicata nel massimo*».

²¹ La pena prevista per tutti gli *insiders* era infatti, ai sensi dei commi 1 e 2 del predetto art. 180 TuIntFin, «*la reclusione fino a due anni e [...] la multa da venti a seicento milioni di lire*», salva la possibilità per il giudice (comma 4) di «*aumentare la multa fino al triplo quando, per la rilevante offensività del fatto, le qualità personali*

informazioni privilegiate dai soggetti indicati nel comma 1 [id est: gli insiders primari], compi[ssero] taluno dei fatti descritti nella lett. a del medesimo comma [id est: acquisto, vendita o compimento di altre operazioni su strumenti finanziari avvalendosi di informazioni a carattere privilegiato]». Oltremodo noto è, infine, come la l. n. 62/2005, da un canto, avesse ripristinato l'equivalenza tra le condotte rilevanti per gli *insiders* primari e quelle degli *insiders* secondari, ma, dall'altro, avesse valutato queste ultime come portatrici di un minore disvalore, ritenendo sufficiente reprimerle con la sanzione amministrativa pecuniaria dell'art. 187-bis, comma 4, TuIntFin²²: opzione punitiva, questa, confermata, sebbene in modo indiretto, anche dal più recente d. lgs. n. 107/2018, che ha sbrigativamente schiacciato i contenuti del riformulato art. 187-bis su quelli dell'art. 14 MAR²³.

Non v'è dubbio di come l'oscillante rilievo, ora penale ed ora punitivo-amministrativo, riconosciuto alla figura dell'*insider* secondario, in uno con l'instabilità della sua fisionomia normativa, rifletta il diverso apprezzamento che, di volta in volta, è stato fatto della sua "pericolosità" per il mercato finanziario. A tale riguardo, e non potendo qui riproporre l'articolato dibattito che una tale questione valutativa ha da tempo suscitato in dottrina, basterà ricordare come, esemplificando, chi sosteneva l'opzione punitiva più rigorosa giustificasse la stessa nella prospettiva di maggiore ed oggettiva tutela del bene giuridico, individuato nel "corretto funzionamento" del mercato finanziario, rispetto al quale – si osservava – le diverse qualifiche rivestite dai soggetti agenti non avrebbero assunto soverchia importanza, che invece sarebbe stata da riconoscere alla conoscenza comunque ottenuta dell'informazione privilegiata ed al suo conseguente sfruttamento; la contraria opzione sanzionatoria, d'altro canto, faceva leva sul minore disvalore soggettivo del fatto commesso dall'*insider* secondario, considerato che quest'ultimo perviene all'acquisizione dell'informazione privilegiata non già approfittando di una situazione di vantaggio informativo che si lega fisiologicamente alla propria posizione, della quale perciò egli "abusa", bensì, e più semplicemente, raccogliendo la notizia da chi siffatta posizione ricopre, o comunque carpendola in altro modo²⁴.

Se quello ora appena solo abbozzato è il quadro storico interno di riferimento,

del colpevole o l'entità del profitto che è derivato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo».

²² Basti il riferimento ad E. Amati, *Abusi*, cit., 70, 124 e 166.

²³ Sulla perdurante rilevanza punitivo-amministrativa dell'*insider* secondario dopo la riforma del 2018, v. tra gli altri C. Longari, *I reati finanziari*, in *Diritto penale dell'economia*³, a cura di R. Rampioni, Torino 2019, 223; M. Masucci, *Gli abusi di mercato. L'attuazione nel sistema penale italiano del regolamento e della seconda direttiva dell'Unione Europea sul market abuse*, in *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*³, a cura di A. Fiorella, Torino 2019, 330; F. D'Alessandro, *Market abuse*, cit., 2209; M. Gambardella, *Condotte*, cit., 397 s.

²⁴ Sui più completi termini del dibattito, v., anche nella prospettiva storica e con prese di posizione, F. Sgubbi, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in F. Sgubbi, D. Fondaroli, A.F. Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*², Padova 2013, 39 s.; A.F. Tripodi, *L'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate*, ivi, 117 s.; G. Gasparri, *Art. 187-bis*, in *Il testo unico della finanza*, vol. III, cit., 2444 s.

difficile non riportare l'impressione che, pur negli angusti spazi lasciati liberi dagli "ingombranti" *desiderata* comunitari, il legislatore nazionale abbia orientato il proprio intervento repressivo in materia ad un significativo – e forse non sempre pienamente giustificato – rigore. In effetti, è vero che per i «casi gravi», e allorché i fatti fossero stati «commessi con dolo» (artt. 3, par. 1, e 4, par. 1), la MAD II richiedeva agli Stati di prevedere la «reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro» (art. 7, par. 2), ovvero «non inferiore ad anni due» in caso di mera comunicazione illecita (art. 7, par. 3) a carico pure di chi avesse «*ottenuto informazioni privilegiate anche in ragione di circostanze diverse da quelle indicate al primo comma [id est: l'essere un insider primario] e [fosse stato] a conoscenza del carattere privilegiato di tali informazioni*» (art. 3, par. 3), sempre che, utilizzando tali informazioni egli avesse poi commesso le condotte tipiche di *insider trading* (artt. 3, par. 1 e 4, par. 3); tuttavia, non può sfuggire che:

a) anche se impiegata dalla stessa direttiva europea, la tecnica di tipizzazione "in negativo" di un elemento costitutivo del reato, come è qui l'indicazione normativa della fonte di conoscenza dell'informazione privilegiata (*id est*: le «ragioni diverse» dall'essere un *insider* primario, alle quali si riferisce l'art. 184, comma 3, TuIntFin), oltre che non rassicurare sul rispetto del canone di determinatezza, porta a dilatare – e non di poco – la previsione incriminatrice, anche perché le susseguenti condotte punibili dell'*insider* secondario sono le stesse di quello primario, nessuna esclusa. Non appare infatti peregrino sostenere che, così come tratteggiata dall'odierno legislatore, la fattispecie in rilievo si presti a criminalizzare non soltanto i cc.dd. «*tippees*», ossia i destinatari di una "soffiata" («*tip*») proveniente dall'*insider* primario, ma pure il *quisque de populo* che occasionalmente, e anche per circostanze del tutto casuali o fortuite, acceda all'informazione. Certo, si può continuare a parlare – specie se ciò rassicura, anche inconsciamente, sulla necessità dello stigma penale – di «*insiders occasionali*»²⁵, ma non sembra in errore chi ha sottolineato come tale espressione debba considerarsi per lo meno «impropria», poiché essa chiama «*insider*» chi, a rigore, ben può essere in realtà un «*outsider*»²⁶. Orbene, che la condotta di chi, anche per tale indiretta via, abbia appreso l'informazione privilegiata possa parimenti alterare il mercato è ben possibile, e quindi, che essa debba essere sanzionata può anche apparire ragionevole; ma del fatto che tale ipotesi possa annoverarsi tra i «casi gravi» ai quali allude la MAD II, specie se si considera tanto il profilo oggettivo che quello soggettivo, sia consentito dubitare, come del resto non ha mancato di fare la stessa Consob, audita – ma evidentemente inascoltata – dal Senato nelle more della l.

²⁵ Così, ad esempio, M. Gambardella, *Condotte*, cit., 397.

²⁶ Cfr. V. Napoleoni, *L'insider trading*, in *La disciplina penale dell'economia*, a cura di C. Santoriello, vol. I, Torino 2008, 697.

n. 238/2021²⁷;

b) certo, alla delimitazione applicativa della figura criminosa, e specie della sua capacità di risalire la catena potenzialmente infinita di *insiders* secondari, sembrerebbe provvedere, da altro versante, la pretesa normativa di «conoscenza», da parte del soggetto attivo, della natura privilegiata dell'informazione. A ben vedere, però, sebbene tale consapevolezza costituisca elemento espresso della fattispecie, che dovrebbe quindi connotarne – e perciò restringerne – l'alveo di tipicità, l'impressione è che, anzitutto, ci si trovi di fronte ad una precisazione normativa che tutto sommato niente aggiunge a quanto già richiedono le regole generali in materia di oggetto del dolo. Ed invero, se, come in effetti è, il fatto tipico prevede che il reo sia «in possesso di una informazione privilegiata», ne dovrebbe conseguire la necessità che detta circostanza trovi quanto meno rappresentazione sul suo schermo mentale, e quindi che il soggetto agente appunto «conosca» la natura privilegiata dell'informazione. Ciò precisato, concreto è inoltre il rischio che, nel pratico svolgersi dell'accertamento probatorio, una siffatta componente dell'elemento soggettivo venga di fatto obliterata dal giudice, perché implicitamente ritenuta *in re ipsa* sussistente nel successivo, avvenuto compimento della condotta tipica, specie ove quest'ultima dovesse consistere nel *trading* finanziario. Chi frequenta le aule di giustizia ben sa, infatti, come non di rado l'elemento soggettivo – finanche quando richiesto dal legislatore in forme qualificate – si riveli argine sin troppo agevole scavalcabile dal giudice, o comunque di molta più facile elusione rispetto a quanto già non lo sia, purtroppo, un limite perimetrale della condotta, del novero dei soggetti attivi o dell'evento;

c) come ben si comprende, individuare criteri tendenzialmente certi, oggettivi e plausibili ai quali parametrare l'opera di dosimetria sanzionatoria risulta sempre arduo. Instaurare un rapporto di proporzione razionalmente convincente tra l'entità quantitativa e qualitativa della pena edittale ed il disvalore oggettivo e soggettivo espresso dalla figura criminosa fa parte di quella complessa "arte" di natura quasi alchemica che, non a caso, una lunga tradizione ha ritenuto geloso appannaggio dell'organo legislativo, democraticamente eletto e politicamente responsabile, sebbene la recente giurisprudenza della Corte costituzionale si sia spinta a sindacare non solo la ragionevolezza «comparativa» di tale rapporto ma anche quella «assoluta»²⁸. Ciò per dire che qualsiasi discorso intorno alla congruità relativa –

²⁷ Cfr. la Audizione presso la 14^a Commissione del Senato della Repubblica della dott.ssa Adriana Rossetti, nell'ambito dell'esame, in sede referente, del disegno di legge A.S. n. 2169 recante «Disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea - Legge europea 2019-2020» del 18.5.2021, reperibile sul sito www.consob.it, ove infatti si rileva (v. 5 s.) che la punibilità dell'*insider* secondario «può essere considerata eccessiva», laddove precipuamente si consideri, tra l'altro, che «la MAD II richiede agli Stati membri di introdurre sanzioni penali "almeno nei casi gravi e allorquando siano commessi con dolo"» (nel testo originario, la locuzione «nei casi gravi» è significativamente evidenziata in neretto. N.d.A.), biasimando, inoltre, il concorso di sanzioni amministrative e penali.

²⁸ Sulla nota evoluzione qualitativa del sindacato operato dalla Consulta in materia, basti il riferimento a M.

rispetto, ad esempio, allo stesso fatto commesso dall'*insider* primario – ovvero a quella assoluta dell'odierna reazione sanzionatoria avverso il fenomeno dell'*insider trading* secondario si rivelerebbe poco più che assertivo, e di certo opinabile²⁹. Nondimeno, alcuni dati di contesto possono e debbono essere evidenziati per una futura e più compiuta riflessione. In primo luogo, non sarà sfuggito come nel suo picco massimo l'entità della pena detentiva prevista dal legislatore nazionale (dieci anni di reclusione) si collochi ben al di sopra di quella «durata massima non inferiore ad anni quattro», ovvero «non inferiore ad anni due», contemplata dai regolatori comunitari, che appunto distinguono anche ai fini sanzionatori – e prescindendo dal tipo di *insider* – tra le condotte di «Abuso di informazioni privilegiate, raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate» (artt. 3 e 7, par. 2) e quelle di «Comunicazione illecita di informazioni privilegiate» (artt. 4 e 7, par. 3); e ciò per non parlare della distanza siderale dai margini di pena contemplati dall'originaria l. n. 157/1991, che pure, come ricordato, aveva proceduto ad una analoga penalizzazione “a specchio” delle condotte di *insider trading* secondario rispetto a quelle di *insider trading* primario. Va da sé, peraltro, che un tale livello sanzionatorio deve essere apprezzato in termini non soltanto di afflizione diretta (cioè guardando al *quantum* di pena in sé e per sé considerato, al termine di prescrizione, all'applicabilità di misure cautelari intramurarie, ecc.), ma anche di afflizione indiretta, precludendo esso, o rendendo assai più difficoltoso, l'accesso del soggetto ai noti percorsi alternativi alla pena o agli altri benefici di legge (ad es.: tenuità del fatto, sospensione del procedimento con messa alla prova, ecc.). In secondo luogo, va rilevato come anche rispetto al fatto dell'*insider* secondario sia oggi consentito al giudice aumentare l'importo della multa «sino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato», così come prevede ora il comma 5 dell'art. 184 TuIntFin. In terzo ed ultimo luogo, è da notare come alla criminalizzazione delle condotte di *insider trading* secondario non abbia corrisposto, sul piano normativo, l'espunzione delle stesse dall'area di intervento della sanzione amministrativa pecuniaria dell'art. 187-bis TuIntFin, che continua perciò ad applicarsi – in questo caso così come in quello dell'*insider* primario – «Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato», naturalmente con il (parziale) temperamento al cumulo delle sanzioni previsto dall'art. 187-terdecies TuIntFin.

Precisa già nel suo esordio il nuovo comma 3 dell'art. 184 TuIntFin che ad esso potrà farsi ricorso soltanto «Fuori dei casi di concorso nei reati di cui ai commi 1 e 2».

Papa, *Fantastic voyage. Attraverso la specialità del diritto penale*², Torino 2019, 145 s.

²⁹ Resta tuttavia il fatto di come la quasi unanime dottrina di settore avesse già stigmatizzato il trattamento sanzionatorio riservato all'*insider trading* primario, oggi nella sostanza esteso – salvo le non determinanti riduzioni delle quale a breve si dirà – a quello secondario, ritenendolo connotato da una severità «irragionevole» ed «intollerabile»: in questo senso, e per tutti, v. F. Mucciarelli, *Artt. 184-185*, cit., 2372 e S. Seminara, *Il diritto*, cit., 70 s. e 83 s.

Nel riconoscere, evidentemente, prevalenza applicativa alla disciplina degli artt. 110 ss. Cp, tale clausola di residualità fa sì che colui che sia giudicato concorrente nei fatti di reato commessi dall'*insider* primario, «*corporate*», «*temporary*» o «*criminal*» che sia, verrà punito ai sensi del comma 1 dell'art. 184 TuIntFin, e non già – ove chiaramente lo fosse – come *insider* secondario. Ciò significa, in altre parole, che l'*insider* secondario “puro” risulterà punito con pene detentive e pecuniarie leggermente inferiori rispetto a quelle previste per l'*insider* secondario “concorrente”³⁰, come detto assimilato nel trattamento penale – eccettuato naturalmente quanto previsto dagli artt. 111 ss. Cp – all'*insider* primario, e salva in ogni caso la sottoposizione di entrambi alla sanzione amministrativa pecuniaria dell'art. 187-bis TuIntFin³¹.

Per vero, la possibilità del concorso dell'*insider* secondario nel fatto dell'*insider* primario, che ora assume esplicita rilevanza ai sensi e per gli effetti di cui alla predetta clausola dell'art. 184, comma 3, TuIntFin, era già stata esplorata principalmente dalla dottrina, che tuttavia, pur ritenendola tecnicamente possibile, l'aveva praticamente confinata ai casi di concorso morale in forma di istigazione o rafforzamento del proposito criminioso del secondo soggetto ad opera del primo³², mentre rare sono state, in effetti, le pronunce della giurisprudenza, che spesso si è limitata a ribadire “in astratto” la configurabilità di tale concorso nel caso di volta in volta preso in esame³³.

5. Venendo, infine, alla strategia sanzionatoria, occorre evidenziare come, in primo luogo, essa abbia perseguito obiettivi di maggiore rigore repressivo, sebbene in un ambito ristretto e con una tecnica che non risalta in modo evidente, almeno a tutta prima. Ed invero, la novella non ha difatti proceduto direttamente ad innalzare

³⁰ Rispetto alle pene previste dal comma 1, quelle del comma 3 dell'art. 184 TuIntFin risultano infatti ridotte sia nel livello minimo di pena detentiva (un anno e sei mesi di reclusione, in luogo di due anni di reclusione) che nel massimo di essa e della cumulativa pena pecuniaria (dieci anni di reclusione e fino a due milioni di euro di multa, invece che dodici anni di reclusione e sino a tre milioni di euro di multa).

³¹ Sulla tendenziale sottoponibilità delle condotte di *insider trading* primario e secondario alle sanzioni punitivo-amministrative dell'art. 187-bis TuIntFin anche dopo il d. lgs. n. 107/2018, cfr. F. Mucciarelli, *Gli illeciti amministrativi degli artt. 187-bis, 187-ter e 187-ter.1 T.U.F. dopo la riforma all'insegna della tecnica del rinvio*, in SOC 2019, 582, F. Basile, *L'insider*, cit., 575, C. Longari, *I reati*, cit., 228; F. D'Alessandro, *Market abuse*, cit., 2208 s.

³² Cfr. sul punto V. Napoleoni, *L'insider*, cit., 700 s. e 720 s., G. Gasparri, *Art. 187-bis*, cit., 2447 s. e M. Gambardella, *Condotte*, 398 s.

³³ Cfr. T. Milano, sez. III, 23.1.2007, in *DirPratSoc* 2007, n. 13-14, 67, con nota di S. Ricci e M. Messina, nonché in *Cmer* 2007, 615, con nota di F. D'Arcangelo, ove astrattamente si precisa (v. 71) che l'*insider* secondario «sfrutta o usa l'informazione privilegiata ricevuta per porre in essere comportamenti di *trading*, *tipping* o *tuyautage* a proprio esclusivo vantaggio o comunque del tutto autonomi rispetto ai comportamenti abusivi dell'*insider* primario», là dove il concorrente in *insider trading* primario «invece, istiga, determina (concorso morale) o aiuta – ponendo in essere una parte della condotta tipica o una condotta atipica di efficace supporto rispetto alla realizzazione della condotta tipica – (concorso materiale) consapevolmente l'*insider* primario a realizzare una delle condotte di abuso di informazioni privilegiate», e già in precedenza, ugualmente, Id., 25.10.2006, *ivi* 2007, n. 20, 76, con nota di A. Sorgato. Più di recente, ed in termini sostanzialmente analoghi, v. Cass. pen., sez. VI, 5.11.2020 n. 10068, in *CP* 2022, spec. 592, con nota di D. Federici, e Cass. civ., sez. II, 5.7.2019 n. 18201, in *BancaBorsaTitcred* 2021, II, 197, con nota di M. Sacchetti.

precedenti limiti edittali di pena o ad inserire nuove previsioni aggravanti, come spesso accade, ma, più semplicemente, ha espunto dagli artt. 184 e 185 TuIntFin quelle previsioni normative che punivano a titolo contravvenzionale – e non delittuoso – condotte di *Insider trading* o manipolazione del mercato che avessero avuto ad oggetto strumenti finanziari quotati su particolari mercati, le quali, pur continuando oggi a costituire reato, non risultano più destinatarie di una tale benevola considerazione³⁴. In questa prospettiva, la novella, oltre che meglio corrispondere al diritto comunitario, che tende ad equiparare tutti le “sedi” ove si negoziano strumenti finanziari (cc.dd. «trading venues»), a prescindere dalla loro strutturazione giuridica, cancella così due previsioni normative che la dottrina aveva ritenuto incerte nel proprio contenuto e di non agevole giustificazione politico criminale³⁵, che per di più originavano una singolare convivenza, all’interno di una stessa fattispecie criminosa, di condotte delittuose e contravvenzionali.

Sotto altro versante, il legislatore sembra avere colto l’occasione offerta dalla necessità di adeguare la normativa sanzionatoria degli abusi di mercato al diritto comunitario anche per ottemperare, sebbene in modo anticipato, ai prevedibili *desiderata* della Consulta in materia di confisca penale. L’odierno intervento normativo operato sul comma 1 dell’art. 187 TuIntFin, che circoscrive l’oggetto di tale misura ablatoria al solo «profitto» del reato³⁶, difatti origina, con tutta probabilità, da una pronuncia del duemila e diciannove con la quale la Corte aveva dichiarato costituzionalmente illegittimo il comma 1 dell’art. 187-sexies TuIntFin nella parte in cui esso assoggettava alla confisca amministrativa – e quindi non a quella penale – il «prodotto» del reato, oltre che il «profitto» ed i «beni utilizzati per commetterlo»³⁷. In quel frangente, invero, i giudici costituzionali avevano spiegato che, premesse le ormai stratificate nozioni di «prodotto», di «profitto» e di «bene strumentale» alla commissione dell’illecito, si dovesse riconoscere come, in materia di abusi di mercato, mentre la confisca del profitto svolge ancora una funzione meramente ripristinatoria della situazione patrimoniale *ex ante*, quella del prodotto e dei beni utilizzati per commettere l’illecito ha, invece, un «effetto peggiorativo rispetto alla situazione patrimoniale del trasgressore», in quanto gli infliggerebbe «una limitazione al diritto

³⁴ Il riferimento è ai previgenti commi 5 dell’art. 184 e 2-bis dell’art. 185 TuIntFin, che, introdotti dal d. lgs. n. 101/2009, erano stati riscritti dal d. lgs. n. 107/2018, che li aveva da ultimo riferiti alle «operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all’art. 180, comma 1, lett. a), nn. 2), 2-bis) e 2-ter), limitatamente agli strumenti finanziari il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario di cui ai nn. 2) e 2-bis) ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, o relative alle aste su una piattaforma d’asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni».

³⁵ Per le critiche mosse a tali disposizioni, v., dopo il d. lgs. n. 107/2018, F. D’Alessandro, *Market abuse*, cit., 2206 s.; E. Amati, *Gli abusi*, cit., 368 s.; M. Gambardella, *Le condotte*, cit., 377 s., ed ivi ulteriori riferimenti.

³⁶ Su tale nozione, così come si presenta nell’elaborazione giurisprudenziale e, specificamente, in materia di abusi di mercato, v. per tutti E. Amati, *Abusi*, cit., 415 s.

³⁷ Per vero, poco prima della pronuncia della Corte, il d. lgs. n. 107/2018 aveva eliminato dal comma 1 dell’art. 186-sexies TuIntFin il riferimento ai «beni utilizzati per commetterlo».

di proprietà di portata superiore [...] a quella che deriverebbe dalla mera ablazione dell'ingiusto vantaggio economico ricavato», assumendo pertanto una evidente «connotazione punitiva»: ciò che, considerato il cumulo con le altre gravi misure punitive già previste in materia dal legislatore, avrebbe condotto a «risultati sanzionatori manifestamente sproporzionati», e quindi censurabili non fosse altro ai sensi dell'art. 3 Cost.³⁸

Non può allora stupire che, all'indomani di tale pronuncia, la dottrina più attenta si fosse interrogata *a fortiori* sull'estensibilità di un tale censura alla confisca penale dell'art. 187 TuIntFin, che al primo comma ugualmente assoggettava alla misura ablatoria il «prodotto», il «profitto» conseguito dal reato ed i «beni utilizzati per commetterlo», giungendo a proiettarvi sopra pesanti sospetti di incostituzionalità, peraltro già in precedenza affacciati. Radicata era infatti la consapevolezza, da un canto, che la confisca – tanto più se obbligatoria e pure indiretta, come quella prevista dal citato art. 187 TuIntFin – partecipa più dei caratteri della pena che di quelli della misura di sicurezza³⁹, dall'altro, che essa va a cumularsi ad una risposta sanzionatoria che, in materia di abusi di mercato, risulta ai più già di per sé iper-afflittiva⁴⁰.

Ciò vero, l'odierno intervento del legislatore sul raggio di prensione della confisca in discorso sembra perciò evidentemente inteso a prevenire future censure di incostituzionalità dell'art. 187, comma 1, TuIntFin, ristabilendo anche un più ragionevolmente “simmetrico” rapporto applicativo con la confisca amministrativa del predetto art. 187-sexies TuIntFin⁴¹.

6. (*segue*) Non è logicamente agevole terminare la breve rassegna dello *ius superveniens* sin qui compiuta con delle vere e proprie “conclusioni”, le quali,

³⁸ Il riferimento è, precipuamente, a C. cost. 5.3.2019 n. 112, che può leggersi, tra le altre riviste, in *CP* 2019, 3163, con nota redazionale, o in *FI* 2019, I, 3422, con osservazioni di A. Palmieri.

³⁹ Sul dibattito relativo alla natura della confisca in generale, con cenni anche a quella dell'art. 187 Tuf, cfr. per tutti T.E. Epidendio, *La confisca nel diritto penale e nel sistema delle responsabilità degli enti*, Padova 2011, 67 s. e 313 s. Quanto, specificamente, all'ipotesi di confisca qui in rilievo, per l'orientamento tendente ad attribuirle la natura afflittivo-punitiva tipica della pena, piuttosto che quella preventiva della misura di sicurezza, con tutto ciò che ne consegue in punto di disciplina applicabile, v. tra gli altri V. Napoleoni, *L'insider*, cit., 744; D. Fondaroli, *Sanzioni amministrative accessorie e confisca*, in F. Sgubbi, D. Fondaroli, A.F. Tripodi, *Diritto penale*, cit., 131, 133, 135 s.; A. Di Amato, *Diritto penale dell'impresa, Parte generale*, Napoli 2020, 272.

⁴⁰ In questi termini, e dopo la richiamata sentenza n. 112/2019 della Corte costituzionale, cfr., ad esempio, E. Amati, *Confisca “amministrativa” negli abusi di mercato limitata al solo profitto e persistenti criticità della confisca penale*, in *GCom* 2019, II, spec. 1301 s.; Id., *Gli abusi*, cit., 373 s. Già in precedenza, per censure di pressoché analogo tenore, v. F. Mucciarelli, *Art. 187*, in *Il testo unico della finanza*, vol. III, cit., 2424; S. Seminara, *Il diritto*, cit., 85; E. Basile, *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel d.lgs. n. 107/2018*, in *DPP* 2019, 335.

⁴¹ In effetti, pareva sino ad oggi cogliere nel segno F. D'Alessandro, *Market abuse*, 2234 s., il quale, all'indomani della richiamata sentenza n. 112/2019, osservava come tale intervento della Consulta rischiasse di «rimanere puramente illusorio», in quanto il sistema del doppio binario sanzionatorio per il medesimo fatto vigente in materia di abusi di mercato avrebbe comunque consentito di aggredire con la confisca penale i medesimi beni che la Corte aveva sottratto al raggio applicativo di quella amministrativa.

d'abitudine, tendono a mettere in rilievo quel certo discutibile uso della discrezionalità eventualmente fatto dal legislatore penale di turno, piuttosto che – od oltre a – suggerire future ed auspicabili miglieorie da apportare al materiale normativo esaminato. E le ragioni di una tale difficoltà appaiono evidenti laddove si consideri che la disciplina sin qui esaminata risultava, già nella sua genesi, “a rime obbligate”, o meglio – volendo utilizzare un linguaggio più crudo e meno metaforico – prodotta da un legislatore nazionale a dir poco pressato dai regolatori europei, il quale, in fondo, *non agit sed agitur*.

Se, dunque, “concludere” appare improprio, l'occasione può essere tuttavia utile quanto meno per “ricordare”, in vista di ulteriori riflessioni, la condizione di sostanziale sudditanza nella quale anche la politica criminale nazionale versa rispetto ai *desiderata* comunitari: condizione, questa, che forse meglio di altre proprio lo sviluppo normativo degli «abusi di mercato» rende ben evidente per quello che essa è e per quello che essa può produrre. Premesso in ogni caso che, a parere di chi scrive, la questione del rispetto sostanziale – e non meramente formale – del fondamento democratico dello “*ius puniendi* comunitario” non appare certo definitivamente risolta dal Trattato di Lisbona, sebbene sempre meno se ne parli⁴², ciò che dimostra la vicenda degli abusi di mercato e dell'intero diritto penale finanziario, da sempre settori a dir poco condizionati – per non dire plasmati – dagli *inputs* comunitari, è che l'interferenza euro-unitaria nel diritto penale interno non sempre si rivela virtuosa. Difficile, in effetti, è negare come il diritto comunitario abbia qui contribuito alla instabilità della normativa, abbia in parte acuito il *deficit* di determinatezza di talune fattispecie, ed abbia reso il settore sempre più complesso e meno intellegibile, e ciò non sempre di pari passo con l'oggettivo incremento della complessità reale dei fenomeni che esso intendeva disciplinare. Ma il dato forse più preoccupante è un altro, e risulta in modo solo indiretto. Il *refrain*, ossessivamente ripetuto, secondo cui le sanzioni che reprimono fatti individuati dal regolatore comunitario debbano essere «effettive» e «dissuasive», quando addirittura non puntualmente individuate nella loro consistenza, ha nel tempo accreditato l'idea che la risposta penale statale a tali fatti debba essere, sempre e comunque, la più categorica e mordace possibile. Ciò, tuttavia, ha finito per far sì che non solo si sia trascurata l'esigenza di proporzione anzitutto “interna” alle fattispecie tra il disvalore (oggettivo e soggettivo) del fatto e la pena ad esso correlata, alla quale pure il legislatore comunitario invero allude, ma anche che una scarsa considerazione abbia ricevuto la richiesta, altrettanto razionale, di proporzione “comparativa” della pena tra le diverse fattispecie, considerando anche l'applicazione degli istituti di Parte generale, la quale si appalesa nel momento in cui

⁴² V. comunque il recente volume *I volti attuali del diritto penale europeo. Atti della giornata di studi per Alessandro Bernardi*, a cura di C. Grandi, Pisa 2021, e specialmente i contributi di R. Sicurella, 47 s., G. De Amicis, 67 s., V. Militello, 85 s., e L. Picotti, 103 s.

lo *ius superveniens* di derivazione comunitaria si inserisce nel tessuto dell'ordinamento penale interno: ma è chiaro, però, che un tale coordinamento potrebbe venire assicurato soltanto “dall'interno”, e potendo esercitare un potere realmente discrezionale di poiesi normativa⁴³.

Quali siano (la dottrina dei «controlimiti»?) e quanto efficaci risultino i possibili anticorpi da contrapporre non è agevole stabilire; certo è che innumerevoli volte il legislatore nazionale – ammesso che ancora domini *totius criminalis materiae*⁴⁴ – ha già dato così ampia prova di ben sapere disinvoltamente trascurare le esigenze di garanzia del diritto penale costituzionale, che non si avverte il bisogno che ulteriori “istigatori” o “compartecipi” ne assecondino le pulsioni liberticide.



⁴³ Non va qui nascosto l'implicito richiamo ad una concezione “forte” della riserva di legge, da intendersi non solo come riserva-garanzia ma anche come riserva-attribuzione, così come, ad esempio, una autorevole dottrina l'aveva in passato prospettata, così reagendo alle sentenze «manipolative» della Corte costituzionale: v. C. Pedrazzi, *Sentenze «manipolative» in materia penale?*, in *RIDPP* 1974, 444 s.

⁴⁴ Per un graffiante quanto disilluso sguardo gettato sulle fonti “reali” – purtroppo non legislative – che condizionano talune applicazioni dell'attuale diritto penale, v. per tutti F. Sgubbi, *Il diritto penale totale. Punire senza legge, senza verità, senza colpa. Venti tesi*, Bologna 2019, 25 s.