

L'ADEGUAMENTO (TARDIVO) DEL LEGISLATORE ITALIANO ALLA DIRETTIVA MAD II E L'OGGETTO DELLA CONFISCA IN MATERIA DI ABUSI DI MERCATO

di Dario Guidi

(Professore associato di diritto penale, Università di Siena)

Per molti anni la Direttiva c.d.tta MAD II (acronimo di *Market Abuse Directive II*) non ha ricevuto piena e coerente attuazione nell'ordinamento italiano¹. Anche dopo l'emanazione del d.lgs. 10.8.2018 n. 107, recante «Norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014»², permanevano profili di contrasto con tale Direttiva, soprattutto in relazione a due aspetti di fondo. In primo luogo, la “grande riforma” della disciplina degli abusi di mercato avvenuta nel 2005 con la l. 18.4.2005 n. 62 (“legge comunitaria 2004”), il cui art. 9 contemplava le norme di recepimento della c.d.tta MAD I³, aveva espunto gli *insiders* “secondari”⁴ dal novero dei possibili soggetti attivi del reato di abuso di informazioni privilegiate. Questa legge aveva infatti eliminato dalla previgente norma incriminatrice di tale reato il comma che estendeva la punibilità anche a chiunque avesse, direttamente o indirettamente, ottenuto le informazioni privilegiate con la consapevolezza del carattere riservato delle stesse. A seguito di detta modifica, quindi, le condotte tradizionalmente riconducibili all'abuso di informazioni privilegiate (*trading, tipping* e *tuyautage*) commesse da *insiders* secondari potevano assumere rilievo soltanto a titolo di illecito amministrativo.

¹ Sui profili di divergenza tra le fonti sovranazionali e la normativa interna *in subiecta materia* v., per tutti, S. Seminara, *Diritto penale commerciale, III, Il diritto penale del mercato mobiliare*, 59 ss. (in part. 95 ss.).

² Si allude al c.d. MAR, acronimo di *Market Abuse Regulation*, che ha abrogato la Direttiva 2003/6/CE (c.d. MAD I) e le Direttive 2003/124/UE, 2003/125/CE e 2004/72/CE.

³ Si tratta della *Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato - abusi di mercato - e delle direttive della Commissione di attuazione 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE*. Sul processo di recepimento di tale Direttiva nell'ordinamento italiano e sul quadro interno di disciplina in materia di aggio, v. A. Melchionda, *Il reato di aggio nel diritto penale italiano. Abusi dei mercati finanziari e recepimento della direttiva 2003/6 CE*, in AA.VV., *IV Convegno Italo-Spagnolo di Diritto penale dell'economia* (Trento, 7/9 ottobre 2004), Padova 2004, 1281 ss.

⁴ Si definiscono *insiders* secondari coloro che non hanno appreso la notizia privilegiata “direttamente”, in ragione del ruolo rivestito all'interno della società emittente gli strumenti finanziari o di un rapporto di collaborazione lavorativa e/o professionale con l'emittente stesso e/o di uno specifico incarico loro assegnato, bensì l'hanno ricevuta da un *insider* primario.

La situazione in Italia non è mutata fino alla riforma del 2021 (l. 23.12.2021 n. 238, di cui si dirà tra breve), ma nel frattempo la MAD II, che è stata emanata nel 2014 ai sensi dell'art. 83 del TFUE⁵ e contiene dunque «norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni», avrebbe dovuto essere recepita entro 3 luglio 2016. Essa obbligava (ed obbliga tuttora) gli Stati membri ad estendere la norma che contempla il reato di *Abuso di informazioni privilegiate* «a chiunque abbia ottenuto informazioni privilegiate anche in ragione di circostanze diverse da quelle indicate al primo comma e sia a conoscenza del carattere privilegiato di tali informazioni» (art. 3 par. 3 co. 2 della Direttiva). Si allude qui chiaramente agli *insiders* secondari, cioè a coloro che hanno appreso la notizia riservata per ragioni diverse da quelle indicate nel primo comma dello stesso art. 3 (che descrive le varie tipologie di *insider* “primario”, sia *istituzionale* che *temporaneo*)⁶. Per un lungo arco temporale, dunque, l'Italia è rimasta inadempiente rispetto agli obblighi eurolunitari di criminalizzazione delle condotte di abuso di informazioni privilegiate commesse dagli *insiders* secondari.

In secondo luogo, la disciplina contemplata dall'art. 184 TUF per le ipotesi in cui la condotta tipica fosse realizzata su piattaforme di scambio diverse dai tradizionali “mercati regolamentati” non risultava conforme a quella contenuta nella Direttiva MAD II. In particolare, l'art. 1 co. 17 del d.lgs. 17.7.2009 n. 101 aveva introdotto nel predetto art. 184 una nuova figura contravvenzionale *ad hoc*, aggiungendo al testo della norma un comma 3-*bis*, che poi è stato ulteriormente modificato dall'art. 4 co. 7 lett. *b* del d.lgs. 107/2018, e infine eliminato con la sostituzione dell'art. 184 ad opera dell'art. 26 della già menzionata l. 238/2021. Con tale fattispecie si intendeva ampliare l'oggetto materiale della condotta di *insider trading*, includendo nell'alveo applicativo del reato (sia pure in forma contravvenzionale) anche i titoli negoziati su piattaforme MTF (acronimo di *Multilateral Trading Facilities*).

In seguito, con la riforma del 2018, il raggio di prensione punitiva di questa contravvenzione era stato esteso anche alle operazioni relative a strumenti finanziari negoziati su un *Sistema Organizzato di Negoziazione* (OTF: *Organized Trading*

⁵ Acronimo, com'è noto, di *Trattato sul funzionamento dell'Unione europea*. Tale trattato è stato firmato a Lisbona il 13.12.2007 ed è entrato in vigore in data 1.12.2009.

⁶ La locuzione *insiders* “istituzionali” (o *corporate insiders*) designa coloro che sono entrati in possesso dell'informazione privilegiata in quanto membri di organi amministrativi, di direzione o di controllo dell'emittente o in ragione della partecipazione al capitale dell'emittente medesimo. Gli *insiders* “temporanei” (o *temporary insiders*) sono coloro che hanno appreso l'informazione privilegiata nell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione ovvero di una funzione o ufficio. Vi è poi una terza *species* di *insiders*, quella degli *insiders* c.d.tti “criminali”, che sono entrati in possesso di una notizia privilegiata in ragione del coinvolgimento in attività delittuose.

Facilities), italiano o di altro Paese dell'Unione europea (art. 180 lett. a n. 2-*bis*), e a strumenti finanziari "derivati", compresi, non in via esclusiva, i *credit default swap* e i contratti differenziali (art. 180 lett. a n. 2-*ter*), nonché alle operazioni «relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni»⁷. La figura contravvenzionale in esame si caratterizzava dunque per l'oggetto materiale della condotta, rappresentato da peculiari *species* di strumenti finanziari che venivano individuate mediante rinvio alla norma definitoria di cui all'art. 180 TUF.

Ebbene, ciò risultava incoerente (se non incompatibile) con l'assetto di disciplina delineato dal legislatore eurounitario sotto due ulteriori aspetti. Anzitutto, in base al combinato disposto degli artt. 1⁸ e 7⁹ della MAD II, gli Stati membri erano tenuti ad adottare le misure necessarie affinché le condotte di *insider trading* fossero punite con pene non inferiori nel massimo ad una determinata soglia quantitativa (quattro anni di reclusione per il *trading* ed il *tuyautage* e due anni di reclusione per il *tipping*) senza operare alcuna distinzione con riguardo alle *trading venues* di riferimento. In altri termini, alla luce di tale Direttiva la piattaforma di scambio in cui avvengono le transazioni non si riverbera in alcun modo sul disvalore del fatto e non incide sulla natura né sull'entità della pena da irrogare.

Nell'ordinamento italiano, viceversa, era stato previsto un "regime differenziato", configurando una fattispecie delittuosa solo in relazione ai fatti commessi sui mercati regolamentati (considerati evidentemente più gravi) e facendo confluire nell'alveo punitivo della contravvenzione le condotte realizzate in altri sistemi di negoziazione. In secondo luogo, la rilevanza di tali ultime tipologie di condotta solo alla stregua di ipotesi contravvenzionali precludeva ovviamente la configurabilità del tentativo, mentre la MAD II impone di incriminare anche questa forma di manifestazione del

⁷ Ai sensi dell'art. 1 § 1 n. 22 della MIFID II, per "sistema multilaterale di negoziazione" deve intendersi «un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente al titolo II della presente direttiva». Il titolo II della Direttiva disciplina le Condizioni per l'autorizzazione e l'esercizio delle attività applicabili alle imprese di investimento. A mente del successivo art. 1 § 1 n. 23 della stessa Direttiva, per "sistema organizzato di negoziazione" deve intendersi «un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente al titolo II della presente direttiva».

⁸ Tale articolo, rubricato "oggetto e ambito di applicazione", individua (con grande ampiezza) le tipologie di strumento finanziario a cui si applica la Direttiva MAD II.

⁹ Recante "sanzioni penali per le persone fisiche".

reato (art. 6 par. 2), in generale e a prescindere dalla piattaforma di scambio di volta in volta utilizzata dal soggetto attivo del reato.

Il lungo periodo di mancato adeguamento della legislazione italiana agli obblighi previsti dalla MAD II si spiega presumibilmente con l'erroneo convincimento, da parte dei nostri organi di governo, di aver già introdotto una disciplina pienamente conforme a tali obblighi. Al riguardo, basti pensare che, nella Relazione illustrativa al disegno di legge di Delegazione europea¹⁰, si affermava che la MAD II era stata espunta dal novero delle Direttive da attuare «poiché, come comunicato dal Ministero della giustizia successivamente all'approvazione preliminare, non risultano necessarie misure nazionali per la sua adozione in quanto l'ordinamento nazionale è già conforme». Su questo punto vi era però stata una "correzione di rotta" in sede parlamentare, con l'inserimento nell'ambito della l. 9.7.2015 n. 114 ("Legge di delegazione europea 2014") di apposita disposizione (l'art. 11) che recava i "Principi e criteri direttivi" per l'attuazione della Direttiva MAD II, ma il Governo aveva lasciato spirare il relativo termine senza dare attuazione alla delega legislativa. Anche in sede di lavori preparatori della successiva legge di delegazione europea, e precisamente nella *Relazione illustrativa* allo Schema di disegno di legge recante «Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea – Legge di delegazione europea 2016» (poi divenuto l. 25.10.2017 n. 163), si trova ribadito che «Nell'ordinamento interno, le condotte dolose previste dalla direttiva [si allude alla MAD II – n.d.s.] risultano già oggetto di previsione sanzionatoria».

Com'era prevedibile, la Commissione europea, a seguito del "non corretto recepimento" della Direttiva MAD II da parte dell'Italia, in data 26 luglio 2019 ha avviato una procedura di infrazione (n. 2019/2137) a carico del nostro Paese, elencando nella relativa lettera di costituzione in mora numerosi motivi di contestazione. Per superare tali motivi e conseguire l'archiviazione della procedura, nella legge europea 2019-2020 (appunto: l. 238/2021) è stato inserito l'art. 26, che introduce alcune modifiche "strutturali" al fine di "adeguare" la disciplina italiana degli abusi di mercato alle disposizioni della MAD II¹¹. Segnatamente, l'articolo in esame ha interamente

¹⁰ *Relazione illustrativa al del d.d.l. d'iniziativa governativa n. S-1758*, recante «Delega al governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione Europea – Legge di delegazione europea 2014», in www.senato.it.

¹¹ Una prima disamina di questo intervento di novellazione e adeguamento si trova in G. Martiello, *Il "ravvedimento comunitario" del legislatore nazionale in materia di repressione degli «abusi di mercato»: prime note*

sostituito il testo dell'art. 184 TUF, cancellando la disposizione di cui al comma 3-*bis*, e dunque eliminando la fattispecie contravvenzionale, ed ha esteso il raggio di prensione punitiva dell'abuso di informazioni privilegiate a tutti gli strumenti finanziari indicati nell'art. 1 della Direttiva MAD II attraverso la riformulazione dell'art. 182.

Inoltre, è stato inserito nel nuovo testo dell'art. 184 un apposito comma terzo che estende l'incriminazione ivi prevista per tutte le modalità realizzative dell'abuso di informazioni privilegiate (*trading*, *tiping* e *tuyautage*) anche agli *insiders* secondari (sia pure con una pena di minore entità rispetto agli *insiders* primari). A tale ultimo riguardo, merita sottolineare che la scelta operata dal legislatore del 2005 di espungere gli *insiders* secondari dal novero dei possibili soggetti attivi del reato era legata (almeno in parte) ad un modello di tipizzazione dell'*insider trading* incentrato sul concetto di "abuso di posizione", secondo lo schema del "reato proprio". La *ratio* di fondo dell'incriminazione veniva infatti ravvisata nello sfruttamento di una posizione di "privilegio informativo" da parte di un soggetto apicale all'interno della società emittente gli strumenti finanziari, che poteva estrinsecarsi nell'effettuazione di operazioni di *trading* sulla base di notizie riservate o nella "trasmissione" di tale posizione privilegiata ad un terzo mediante condotte di *comunicazione* illecita (*tiping*) o di *raccomandazione* o *induzione* al compimento di operazioni finanziarie (*tuyautage*).

La Direttiva MAD II, però, appare ispirata ad una logica molto diversa, atteso che la previsione di una clausola estensiva dell'incriminazione a tutti coloro che sono entrati in possesso dell'informazione privilegiata con la consapevolezza del carattere privilegiato dell'informazione stessa, a prescindere dalla "qualifica" rivestita all'interno della società emittente, si discosta radicalmente dall'idealtipo del "reato proprio" ed allarga lo spettro applicativo del reato fino ad abbracciare tutte le condotte che, sfruttando un privilegio informativo comunque conseguito, alterano il già fragile equilibrio dei mercati finanziari e ledono la fiducia degli investitori nel regolare funzionamento di essi. I due rispettivi modelli di configurazione del reato apparivano quindi tra loro incompatibili e ciò ha richiesto l'intervento di adeguamento operato, appunto, con la novella del 2021.

Tuttavia, il legislatore italiano ha mostrato ancora una volta di considerare il fatto

di commento all'art. 26 della legge n. 238/2021 («legge europea 2019-2020»), in www.legislazionepenale.eu, 30.5.2022.

degli *insiders* secondari meno grave rispetto a quello degli *insiders* primari. Ed invero, ai sensi del nuovo terzo comma dell'art. 184 TUF le condotte di *trading*, *tipping* e *tuyautage* commesse dagli *insiders* secondari sono punite con la reclusione da un anno e sei mesi a dieci anni e con la multa da euro ventimila a euro due milioni e cinquecentomila. La comminatoria edittale, sia con riguardo alla pena detentiva che in relazione alla pena pecuniaria, è inferiore a quella prevista dal primo comma per i fatti commessi dagli *insiders* primari (reclusione da due a dodici anni e multa da euro ventimila ad euro tre milioni). Evidentemente il nostro legislatore ritiene che il fatto commesso da chi è entrato "direttamente" in possesso della notizia riservata in ragione della propria "qualifica" all'interno della società emittente, o dei rapporti intrattenuti con essa, sia più grave dello stesso fatto commesso da chi ha appreso la notizia da altri (*id est*: dagli *insiders* primari). Questa graduazione sanzionatoria non è però presente nella Direttiva MAD II. In ogni caso, ciò non rende l'Italia inadempiente dal momento che risultano ampiamente rispettate, anche in relazione all'ipotesi meno grave, le soglie minime di pena stabilite dal legislatore eurounitario (che indica, come abbiamo visto, l'entità di pena sotto cui non deve scendere il massimo edittale previsto per l'abuso di informazioni privilegiate nelle sue varie modalità realizzative).

Un altro aspetto di particolare rilievo, ai fini che qui interessano, è che l'art. 26 co. 1 lett. e della l. 238/2021, ha introdotto anche una modifica in materia di "confisca penale", riformulando il primo comma dell'art. 187 TUF onde circoscrivere l'oggetto della misura ablatoria al solo profitto del reato. In tal modo il nostro legislatore ha colto l'occasione per allineare la disciplina della confisca penale a quella della confisca amministrativa, atteso che l'oggetto di quest'ultima risultava già circoscritto al solo profitto dell'illecito a seguito di una pronuncia della Corte costituzionale intervenuta alcuni anni or sono. Segnatamente, con la sentenza n. 112 del 2019 la Consulta ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-sexies, sia nel testo originariamente introdotto dall'art. 9 co. 2 lett. a della l. 62/2005, sia, in via consequenziale ai sensi del predetto art. 27 della l. 11.3.1953 n. 87, nel testo attuale così come modificato dall'art. 4 co. 14 del d.lgs. 107/2018, «nella parte in cui prevede la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito, e non del solo profitto»¹². La questione

¹² C. cost., 10.5.2019 n. 112, in www.giurcost.org (Consulta online). Per un commento a tale sentenza, cfr.: R. Acquaroli, *La confisca e il controllo di proporzionalità: una buona notizia dalla Corte costituzionale*, in *DPP* 2020, 197 ss.; N. Madia, *La Consulta dichiara la parziale illegittimità costituzionale dell'art. 187-sexies del d.lgs. n. 58 del 1998 sia nel testo introdotto dalla l. n. 62 del 2005 sia in quello modificato dal d.lgs. n. 107 del 2018*, in *RIDPP* 2019, 1636 ss.; V. Mongillo, *Confisca proteiforme e nuove frontiere della ragionevolezza costituzionale. Il banco di prova degli abusi di mercato*, in *GCos* 2019, 3343 ss.; L. Roccatagliata, *Dichiarata (probabilmente invano) la illegittimità*

sottoposta al vaglio della Corte verteva in quel caso sulla sospetta incompatibilità con la Costituzione dell'art. 187-sexies TUF nella parte in cui quest'ultima disposizione assoggettava a confisca per equivalente, non soltanto il profitto dell'illecito, ma anche i mezzi impiegati per commetterlo (ossia il denaro o le altre utilità impiegate dall'agente per finanziare dette operazioni di *trading*). Il carattere innovativo di questa pronuncia è consistito nell'affermazione secondo cui il principio costituzionale di proporzionalità si estende, in generale e anche al di fuori delle ipotesi di "automatismo sanzionatorio", a tutta la materia delle sanzioni amministrative¹³. Con la precisazione però che in tale ambito «il principio in parola non trae la propria base normativa dal combinato disposto degli artt. 3 e 27 Cost., bensì dall'art. 3 Cost. in combinato disposto con le norme costituzionali che tutelano i diritti di volta in volta incisi dalla sanzione».

Ad avviso dei giudici costituzionali, mentre l'ablazione del "profitto" ha una mera funzione ripristinatoria della situazione patrimoniale precedente in capo all'autore¹⁴, la confisca del "prodotto" – identificato in relazione agli abusi di mercato nell'intero ammontare degli strumenti finanziari acquistati dall'autore, ovvero nell'intera somma ricavata dalla loro alienazione – ha un effetto "peggiorativo" rispetto alla situazione patrimoniale del trasgressore. Lo stesso vale, ovviamente, per la confisca dei "beni utilizzati" per commettere l'illecito, identificati nelle somme di denaro investite nella transazione, ovvero negli strumenti finanziari alienati dall'autore. La confisca amministrativa del prodotto dell'illecito, inteso nei termini di cui sopra, assume pertanto «una connotazione punitiva, infliggendo all'autore dell'illecito una limitazione al diritto di proprietà di portata superiore (e, di regola, assai superiore) a quella che deriverebbe dalla mera ablazione dell'ingiusto vantaggio economico ricavato dall'illecito».

Ne consegue che, nel vigente sistema sanzionatorio degli abusi di mercato, la (prevalente) componente "punitiva" insita nella confisca del "prodotto" dell'illecito e

dell'articolo 187 sexies T.U.F., nella parte in cui prevede la confisca amministrativa obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito, e non del solo profitto, in *Giur. pen. web*, 12.5.2019; A. Anzon Demmig, *Applicazioni virtuose della nuova "dottrina" sulla "doppia pregiudizialità" in tema di diritti fondamentali (in margine alle decisioni nn. 112 e 117/2019)*, in *Osservatorio costituzionale*, 6/2019, 179 ss.

¹³ Sul complesso tema dell'applicazione del principio di proporzionalità alla confisca, cfr., da ultimo, V. Mormando, *Il principio di proporzionalità della confisca: alcune brevi riflessioni a margine della sentenza 24 giugno 2021, n. 36959 delle SS.UU.*, in *Arch. pen. web*, 2/2023, 1 ss. Più in generale, sul tema del sindacato di costituzionalità alla luce dei principi di proporzione e ragionevolezza, v., in particolare, R. Bartoli, *Il sindacato di costituzionalità sulla pena tra ragionevolezza, rieducazione e proporzionalità*, in *RIDPP* 2022, 1441 ss.

¹⁴ Sulla nozione di profitto confiscabile v., *amplius*, M. Maugeri, *La nozione di profitto confiscabile e la natura della confisca: due inestricabili e sempre irrisolte questioni*, in www.la legislazione penale.eu, 17.1.2023.

dei “beni utilizzati” per commetterlo si aggiunge alla già gravosa afflizione determinata dalle altre sanzioni previste dal TUF e, in particolare, dalla sanzione amministrativa pecuniaria. Una sanzione, quest’ultima, la cui cornice edittale è essa pure di eccezionale severità, potendo giungere sino ad un massimo (oggi) di cinque milioni di euro, aumentabili in presenza di particolari circostanze fino al triplo, ovvero fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito ovvero le perdite evitate per effetto dell’illecito.

Ecco dunque che, secondo il nostro Giudice delle leggi, «la combinazione tra una sanzione pecuniaria di eccezionale severità, ma graduabile in funzione della concreta gravità dell’illecito e delle condizioni economiche dell’autore dell’infrazione, e una ulteriore sanzione anch’essa di carattere “punitivo” come quella rappresentata dalla confisca del prodotto e dei beni utilizzati per commettere l’illecito, che per di più non consente all’autorità amministrativa e poi al giudice alcuna modulazione quantitativa, necessariamente conduce, nella prassi applicativa, a risultati sanzionatori manifestamente sproporzionati».

La sentenza della Corte costituzionale sull’art. 187-*sexies* TUF riveste notevole importanza ed “attualità” sotto un duplice profilo. In primo luogo, in essa si trova affermata, per la prima volta in termini generali con riferimento alle sanzioni amministrative di carattere “punitivo”, la piena operatività del principio costituzionale di “proporzionalità”. Il raggio applicativo di questo principio, peraltro, non viene tracciato richiamando il combinato disposto dell’art. 3 Cost. con i principi enunciati in materia penale dall’art. 27 – con particolare riguardo alla personalità (*sub specie* di “individualizzazione”) e alla funzione rieducativa della pena – dal momento che tali canoni appaiono, secondo la ricostruzione operata dalla Corte, «strettamente connessi alla logica della pena privativa, o quanto meno limitativa, della libertà personale, attorno alla quale è tutt’oggi costruito il sistema sanzionatorio penale»¹⁵, ma si incentra sul combinato disposto dello stesso art. 3 con le norme costituzionali che tutelano i diritti di volta in volta incisi dalla sanzione (nel caso di specie veniva in rilievo la tutela del diritto di proprietà).

In secondo luogo, con questa presa di posizione in tema di necessaria proporzionalità delle sanzioni “sostanzialmente punitive”, la Consulta ha fatto

¹⁵ In argomento v., tra i tanti, R. Bartoli, *Non più carcere-centrico l’attuale volto della pena*, in *DPP*, 6/2023, 745 ss.; A. Menghini, E. Mattevi, *La rieducazione oggi. Dal dettato costituzionale alla realtà del sistema penale*, Trento 2022; A. Averardi, *La Costituzione «dimenticata». La funzione rieducativa della pena*, in *Riv. trim. dir. pubblico* 2021, 145 ss.

emergere l'esigenza di delimitazione dell'oggetto della confisca anche con riguardo all'art. 187 TUF, atteso che, come da più parti è stato osservato, il problema del difetto di proporzionalità della confisca amministrativa si riproponeva in termini esattamente analoghi con riguardo alla confisca penale, anche perché circoscrivere la confisca al "profitto" in relazione agli illeciti amministrativi e non a quelli penali avrebbe comportato un'irragionevole e macroscopica disparità di trattamento, rilevante ex art. 3 Cost.¹⁶.

Tali istanze di ridefinizione dell'oggetto della confisca penale sono state infine recepite dal legislatore italiano che, come abbiamo visto, con l'art. 26 co. 1 lett. e della l. 238/2021, ha sostituito il primo comma dell'art. 187 TUF, circoscrivendo, appunto, l'oggetto della confisca ai beni che costituiscono il "profitto" del reato ed escludendo quindi "il prodotto" dall'ambito applicativo della misura ablatoria. Il legislatore della novella ha quindi colto l'occasione di un intervento di adeguamento alla disciplina eurounitaria degli abusi di mercato per riformare la confisca penale *in subiecta materia* e renderla compatibile con il principio costituzionale di proporzionalità. Oggi, dunque, la confisca prevista nel TUF per gli abusi di mercato può avere ad oggetto solo il *profitto* dell'illecito, sia nel caso di illecito penale che di illecito amministrativo. In tal modo, sia pure tardivamente, l'assetto di disciplina della confisca nel campo di materia degli abusi di mercato è stata resa intrinsecamente più razionale e soprattutto più coerente con il dettato costituzionale e con la normativa sovranazionale.

¹⁶ Così, in particolare, G.L. Gatta, *Confisca "amministrativa" per l'insider trading: verso una limitazione al solo profitto? La parola alla Corte costituzionale, in attesa dell'attuazione (mancata?) della legge delega per l'adeguamento alla disciplina europea del market abuse*, in *DPenCont*, 5/2018, 295 ss. (in part. 301); L. Roccatagliata, *Dichiarata (probabilmente invano) la illegittimità costituzionale dell'articolo 187 sexies*, cit., 5 s., che pone una domanda, da lui stessa definita "inevitabile e provocatoria": «se il cumulo tra una sanzione amministrativa pecuniaria e una confisca amministrativa del prodotto dell'illecito va considerato contrario al principio costituzionale di proporzionalità, va invece ritenuto conforme a siffatto principio un cumulo, imposto dalla legge alle sole persone fisiche, tra: i) la sanzione penale detentiva e pecuniaria (artt. 184, 185 T.U.F.); ii) le sanzioni penali accessorie (art. 186 T.U.F.); iii) la sanzione amministrativa pecuniaria (artt. 187-bis, 187-ter T.U.F.); iv) le sanzioni amministrative accessorie (187-quater T.U.F.)?». In tal senso anche F. Mucciarelli, *Riforma penalistica del market abuse: l'attesa continua*, in *DPP*, 1/2018, 5 ss., il quale, nel commentare la legge delega ancora non attuata con il decreto n. 107/2018, nella quale era previsto di limitare la confisca al solo profitto nell'art. 187-sexies, sottolineava come, pur essendo tale criterio direttivo «condivisibile nella sua ragione di fondo (da tempo in dottrina era stata segnalata la sproporzione di una misura che poteva riguardare risorse ingentissime anche a fronte di un accrescimento patrimoniale modesto per il responsabile), la mancata corrispondente modifica dell'art. 187 T.U.F. (che contempla la confisca da reato anche per i beni strumentali alla sua commissione) importa un irrimediabile *vulnus* ai superiori canoni dell'eguaglianza e della ragionevolezza» (11).