

Insider trading e operazioni sui prediction markets. Profili di tensione e possibili lacune della tutela penalistica.

di **Nicolò Laitempergher**

Sommario. **1.** Premessa. – **2.** Il funzionamento e la attuale rilevanza dei *prediction market*. – **3.** L'ambito applicativo dell'art. 184 TUF e la "maxi" repressione dell'*insider trading*. – **4.** La nozione di "strumenti finanziari". – **5.** La necessità della tutela penalistica: un finto problema o un "vaso di pandora" da scoprire? – **6.** Conclusioni.

1. Premessa.

La normativa nazionale in materia di tutela (penale ed amministrativa) dei mercati finanziari ha storicamente visto il legislatore interno recepire – talvolta in modo non sempre tempestivo e, in alcuni casi, solamente a seguito dell'avvio di procedure di infrazione nei confronti dello Stato italiano – le indicazioni provenienti dal diritto dell'Unione europea¹.

Tale processo si è realizzato, ad esempio, sia con riferimento alla selezione delle condotte rilevanti sul piano della *matière pénale*, sia con riguardo all'introduzione di meccanismi volti a garantire il rispetto del principio del *ne bis in idem*, tanto nella sua dimensione sostanziale quando in quella processuale².

In particolare, l'evoluzione del sistema sanzionatorio in materia di *market abuse* riflette la progressiva interazione tra ordinamenti, nella quale il legislatore nazionale è chiamato a conformarsi non solo alle fonti

¹ Emblematica in tal senso è la L. 238/2021, che – in materia di abusi di mercato – trova sostanziale ragione nella procedura di infrazione n. 2019/2030 avviata dalla Commissione europea a carico dell'Italia.

² Come, a titolo esemplificativo, l'inserimento dell'art. 187-*terdecies* TUF, che prevede che, "quando per lo stesso fatto è stata applicata, a carico del reo, dell'autore della violazione o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'articolo 187 septies ovvero una sanzione penale o una sanzione amministrativa dipendente da reato: a) l'autorità giudiziaria o la CONSOB tengono conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate; b) l'esazione della pena pecuniaria, della sanzione pecuniaria dipendente da reato ovvero della sanzione pecuniaria amministrativa è limitata alla parte eccedente quella riscossa, rispettivamente, dall'autorità amministrativa ovvero da quella giudiziaria". Sul tema, si veda anche Cass. pen., sez. V, 3 novembre 2021, n. 3555.

eurounitarie direttamente applicabili, ma anche agli approcci interpretativi elaborati dalla Corte di giustizia dell'Unione europea e dalla Corte europea dei diritti dell'uomo (come, appunto, in materia di cumulabilità tra sanzioni penali e amministrative³).

Si può quindi affermare come l'attuale *framework* regolatorio italiano in materia di mercati finanziari si collochi all'interno di un sistema fortemente integrato a livello europeo; in particolare, la disciplina interna risulta oggi ampiamente influenzata dal diritto unionale, che costituisce il principale riferimento normativo, nonché della progressiva armonizzazione realizzata attraverso regolamenti direttamente applicabili, quali il *Market Abuse Regulation* (Regolamento n. 596/2014, d'ora in avanti, anche "MAR").

Sicché, in tale contesto, il legislatore nazionale svolge prevalentemente una funzione di coordinamento e adeguamento del sistema interno agli standard europei, in particolare mediante il recepimento delle direttive e l'integrazione delle disposizioni regolamentari.

Sul piano comparatistico, è poi senz'altro utile osservare come la disciplina europea dei mercati finanziari abbia storicamente recepito taluni spunti di matrice statunitense, soprattutto con riferimento ai modelli di tutela dell'integrità del mercato e di contrasto agli abusi informativi. Il sistema statunitense, sviluppatosi a partire dal *Securities Exchange Act* del 1934, ha infatti rappresentato da sempre un punto di riferimento significativo nell'elaborazione delle moderne tecniche di regolazione dei mercati finanziari, incentrate sui principi di trasparenza, *disclosure* e protezione degli investitori.

Ciò premesso, non sempre l'attenzione del legislatore alla regolamentazione dei mercati finanziari si è tradotta in una direzione repressiva univoca e stabile. La disciplina, in particolare, dell'abuso di informazioni privilegiate ha infatti conosciuto nel tempo una significativa evoluzione, caratterizzata da interventi di riassetto (e, appunto, coordinamento con il diritto dell'Unione europea), che hanno inciso sia sull'estensione soggettiva della fattispecie sia sul rapporto tra illecito penale e illecito amministrativo.

In tale contesto, la figura dell'*insider* secondario ha costituito un terreno particolarmente dinamico di elaborazione normativa e giurisprudenziale, nel quale si è progressivamente affermata una lettura estensiva della rilevanza penale anche delle condotte di soggetti non legati all'emittente da rapporti qualificati, purché consapevoli della natura privilegiata dell'informazione.

³ Si pensi alle decisioni della Corte EDU *Grande Stevens e altri contro Italia* (ric. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10 – sentenza depositata il 4 marzo 2014), *A. e B. contro Norvegia* (ricorsi n. 24130/11 e 29758/11, sentenza depositata il 15 novembre 2016) e, più di recente, *Velkov contro Bulgaria* (ricorso n. 34503/10 – sentenza depositata il 21 luglio 2020).

Analogamente, la questione dell'“insider di sé stesso” ha trovato soluzioni non univoche, essendo stata affrontata prevalentemente in via interpretativa dalla giurisprudenza di legittimità, che in alcune pronunce ha valorizzato un approccio sostanzialistico volto a ricondurre la fattispecie entro la logica di tutela dell'integrità del mercato (ritenendo, pertanto, punibile anche il soggetto che abbia un rapporto diretto con l'informazione privilegiata, in quanto sostanzialmente proveniente da una sua attività).

La disciplina in materia appare dunque caratterizzata da un'evoluzione non sempre lineare, in cui il legislatore e l'interprete sono chiamati a confrontarsi con fenomeni di mercato in costante trasformazione, rispetto ai quali l'adeguamento normativo risulta spesso successivo rispetto all'emersione delle nuove pratiche.

In questa prospettiva, la risposta repressiva del sistema sembra talvolta assumere una funzione prevalentemente “reattiva”, quasi a voler intervenire a posteriori in situazioni in cui, per utilizzare una metafora, si cerca di “chiudere la stalla quando i buoi sono ormai scappati”, a testimonianza della fisiologica difficoltà del diritto penale dell'economia di anticipare dinamiche finanziarie particolarmente rapide e innovative.

Tale osservazione trova una conferma particolarmente significativa proprio nell'evoluzione dei *prediction markets* (sul cui funzionamento si tornerà diffusamente *infra*), i quali rappresentano oggi un paradigma emblematico di innovazione finanziaria e tecnologica che si colloca in una zona regolatoria ancora parzialmente indeterminata. L'emersione di piattaforme che consentono la negoziazione di probabilità su eventi futuri, talvolta anche di rilevanza geopolitica o economico-finanziaria, evidenzia infatti come il diritto si trovi a dover inseguire strumenti che non rientrano agevolmente nelle categorie tradizionali degli strumenti finanziari, ma che possono tuttavia produrre effetti economici assimilabili a quelli che avvengono nei mercati regolamentati.

Ne deriva che, anche con riferimento a tali fenomeni, si ripropone la medesima difficoltà sistemica: la necessità di verificare, *ex post*, la riconducibilità di nuove forme di interazione economica alle categorie normative esistenti, con il rischio che la disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate e, più in generale, del *market abuse*, si trovi ad operare in un contesto in cui le dinamiche di mercato si sono già evolute oltre i presupposti che ne avevano originariamente giustificato la regolazione (si pensi, ad esempio, anche al caso della recenti riforme per la repressione penale dell'utilizzo illecito dell'intelligenza artificiale, che, tra gli altri, ha attinto anche i reati di *market abuse* e, in particolare, l'art. 185 TUF⁴).

⁴ Si veda in particolare l'art. 26, comma 4, Legge 23 settembre 2025, n. 132, che ha aggiunto il seguente periodo all'art. 185, comma 1, TUF: “La pena è della reclusione

Tenendo conto di quanto precede, si osserva oggi l'emersione e la rapida diffusione di un fenomeno innovativo, quello appunto dei *prediction markets*, che si colloca, allo stato attuale, in una zona regolatoria non ancora oggetto di una disciplina specifica e sistematica, e che presenta potenziali profili di incidenza sui mercati finanziari in senso stretto⁵.

In tale contesto, è lecito (*rectius* doveroso) interrogarsi circa la possibilità che le operazioni effettuate su tali piattaforme possano produrre effetti, anche indiretti, sull'andamento dei mercati finanziari regolamentati, nonché circa la riconducibilità di tali transazioni, fondate su valutazioni probabilistiche di eventi futuri, nell'ambito oggettivo delle fattispecie sanzionate dalla disciplina italiana ed eurounitaria in materia di abusi di mercato.

La questione risulta tutt'altro che univoca e richiede un approfondimento sistematico, atteso che la qualificazione giuridica di tali fenomeni dipende non solo dalla natura delle piattaforme utilizzate, ma anche dalla possibile incidenza economico-funzionale delle informazioni in esse incorporate sui meccanismi di formazione dei prezzi nei mercati regolamentati.

Ne consegue che si tratta di un ambito destinato verosimilmente a essere oggetto di crescente attenzione da parte del legislatore e delle autorità di vigilanza, sia a livello nazionale sia eurounitario, ad oggi apparentemente silenti.

2. Il funzionamento e la attuale rilevanza dei *prediction market*.

Ad inizio 2026 si è registrata un'impennata nell'utilizzo dei *prediction markets*, sempre più frequentemente impiegati anche come strumenti di natura speculativa su eventi di geopolitica internazionale. In tale contesto, particolare attenzione mediatica ha suscitato la notizia, riportata da alcune testate giornalistiche, secondo cui, poche ore prima di un presunto attacco statunitense all'Iran, sulla piattaforma *Polymarket* (una delle piattaforme più utilizzate, insieme a *Kalshi*) alcuni soggetti anonimi avrebbero investito ingenti somme di denaro sulla probabilità di un'azione militare americana entro la fine di marzo, realizzando, a seguito dell'effettivo verificarsi dell'evento, profitti di entità significativa⁶. Non si è trattato di un episodio isolato: anche successivamente all'avvio dell'azione militare statunitense nel Paese del Golfo Persico, si sono registrate movimentazioni anomale sui mercati finanziari – tanto nei segmenti predittivi quanto in quelli

da due a sette anni e della multa da euro venticinquemila a euro sei milioni se il fatto è commesso mediante l'impiego di sistemi di intelligenza artificiale".

⁵ A marzo 2026 risultavano essere al vaglio del legislatore americano alcune proposte di legge finalizzate a regolamentare l'utilizzo di piattaforme e cercare di limitare gli utilizzi distorti sulle stesse.

⁶ M. BASILE, *Sei misteriosi scommettitori. E la puntata vincente sul bombardamento immediato dell'Iran*, su La Repubblica online, 3 marzo 2026.

regolamentati – verificatesi pochi minuti prima che Donald Trump, attraverso i *social network*, diffondesse comunicazioni relative all'evoluzione del conflitto e, per riflesso, sull'andamento dei prezzi delle materie prime direttamente interessate, in particolare il petrolio⁷. Tale circostanza non è passata inosservata e sono state, infatti, diverse le comunicazioni inviate alla *U.S. Securities and Exchange Commission* con cui si sollecitava l'Autorità regolatrice ad approfondire le anomalie registrate nei mercati e, in particolare, le massive operazioni sui *prediction markets* effettuate in prossimità di eventi geopolitici particolarmente sensibili, prospettando il possibile utilizzo di informazioni privilegiate e chiedendo l'avvio di verifiche in materia di *insider trading* e *market abuse*.

In particolare, con lettera del 20 aprile 2026 indirizzata al Presidente della SEC, Paul Atkins, la senatrice Elizabeth Warren, quale *Ranking Member* del *Senate Banking Committee*, ha chiesto formalmente alla Commissione di investigare su operazioni sospette collegate a investimenti effettuati immediatamente prima degli attacchi statunitensi e israeliani contro l'Iran, evidenziando il rischio che informazioni militari riservate possano essere state utilizzate per fini speculativi. Ad oggi, tuttavia, tali sollecitazioni sembrano essere rimaste prive di un concreto seguito, non risultando l'adozione né di misure di regolamentazione né di attività istruttorie finalizzate a chiarire compiutamente le anomalie segnalate.

Al tempo stesso, a fine aprile 2026 la Procura federale di New York ha iniziato un'attività di indagine nei confronti di un ex militare accusato di aver guadagnato 400 mila dollari su *Polymarket* sfruttando informazioni riservate, di cui era in possesso essendo stato coinvolto nell'attività di pianificazione dell'operazione militare sulla destituzione del presidente venezuelano Nicolás Maduro.

Dalla lettura dell'*indictment* emerge come al componente della U.S. Army vengano contestate alcune fattispecie di reato che sanzionano l'indebito utilizzo di informazioni di natura militare e governativa per scopi personali, oltre che – per quanto ci interessa in questa sede – la fattispecie di "*commodities fraud*"⁸. Si tratta di una disposizione che, in sintesi, sanziona

⁷ Come rilevato da N. MARSH, *The insider trading suspicions looming over Trump's presidency*, BBC online, 26 marzo 2026.

⁸ Cfr. Title 17, Code of Federal Regulations, Section 180.1: "*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, in connection with any swap, or contract of sale of any commodity in interstate commerce, or contract for future delivery on or subject to the rules of any registered entity, to intentionally or recklessly:*

(1) *Use or employ, or attempt to use or employ, any manipulative device, scheme, or artifice to defraud;*

(2) *Make, or attempt to make, any untrue or misleading statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made not untrue or misleading;*

una pluralità di condotte fraudolente realizzate, tra gli altri, su “qualsiasi swap” o su “qualsiasi contratto di vendita di qualsiasi merce”, delineando così un ambito applicativo estremamente ampio, potenzialmente riferibile a una gamma molto vasta di beni e rapporti negoziali aventi valore economico (e che non passerebbe probabilmente il vaglio di costituzionalità in Italia). Del tutto differente è, come si vedrà in seguito, l'impostazione adottata dal legislatore italiano in materia di abusi di mercato, caratterizzata da una maggiore tipizzazione delle condotte e da un perimetro applicativo più circoscritto, ancorato a nozioni giuridiche e strumenti finanziari specificamente individuati dalla disciplina europea e nazionale.

Compresa la rilevanza attuale della tematica, va osservato come il funzionamento di tali piattaforme, che allo stato risultano tutte decentralizzate (ossia prive di un'autorità centrale incaricata della gestione e regolamentazione), si basa su meccanismi relativamente semplici. Gli utenti possono scommettere sull'esito di eventi futuri – come elezioni politiche, risultati sportivi o variabili economiche – acquistando contratti legati a specifiche previsioni.

Tipicamente, la piattaforma propone una domanda con esito binario (ad esempio: “*Il Bitcoin supererà il valore X entro la data Y?*”), consentendo ai partecipanti di acquistare quote associate al “sì” o al “no”. Il prezzo di tali quote riflette poi la probabilità che il mercato attribuisce al verificarsi dell'evento (ad esempio, un prezzo pari a 0,7 indica una probabilità del 70%). Le probabilità non sono fissate staticamente, ma evolvono dinamicamente in funzione della domanda e dell'offerta: quando un numero crescente di utenti acquista quote su un determinato esito, il prezzo di tali contratti aumenta, riducendo al contempo il potenziale rendimento associato (quindi, utilizzando l'esempio di prima, se diversi utenti acquistano quote associate al “sì” rispetto alla query “*il Bitcoin supererà il valore X entro la data Y*”, il loro prezzo aumenterà). In questo modo, il mercato tende a incorporare progressivamente le informazioni disponibili in seno ai consociati, secondo il principio della cosiddetta *wisdom of the crowd*⁹.

(3) *Engage, or attempt to engage, in any act, practice, or course of business, which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person; or,*

(4) *Deliver or cause to be delivered, or attempt to deliver or cause to be delivered, for transmission through the mails or interstate commerce, by any means of communication whatsoever, a false or misleading or inaccurate report concerning crop or market information or conditions that affect or tend to affect the price of any commodity in interstate commerce, knowing, or acting in reckless disregard of the fact that such report is false, misleading or inaccurate. Notwithstanding the foregoing, no violation of this subsection shall exist where the person mistakenly transmits, in good faith, false or misleading or inaccurate information to a price reporting service”.*

⁹ Tale concetto è stato in particolare approfondito dal giornalista e scrittore J. SUROWIECK nel volume *The Wisdom of Crowds*, pubblicato nel 2004, in cui viene

In molte piattaforme, specialmente quelle con bassa liquidità, il processo di determinazione dei prezzi è supportato da algoritmi di *market making* automatico, che garantiscono la possibilità di scambiare contratti in ogni momento.

Alla scadenza dell'evento, i contratti associati alla previsione corretta vengono liquidati secondo regole predefinite, mentre quelli relativi all'esito errato perdono valore (con una perdita per l'investitore ovviamente pari a quanto scommesso). In buona sostanza, quindi, il prezzo delle quote rappresenta una stima aggregata e dinamica delle probabilità di un evento, derivante dall'interazione tra gli operatori del mercato.

Va da sé che, analogamente a quanto avviene nelle scommesse sportive, all'aumentare della probabilità che un evento si verifichi diminuisce il rendimento potenziale associato alla relativa "quota": quanto più un esito è ritenuto probabile, tanto minore sarà il guadagno che la piattaforma è disposta a riconoscere.

Per quanto di interesse in questa sede, una dinamica simile si riscontra, *mutatis mutandis*, anche nei mercati finanziari, dove vige un rapporto diretto tra rischio e rendimento atteso: investimenti percepiti come più sicuri (quindi meno rischiosi) tendono a offrire rendimenti inferiori, mentre rendimenti più elevati sono generalmente associati a un maggior grado di incertezza. In tale contesto, il prezzo di un'attività finanziaria non riflette unicamente la sua sicurezza, ma incorpora una pluralità di fattori, tra cui le aspettative di crescita e il rischio percepito dagli operatori.

In funzione di quanto poc'anzi visto, allo stato attuale le piattaforme in esame possono essere, in prima approssimazione, assimilate a forme di scommesse online non autorizzate, quantomeno negli ordinamenti – come quello italiano – che adottano un approccio restrittivo (e teso ad una rigida regolamentazione) in materia di gioco e raccolta di scommesse. In questa prospettiva, già nel 2025 l'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli è intervenuta nei confronti della piattaforma *Polymarket*, qualificandola come sito di scommesse illecite e disponendone l'inserimento nella *blacklist*, con conseguente oscuramento sul territorio nazionale in virtù dei poteri di contrasto ai servizi non conformi alla normativa vigente conferiti all'Agenzia¹⁰.

spiegato, appunto, il fenomeno in oggetto, secondo cui sull'aggregazione delle informazioni nei gruppi, con il risultato di decisioni che, sostiene, sono spesso migliori di quelle che avrebbero potuto essere prese da qualsiasi singolo membro del gruppo

¹⁰ C. BOSCOLO, *ADM blocca Polymarket: la piattaforma finisce nella blacklist italiana*, su Yahoo! Finanza online, 22 ottobre 2025.

Ciò che maggiormente rileva, tuttavia, è la crescente diffusione di mercati predittivi aventi ad oggetto variabili finanziarie o eventi societari: già oggi, infatti, è possibile rinvenire su tali piattaforme contratti relativi al raggiungimento di determinati prezzi di mercato da parte di società quotate entro una certa data, ovvero al verificarsi di operazioni straordinarie, quali offerte pubbliche di acquisto o quotazioni in borsa.

In tale contesto, una piattaforma che si presenta formalmente come un sistema di scommesse potrebbe, in prospettiva, trasformarsi in uno spazio idoneo a sfruttare informazioni privilegiate. Soggetti in possesso di notizie non ancora pubbliche e *price-sensitive* potrebbero infatti assumere posizioni su esiti altamente correlati a tali informazioni, beneficiando di un significativo vantaggio informativo.

Ciò premesso, pur non rientrando necessariamente, sotto il profilo formale, nella nozione di abuso di informazioni privilegiate così come definita dalla disciplina penal-finanziaria (come si vedrà dopo), tali condotte rischiano di produrre effetti economicamente analoghi, sollevando rilevanti questioni in termini di integrità e trasparenza dei mercati.

Il fenomeno risulta ulteriormente amplificato dal fatto che eventi geopolitici e socioeconomici incidono in misura crescente sull'andamento dei mercati finanziari, come avvenuto nei primi mesi del 2026. In particolare, a questo tipo di fatti risultano fortemente esposte le imprese operanti in settori strategici, quali la difesa, le tecnologie militari – incluse quelle basate sull'intelligenza artificiale – nonché il comparto energetico e delle materie prime. In particolare, le recenti tensioni internazionali nell'area del Golfo Persico hanno evidenziato come *shock* geopolitici possano determinare rapide variazioni nei prezzi di petrolio e gas, con effetti immediati sulle valutazioni di mercato delle imprese coinvolte. È quindi evidente che chi si trovi, in funzione della specifica posizione rivestita, in un ruolo che lo ponga a contatto con l'informazione privilegiata si troverà in una condizione di vantaggio informativo rispetto agli altri operatori di mercato (e, in funzione di quanto poc'anzi visto, siffatte situazioni risultano sempre più frequenti). Tale asimmetria informativa può influenzare in modo significativo le dinamiche di scambio, alterando il corretto processo di formazione dei prezzi e compromettendo l'integrità del mercato.

Sebbene, allo stato, le operazioni che possono essere effettuate sui *prediction marketes* riguardino prevalentemente mercati e operatori esteri, non può escludersi una loro progressiva estensione anche al contesto nazionale, soprattutto alla luce della natura intrinsecamente transnazionale delle piattaforme decentralizzate.

Ne deriva, pertanto, l'esigenza di interrogarsi – anche per il regolatore italiano – sulla potenziale incidenza di tali strumenti sul corretto funzionamento dei mercati finanziari. In particolare, occorre valutare se essi possano favorire comportamenti opportunistici fondati su asimmetrie

informative, compromettendo i principi di trasparenza integrità e fiducia che costituiscono il fondamento dei mercati regolamentati, tanto cari al legislatore penale.

Per fare ciò, è necessario partire da una disamina analitica di quello che oggi è il perimetro applicativo della repressione, appunto penalistica, dell'abuso di informazioni privilegiate.

3. L'ambito applicativo dell'art. 184 TUF e la "maxi" repressione dell'*insider trading*.

È noto come l'art. 184 del Testo Unico della Finanza (d'ora in avanti, TUF) configuri una fattispecie penale ampia e articolata, volta a reprimere le diverse modalità di sfruttamento dell'informazione privilegiata da parte del soggetto qualificato (appunto, l'*insider*). La disposizione incrimina, in particolare, tre distinte tipologie di condotte. In primo luogo, è sanzionato il c.d. *insider trading* in senso stretto, ossia il compimento di operazioni, dirette o indirette, su strumenti finanziari utilizzando informazioni privilegiate (art. 184, comma primo, lett. a TUF). Quanto al rapporto tra agente e notizia privilegiata, la giurisprudenza ha chiarito che l'"utilizzo" dell'informazione non richiede un rapporto di causalità esclusiva tra informazione e operazione, essendo sufficiente che essa abbia costituito un elemento idoneo a orientare la decisione di investimento¹¹.

In secondo luogo, la norma punisce la comunicazione illecita di informazioni privilegiate (*tipping*), che ricorre quando l'*insider* trasmette la notizia a terzi al di fuori del normale esercizio della propria attività (art. 184, comma primo, lett. b TUF). Sul punto, la Suprema Corte ha precisato che la condotta è integrata anche in assenza di un vantaggio economico diretto per l'*insider*, essendo sufficiente la mera diffusione selettiva dell'informazione¹².

Infine, è prevista la fattispecie della raccomandazione o induzione all'operatività (*tuyautage*), che si configura quando l'*insider* suggerisce ad altri di compiere operazioni sulla base dell'informazione privilegiata, anche senza comunicarla esplicitamente (art. 184, comma primo, lett. c TUF). La giurisprudenza in materia tende a valorizzare un'interpretazione sostanziale della condotta, includendovi ogni forma di influenza idonea a orientare le scelte di investimento di terzi¹³.

Come detto poi, le fattispecie nazionali si inseriscono, oggi, in un quadro normativo armonizzato a livello europeo, delineato dal MAR, la cui interpretazione è stata significativamente precisata dalla giurisprudenza della

¹¹ Cass. pen., sez. V, 10 marzo 2016, n. 10214; v. anche F. MUCCIARELLI, *Art. 184 – Abuso di informazioni privilegiate*, in M. FRATINI – G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Torino, UTET, 2012.

¹² Cass. pen., sez. V, 18 aprile 2018, n. 18181.

¹³ Cass. pen., sez. V, 12 gennaio 2017, n. 912, v. anche F. MUCCIARELLI, *ult. op. cit.*

Corte di giustizia: in particolare, la Corte ha adottato un approccio ampio nell'interpretazione della nozione di utilizzo dell'informazione privilegiata, ritenendo – ad esempio – che la mera detenzione della stessa da parte di chi effettua operazioni costituisca un forte indizio del suo impiego¹⁴.

Il complessivo esame tanto delle condotte sanzionate, quanto della giurisprudenza sviluppatasi in materia, evidenzia come vi sia un approccio particolarmente rigoroso nella disciplina dell'utilizzo di informazioni privilegiate da parte di chi ne venga in possesso, estendendo la rilevanza sanzionatoria non solo alle ipotesi di sfruttamento economico diretto, ma anche alla mera divulgazione dell'informazione stessa.

A ciò si aggiunga che, con riguardo al parallelo illecito amministrativo previsto dall'art. 187-bis *del* TUF¹⁵, la Suprema Corte abbia adottato un approccio piuttosto flessibile in punto di onere probatorio, rilevando come *"in tema di abuso di informazioni privilegiate ex art. 187-bis del d.lgs. n. 58 del 1998, non esiste alcuna incompatibilità tra tale condotta ed il suo accertamento mediante presunzioni semplici, essendo, piuttosto, la prova presuntiva spesso l'unica che consenta di accertare il possesso delle dette informazioni"*¹⁶ e che, per quanto riguarda l'accertamento del reato previsto dall'art. 184 TUF, esso prescinde dalla verifica delle concrete modalità attraverso cui l'informazione privilegiata sia stata acquisita dall' *insider* (nel caso oggetto della pronuncia, si trattava di un *insider* secondario), essendo sufficiente, viceversa, la dimostrazione che costui abbia operato essendo a conoscenza dell'informazione privilegiata¹⁷.

Senza addentrarci eccessivamente nella complessa tematica del rapporto tra procedimento penale ed amministrativo *in subiecta materia*, è appena il caso di rilevare come, tanto la prassi quanto la normativa dimostrino una significativa sovrapposizione in punto di accertamenti ed indagini tra la CONSOB e la Procura della Repubblica; l'art. 187-*decies* del TUF prevede che la CONSOB, in persona del suo Presidente, trasmetta alla Procura della Repubblica, *"con una relazione motivata, la documentazione raccolta nello svolgimento dell'attività di accertamento nel caso in cui emergano elementi che facciano presumere la esistenza di un reato"*¹⁸, essendo poi stabilito che le due autorità *"collabor[ino] tra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare l'accertamento delle violazioni di cui al*

¹⁴ CGUE, 23 dicembre 2009, causa C-45/08, *Spector Photo Group NV v CBFA*.

¹⁵ Che, facendo salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, prevede con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro chiunque viola il divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate di cui all'articolo 14 del MAR.

¹⁶ Cass. pen. sez. V, 11 febbraio 2022, n. 4522.

¹⁷ Cass. pen., sez. V, 11 febbraio 2022, n. 878.

¹⁸ Cfr. art. 187-*decies* TUF, comma secondo.

*presente titolo anche quando queste non costituiscono reato*¹⁹. La conseguenza evidente, fermi restando i principi processual-penalistici che governano la formazione della prova, è una fisiologica confluenza degli accertamenti svolti dalla CONSOB nel fascicolo del Pubblico Ministero, accertamenti che – come detto sopra – possono basarsi su un approccio presuntivo, che appare lontano dallo standard probatorio richiesto in materia penale.

In questa prospettiva e tutto ciò considerato, è evidente come la tutela dell'integrità del mercato presenti un'importante anticipazione, colpendo sostanzialmente ogni condotta ritenuta potenzialmente idonea a compromettere la parità informativa tra gli operatori. Si tratta di una circostanza che sarà da tenere a mente nei prossimi paragrafi, dove – senza pretese di esaustività – si cercherà di verificare la "tenuta" dell'attuale sistema genera-preventivo rispetto alle operazioni svolte sui mercati predittivi.

Per fare ciò, non si può però che effettuare anche una disamina sulla questione, dibattuta in dottrina, del bene giuridico tutelato dalla disciplina dell'*insider trading*.

Un primo orientamento individua l'oggetto della tutela nell'integrità e nell'efficienza del mercato finanziario, inteso come meccanismo di corretta formazione dei prezzi. Tale impostazione trova riscontro anche nella giurisprudenza europea, che ha sottolineato come la disciplina sugli abusi di mercato sia volta a garantire l'integrità dei mercati finanziari e la fiducia degli investitori²⁰.

Un orientamento parzialmente diverso pone, invece, l'accento sulla parità informativa tra gli operatori, ritenendo che la normativa miri a prevenire situazioni di vantaggio informativo indebito. Anche la giurisprudenza nazionale ha evidenziato come l'*insider trading* comprometta l'eguaglianza delle condizioni operative tra gli investitori²¹.

Una terza impostazione valorizza la fiducia del pubblico nel mercato finanziario, quale presupposto essenziale per il funzionamento del sistema. In questa direzione si muove sia la dottrina sia la giurisprudenza europea, che individua nella tutela della fiducia un obiettivo centrale della disciplina sugli abusi di mercato²².

L'orientamento oggi prevalente, condiviso anche in sede giurisprudenziale, propende tuttavia per una concezione plurioffensiva della fattispecie,

¹⁹ Cfr. art. 187-*decies* TUF, comma terzo.

²⁰ CGUE, causa C-45/08, *Spector Photo Group*.

²¹ Cass. pen., sez. V, 24 settembre 2019, n. 39793; M. LIBERTINI, *Informazione societaria e mercati finanziari*, p. 230 ss.

²² CGUE, 28 giugno 2012, causa C-19/11, *Geltl v Daimler AG*; G. Ferrarini, *Insider trading, informazione e mercato*, in Banca borsa tit. cred., 1992, p. 15 ss

ravvisando una tutela congiunta dell'integrità del mercato, della parità informativa e della fiducia degli investitori²³.

Come già anticipato, è poi utile ricordare che siffatte condotte sono altresì penalmente rilevanti, sia pure nell'ambito di una cornice edittale più contenuta²⁴, quando realizzate dal c.d. *insider* secondario (o *secondary insider*), ossia dal soggetto che entra in possesso dell'informazione privilegiata per ragioni diverse da quelle connesse all'esercizio di un'attività lavorativa, professionale o funzionale. In tali ipotesi, la rilevanza penale discende non dalla qualifica soggettiva dell'agente, bensì dalla consapevolezza della natura privilegiata dell'informazione e dal suo utilizzo per il compimento di operazioni su strumenti finanziari ovvero per la sua comunicazione o raccomandazione a terzi.

La giurisprudenza di legittimità ha chiarito che la responsabilità dell'*insider* secondario non richiede alcun rapporto qualificato con l'emittente o con la fonte originaria dell'informazione, essendo sufficiente la prova della consapevole detenzione di una notizia *price sensitive* non ancora pubblica e del suo impiego nelle condotte tipizzate dall'art. 184 TUF. In tal senso, la Corte di cassazione ha ribadito che l'elemento determinante è la consapevolezza dell'illecita disponibilità informativa, indipendentemente dalle modalità attraverso cui essa sia stata acquisita²⁵.

Sul piano dottrinale, la distinzione tra *insider* primario e secondario è tradizionalmente ricostruita valorizzando la diversa fonte dell'informazione. Il *primary insider* è colui che accede all'informazione in ragione di un rapporto qualificato con l'emittente (es. amministratori, dirigenti, consulenti), mentre il *secondary insider* ne entra in possesso in modo mediato o occasionale. In tale prospettiva, parte della dottrina sottolinea come la rilevanza penale non dipenda tanto dalla qualifica soggettiva, quanto dalla lesione dell'eguaglianza informativa tra operatori di mercato²⁶.

Altra parte della dottrina evidenzia invece che la figura del *secondary insider* contribuisce ad ampliare significativamente l'area del penalmente rilevante, ponendo problemi di determinatezza della fattispecie e di individuazione del confine tra informazione lecita e informazione privilegiata²⁷.

²³ F. VIGANÒ, *Abusi di mercato e diritto penale*, in Riv. it. dir. proc. pen., 2014, p. 1200 ss.

²⁴ La cornice edittale per l'*insider* primario va da anni due ad anni dodici di reclusione, mentre quella dell'*insider* secondario da anni uno e mesi sei ad anni dieci.

²⁵ Cass. pen., sez. V, 24 settembre 2019, n. 39793; Cass. pen., sez. V, 18 aprile 2018, n. 18181.

²⁶ M. LIBERTINI, *Informazione societaria e mercati finanziari* in Rivista delle società, 1998, p. 230 ss.

²⁷ V. MANES, *Il diritto penale dei mercati finanziari*, p. 110 ss.; F. VIGANÒ, *Abusi di mercato e diritto penale*, in Riv. it. dir. proc. pen., 2014, p. 1200 ss.

In tal senso si è osservato come la disciplina finisca per assumere una funzione prevalentemente oggettiva e funzionale, volta a presidiare l'integrità del mercato più che a tipizzare rigidamente le qualità del soggetto agente.

4. La nozione di “strumenti finanziari”.

Per quanto qui rileva, il nucleo della repressione penale in materia di abuso di informazioni privilegiate è rappresentato dalla necessaria riconducibilità oggettiva delle diverse condotte appena esaminate alla nozione di “strumenti finanziari”. Ai sensi dell'art. 1, comma 2, del TUF, in tale nozione sono ricompresi i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario, le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e gli strumenti finanziari derivati. Questi ultimi comprendono, in via esemplificativa, i contratti di opzione, i *futures*, gli *swap* e gli altri contratti derivati aventi ad oggetto attività sottostanti di natura finanziaria o reale, ivi inclusi indici, tassi, merci e altre variabili economiche, sia quando prevedano regolamento in denaro sia mediante consegna fisica.

Questa elencazione ha natura ampia e funzionale: il legislatore mira a ricomprendere tutte le principali categorie di strumenti negoziabili sui mercati, così da assicurare che la disciplina sugli abusi di mercato si applichi in modo esteso e coerente, ma soprattutto individuare in modo tassativo.

A tale disposizione si pone in maniera complementare l'art. 182 TUF, che individua l'ambito oggettivo di applicazione della disciplina, precisando che le fattispecie di *insider trading* sono punibili solo se riferite ai predetti strumenti finanziari, purché rientrino in una delle seguenti categorie: i) strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altro Stato membro dell'Unione europea; ii) strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) di uno Stato membro; iii) strumenti finanziari negoziati su sistemi organizzati di negoziazione (OTF); iv) strumenti finanziari diversi da quelli sopra indicati il cui prezzo o valore dipenda da, ovvero abbia effetto su, strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, negli MTF o negli OTF, ivi inclusi, a titolo esemplificativo, i credit default swap e i contratti per differenza (CFD).

Ebbene – e questo è il cuore della questione – la possibilità di ricomprendere operazioni effettuate sui *prediction markets* all'interno di siffatto perimetro risulta tutt'altro che pacifica, in quanto tali strumenti presentano una struttura ibrida, che – come visto – li colloca in una zona intermedia tra strumenti finanziari in senso stretto (in particolare, *sub specie* dei derivati, come si vedrà *infra*) e forme di scommessa su eventi futuri, con una possibile assimilazione funzionale al gioco d'azzardo.

Un'impostazione rigidamente ancorata al principio di tassatività porterebbe a escludere tali operazioni dalla nozione penalmente rilevante di "strumenti finanziari". In effetti, l'acquisto di quote di esito su mercati predittivi non sembra – come detto – pacificamente riconducibile alle categorie tipizzate poc'anzi esaminate e, soprattutto, tali contratti non risultano negoziati né ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali o organizzati di negoziazione.

Tuttavia, una simile conclusione, pur coerente sul piano sistematico e letterale, rischia di risultare eccessivamente formalistica: la definizione di strumenti finanziari contenuta nel Testo Unico della Finanza, è infatti strutturata in termini ampi e funzionali, così da poter ricomprendere anche fenomeni economicamente assimilabili a quelli tipici.

In questa prospettiva, qualora le quote di esito siano scambiabili, soggette a formazione di prezzo e idonee a generare un'aspettativa di profitto, esse potrebbero avvicinarsi, sotto il profilo sostanziale, a strumenti derivati su eventi futuri (cd. *futures*). Ciò detto, rimane tuttavia, ad avviso di chi scrive, un ostacolo difficilmente superabile, alla luce dell'attuale struttura dei *prediction markets*: il vincolo previsto dall'art. 182 TUF, secondo cui gli strumenti finanziari devono essere negoziati sui mercati o sistemi di negoziazione ivi contemplati affinché le operazioni compiute abusando di informazioni privilegiate possano assumere rilevanza penale.

In definitiva, una lettura strettamente tassativa delle fattispecie appare ad avviso di chi scrive quella più condivisibile, ancorché non del tutto risolutiva della questione, soprattutto ove si consideri l'esigenza di evitare elusioni attraverso l'utilizzo di schemi negoziali atipici ma funzionalmente equivalenti. Occorre poi per completezza interrogarsi se la previsione normativa, nel sanzionare chiunque compia operazioni su strumenti finanziari anche "indirettamente", debba essere interpretata nel senso di attribuire rilevanza penale anche alle attività che, pur non avendo direttamente ad oggetto uno strumento finanziario, costituiscano comunque un'operazione indiretta sullo stesso. In particolare, si pone il dubbio se l'*insider* che scommetta, tramite un *prediction market*, sull'andamento di un'azione quotata possa ritenersi autore di una "operazione indiretta" su strumenti finanziari ai sensi della previsione in esame del TUF.

Stando al tenore letterale della norma e a quanto si può trarre da alcune pronunce giurisprudenziali²⁸, il sintagma "direttamente o indirettamente" sembrerebbe tuttavia attenere alla modalità soggettiva dell'operazione (e, quindi, alla metodologia operativa con cui l'*insider* sfrutta l'informazione privilegiata direttamente sullo strumento finanziario) e non alla natura oggettiva della stessa (e, quindi, alla metodologia con cui l'*insider* materialmente esegue l'operazione).

²⁸ Cass. civ., sez. II, 12 maggio 2020, n. 8785.

Come chiarito dalla Suprema Corte, la fattispecie sanzionatoria non richiede l'accertamento di un nesso causale tra la comunicazione dell'informazione e l'attività dell'informatore, bensì il diverso nesso eziologico tra il possesso dell'informazione privilegiata e il suo concreto utilizzo ai fini del compimento di operazioni su strumenti finanziari. In tale prospettiva, ciò che rileva è quindi che l'operazione sia riconducibile al soggetto che dispone dell'informazione, anche quando essa sia realizzata indirettamente, ossia per il tramite di terzi o interposte persone, dovendo comunque avere ad oggetto in maniera "diretta" lo strumento finanziario²⁹.

Inoltre, l'articolo 8, comma 5, del MAR specifica che, nel caso di una persona giuridica, il divieto di utilizzo abusivo di informazione privilegiata si applica anche *"alle persone fisiche che partecipano alla decisione di effettuare l'acquisto, la cessione, la cancellazione o la modifica di un ordine per conto della persona giuridica in questione"*, così sostanzialmente "sviluppando" il concetto di operazione indiretta e rendendo evidente che con ciò ci si voglia riferire ad un'operazione effettuata dall'*insider* anche attraverso soggetti terzi.

Infine, stante il tenore letterale del termine "operazione" – condotta che deve necessariamente avere ad oggetto lo strumento finanziario – risulta difficile ipotizzare che essa possa essere realizzata in forma indiretta, poiché la disposizione sembra presupporre un'attività materiale direttamente incidente su un determinato bene od oggetto.

Sicché, anche in questo caso, la risposta al quesito sull'eventuale rilevanza penale ai sensi dell'art. 184 TUF delle operazioni sui *prediction markets* parrebbe risultare negativa.

Una (parziale) deroga alla severa circoscrizione allo "strumento finanziario" delle operazioni penalmente rilevanti è senz'altro rappresentata dal comma quinto dell'articolo 184 TUF, introdotto dalla già menzionata L. n. 238/2021 che, come detto sopra, si è resa necessaria al fine di *"superare alcuni motivi di contestazione sollevati dalla Commissione europea con la procedura di infrazione n. 2019/2130"*³⁰. Tale disposizione estende la punibilità di tutte le condotte viste sopra anche al caso in cui l'informazione privilegiata riguardi *"prodotti"* che *"non sono strumenti finanziari"*, precedentemente esclusi, per cui risultano oggi assoggettati alla disciplina gli strumenti derivati su merci e i contratti a pronti ad essi collegati, nonché i prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni³¹.

Si tratta di una previsione finalizzata a coprire una parte di operazioni le quali, ancorché non aventi direttamente ad oggetto gli strumenti finanziari, nell'ultimo decennio hanno assunto una significativa rilevanza, come gli

²⁹ *Ibidem*.

³⁰ Dossier sulla Legge Europea 2019-2020, 14 dicembre 2021, p. 166.

³¹ Dossier sulla Legge Europea 2019-2020, 14 dicembre 2021, p. 174.

scambi di quote di emissione di gas a effetto serra (disciplinate dal richiamato Regolamento (UE) n. 1031/2010 della Commissione, del 12 novembre 2010). Un lettore attento noterà, tuttavia, che tale previsione vincola la punibilità dell'*insider* al fatto che l'operazione, pur riguardando strumenti non finanziari, sia effettuata su una piattaforma autorizzata e, quindi, regolamentata, trovandoci ancora una volta fuori dall'ipotesi del *prediction markets*.

Tutto quanto appena visto parrebbe portare a ritenere che le operazioni di *betting* sui mercati predittivi sembrano ad oggi sfuggire all'ambito di applicazione dell'art. 184 TUF, lasciando un possibile vuoto di tutela che – considerato l'approccio iper-repressivo del legislatore – parrebbe tutt'altro che una precisa scelta di politica criminale.

5. La necessità della tutela penalistica: un finto problema o un "vaso di pandora" da scoprire?

Si potrebbe obiettare, a chi scrive, che tali operazioni risultino fuori dal perimetro applicativo della norma penale prevista dal Testo Unico della Finanza (così come, in generale, tutte le attività di scommessa ancorché in potenza) per una precisa scelta di politica criminale, in quanto non risultano effettivamente lesive del bene giuridico tutelato dalla norma.

La più autorevole dottrina ha evidenziato come, attraverso la criminalizzazione delle condotte di utilizzo abusivo dell'informazione privilegiata, *"non si vuole realizzare una tutela intrinseca della notizia, si vuole evitare l'uso anticipato della medesima che nuoce al corretto funzionamento del mercato"*³², con la conseguenza che, in definitiva, *"l'oggetto della tutela della norma di abuso di informazioni privilegiate sarebbe da rinvenirsi nel corretto funzionamento del mercato, inteso come assicurazione della sua efficienza e della sua liquidità"*³³.

Di per sé, non è del tutto scorretto considerare che tali condotte non abbiano un impatto diretto sul mercato *stricto sensu* inteso, dal momento che riguardano negoziazioni effettuate su piattaforme assimilabili, come già osservato, a siti di scommesse piuttosto che a mercati regolamentati.

Tuttavia, tale osservazione, pur parzialmente condivisibile, presta il fianco ad una importante censura: le transazioni sui *prediction markets* hanno assunto una dimensione ed una *magnitudo* talmente significativa che, di riflesso, potrebbero avere un impatto sugli strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati che costituiscono l'oggetto di tale transazione.

³² F. SGUBBI., voce Abusi di mercato, in Enc. giur., Annali II, tomo II, p. 4.

³³ G.M. FLICK, *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in Riv. soc., 1991, p. 974; F. MUCCIARELLI., *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in Dir. pen. e proc., 2005, p. 1466.

I fatti dimostrano che non si tratta di un rischio puramente teorico e remoto: è noto, infatti, che alcuni investitori monitorano tali piattaforme per orientare le proprie decisioni di *trading*³⁴. In particolare, l'andamento dei prezzi delle scommesse — che riflette le aspettative aggregate degli operatori — può essere utilizzato come segnale informativo per effettuare operazioni sui mercati regolamentati, nel tentativo di anticiparne le dinamiche. Si pensi, oltre al già citato esempio della volatilità dei prezzi delle materie prime in occasione di eventi geopolitici, ad esempio, anche alle scommesse sportive sulla vittoria di un campionato da parte di una determinata squadra, le quali possono essere influenzate da informazioni non pubbliche idonee a incidere sull'andamento della gara e, conseguentemente, ove la relativa squadra sia oggetto di quotazione sui mercati delle scommesse, sull'andamento delle quote.

Da questo punto di vista, l'eventuale operazione effettuata su un mercato predittivo sulla base di un'informazione privilegiata potrebbe riflettersi in movimenti speculari sui mercati regolamentati, dando luogo a un effetto di trasmissione del contenuto informativo tra mercati distinti. In tale prospettiva, le movimentazioni sul mercato predittivo potrebbero quindi configurarsi come una forma di informazione privilegiata "di seconda mano", il cui sfruttamento sul mercato regolamentato, allo stato attuale, sembra rimanere nell'alveo della liceità quando si fondi esclusivamente sull'osservazione di segnali di mercato pubblicamente accessibili.

È utile osservare come chi utilizzi tale informazione, monitorando i movimenti sui mercati predittivi, non potrà senz'altro essere considerato *insider secondario* e, pertanto punito penalmente, nella misura in cui tale informazione ha già perso il suo "privilegio", diventando pubblica³⁵.

Peraltro, pur non essendo questo il *focus* del presente contributo, è poi il caso di rilevare come si stia parlando di operazioni che, per il loro volume e la loro rilevanza, costituiscono di per sé informazioni *price sensitive*, capaci di influenzare il prezzo degli strumenti finanziari (secondo, appunto, la dinamica appena vista). Di talché, non si può escludere che, nel caso in cui l'operazione sul *prediction market* sia effettuata al solo fine speculativo di alterare il prezzo di uno strumento finanziario quotato, ciò possa costituire un artificio

³⁴ In letteratura, si vedano WOLFERS, J., ZITZEWITZ, E., *Prediction Markets*, Journal of Economic Perspectives, 2004 e SNOWBERG, E., WOLFERS, J., ZITZEWITZ, E., *Prediction Markets for Economic Forecasting*, NBER Working Paper No. 18263, 2012.

³⁵ Secondo la definizione fornita dall'art. 7, comma primo, lett. a del MAR, l'informazione privilegiata è "un'informazione avente carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati".

(trattandosi di un'operazione con una finalità fraudolenta) idoneo a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli "strumenti finanziari" *stricto sensu* intesi, condotta sanzionata dall'art. 185 TUF a titolo di manipolazione del mercato³⁶.

Si pensi ad un acquisto massivo di "quote di esito" su *Polymarket* che, come visto, può indurre i *trader* ad effettuare speculari operazioni sul mercato regolamentato, con un conseguente alterazione del corretto funzionamento del mercato (*rectius* di una determinazione del prezzo di scambio dello strumento finanziario abusivamente ed illecitamente condizionata). Se, come detto, tale attività viene attuata esclusivamente al fine di alterare artificialmente il prezzo – ad esempio mediante l'inserimento di ordini di acquisto successivamente annullati – essa potrebbe integrare una condotta fraudolenta rilevante ai sensi della predetta disposizione.

Insomma, le potenziali insidie al corretto funzionamento del mercato che l'attuale modalità di utilizzo dei *prediction market* presenta sono diverse e ancora è da verificarne l'effettiva portata, ma senz'altro si tratta di un aspetto delicato con cui il legislatore non potrà che fare i conti.

In questa prospettiva, può definitivamente apprezzarsi la possibile lesione del bene giuridico tutelato dalla norma in esame: le transazioni sui mercati predittivi, pur operando in un contesto distinto da quello finanziario regolamentato, sono idonee – almeno in determinate condizioni – a incidere indirettamente sull'andamento di quest'ultimo, soprattutto ove si inseriscano in strategie informative più ampie. Il rischio appare ancor più evidente nell'ipotesi di utilizzo abusivo di informazioni privilegiate, che potrebbero essere impiegate per assumere posizioni rilevanti sui mercati predittivi, contribuendo così alla formazione di segnali di prezzo suscettibili di orientare anche gli operatori dei mercati regolamentati.

Ciò evidenzia come anche condotte di abuso di informazioni privilegiate realizzate su piattaforme diverse da quelle finanziarie possano, in via mediata, compromettere il corretto funzionamento dei mercati e risultare, pertanto, lesive del bene giuridico tutelato.

Che vi sia attualmente un vuoto di tutela, nella dimensione voluta dal legislatore, emerge dal fatto che la norma in vigore non lega la rilevanza penale all'effettivo conseguimento di un profitto da parte dell'*insider*, ma punisce la semplice diffusione dell'informazione privilegiata, anche qualora

³⁶ Che, al primo comma, sanziona "chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, [con] la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni. La pena è della reclusione da due a sette anni e della multa da euro venticinquemila a euro sei milioni se il fatto è commesso mediante l'impiego di sistemi di intelligenza artificiale".

ciò non si traduca in un'operazione concreta avente ad oggetto gli strumenti relativi al soggetto giuridico a cui si riferisce l'informazione *price sensitive*.

Allo stesso modo, se è vero che il legislatore, attraverso la disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate, ha inteso predisporre una tutela particolarmente incisiva del corretto funzionamento del mercato, è altrettanto vero che la mera circostanza che i *prediction markets* non siano, allo stato, sottoposti a regolamentazione finanziaria non consente di inferire automaticamente la liceità dell'utilizzo di informazioni privilegiate al loro interno.

Per cogliere l'estensione della disciplina, occorre richiamare ancora una volta l'art. 182 del TUF, il quale coordina l'ambito applicativo della normativa nazionale con quella europea, stabilendo l'operatività delle fattispecie di *market abuse* anche con riferimento a condotte poste in essere in relazione a strumenti finanziari negoziati o ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) o sistemi organizzati di negoziazione (OTF), nonché a strumenti derivati o prodotti ad essi collegati, in coerenza con la disciplina del *Market Abuse Regulation*.

Tale estensione, tuttavia, non può essere interpretata in senso analogico, dovendo essere rispettato il principio di legalità e di tassatività della fattispecie penale.

Ne consegue che l'applicazione della disciplina richiede comunque la riconducibilità delle condotte a strumenti e mercati rientranti nell'ambito oggettivo definito dal legislatore e dal regolatore europeo.

In questa prospettiva, la non riconducibilità dei *prediction markets* ai mercati finanziari regolamentati non sembrerebbe discendere tanto da una scelta discrezionale di esclusione, quanto dall'assenza del presupposto oggettivo richiesto dalla fattispecie, con la conseguenza che la loro eventuale inclusione nel perimetro dell'art. 184 TUF non potrebbe avvenire in via di interpretazione estensiva oltre i limiti consentiti dal principio di legalità.

6. Considerazioni conclusive.

L'analisi svolta mette in luce come i *prediction markets*, pur configurandosi formalmente come piattaforme di scommesse, possano avere effetti reali e significativi sui mercati finanziari regolamentati, soprattutto quando vi si utilizzino informazioni privilegiate.

La struttura decentralizzata e non regolamentata di queste piattaforme crea, allo stato, un'area grigia rispetto alla normativa italiana sull'*insider trading*, con la conseguente possibilità di fenomeni di arbitraggio informativo che potrebbero compromettere la trasparenza, la liquidità e l'efficienza dei mercati tradizionali.

Il quadro normativo delineato dall'art. 184 TUF garantisce oggi una protezione molto ampia del bene giuridico tutelato, includendo condotte dirette o indirette di abuso di informazioni privilegiate, ma vincola la

punibilità tanto al fatto che l'operazione abbia ad oggetto "strumenti finanziari", quanto che ciò avvenga sui mercati regolamentati o sulle piattaforme autorizzate. Allo stato, le operazioni sui *prediction markets* sembrerebbero quindi sottarsi a questa tutela, aprendo uno spazio di potenziale rischio non ancora disciplinato.

Da un lato, questa lacuna evidenzia i limiti della normativa penale attuale, che pur estremamente rigorosa nei confronti degli strumenti finanziari tradizionali, non è stata concepita per intercettare strumenti finanziari paralleli, decentralizzati e globali come quelli dei mercati predittivi. Dall'altro, il fenomeno solleva la necessità di riflessione da parte del legislatore e del regolatore: se l'espansione di tali piattaforme dovesse interessare anche il mercato italiano, il rischio di distorsioni e di comportamenti opportunistici basati su informazioni privilegiate non sarebbe più puramente teorico.

Da questo punto di vista, senza volerli spingere a suggerire interventi normativi eccessivamente complessi o di difficile formulazione, potrebbe ipotizzarsi una più semplice estensione delle condotte penalmente rilevanti, ricomprendendovi anche le operazioni effettuate, abusando di informazioni privilegiate, sui mercati predittivi aventi ad oggetto eventi o circostanze idonei a incidere sul valore di soggetti giuridici emittenti uno o più degli strumenti finanziari analiticamente richiamati dalla normativa di settore.

Tale soluzione, tuttavia, non può considerarsi risolutiva, in considerazione delle evidenti criticità probatorie (si pensi alla difficoltà di ricondurre soggettivamente all'agente operazioni spesso effettuate con applicativi finalizzati a rendere più difficoltosa l'individuazione del titolare dell'*account*, come le VPN) e dei problemi di tipicità che deriverebbero dall'estensione della fattispecie a contesti di mercato (ad oggi) non regolamentati e strutturalmente eterogenei rispetto ai mercati finanziari tradizionali.

In definitiva, la questione dei mercati predittivi rappresenta oggi un terreno in gran parte inesplorato, un vero e proprio "vaso di Pandora" per la disciplina dell'*insider trading*: la sfida futura sarà quella di coniugare innovazione tecnologica e tutela dei mercati, valutando se e in che misura estendere l'ambito di applicazione delle norme esistenti, senza compromettere i principi fondamentali del diritto penale e della regolamentazione finanziaria.