



Focus on

MANIPOLAZIONE DEL MERCATO: COME ORIENTARCI?

Maggio 2017

www.lascalaw.com

www.iusletter.com

Milano | Roma | Torino | Bologna | Firenze | Venezia | Vicenza | Padova | Ancona

redazione@iusletter.com



Premessa

La continua evoluzione del mercato mobiliare, la cui operatività travalica fisiologicamente i confini dei singoli Stati, la necessità di porre rimedio alla eccessiva eterogeneità tra gli apparati punitivi adottati dagli Stati membri, stabilendo un quadro sanzionatorio uniforme, severo e dissuasivo a fronte dei numerosi scandali finanziari che si sono susseguiti nel corso degli ultimi anni, hanno condotto il legislatore ad innovare radicalmente la disciplina dettata in materia di abusi di mercato.

Il quadro normativo è assai complesso ed articolato.

In data 16 aprile 2014, sono stati emanati il Regolamento (UE) 596/2014 (“**MAR**”) e la Direttiva 2014/57/UE (“**MAD II**”).

Entrambi i provvedimenti sono entrati in vigore il 3 luglio 2016, con la differenza sostanziale che la MAD II, ai fini della sua concreta attuazione, necessita di un formale recepimento da parte dei legislatori degli Stati membri.

Il c.d. “pacchetto *market abuse*” si compone inoltre di una serie di provvedimenti attuativi (prevalentemente regolamenti della Commissione, ma non solo) volti a disciplinare, tra l’altro, gli indicatori di manipolazione del mercato, i criteri, la procedura e i requisiti relativi all’istituzione di una prassi di mercato ammessa, gli elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate e il relativo aggiornamento, la notifica e per la comunicazione al pubblico delle operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, i programmi di riacquisto di azioni proprie, le misure di stabilizzazione, le raccomandazioni in materia di investimenti, i sondaggi di mercato, il ritardo nelle comunicazioni al pubblico delle informazioni privilegiate.

Senza alcuna pretesa di esaustività, tracciamo una breve sintesi delle principali novità introdotte dalla MAD II e dal MAR.



1. La direttiva (UE) n. 2014/57 (MAD II)

Lo scopo fondamentale della MAD II è quello di introdurre l'obbligo per gli Stati membri di sanzionare penalmente - per la prima volta a livello europeo - le persone fisiche e giuridiche colpevoli dei reati di abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato e comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Infatti, mentre precedentemente la MAD imponeva l'adozione di misure e sanzioni di natura amministrativa, lasciando, invece, ampia discrezionalità agli Stati membri relativamente alle misure penali, la MAD II introduce, appunto, un quadro normativo radicalmente invertito.

Per quanto riguarda il c.d. *insider trading*, rispetto a quanto attualmente previsto dall'art. 184 TUF, la MAD II (i) disciplina autonomamente la comunicazione illecita di informazioni privilegiate; (ii) torna a sanzionare penalmente il c.d. insider secondario, la condotta cioè posta in essere da soggetti che abbiano ottenuto l'informazione privilegiata senza che vi sia un collegamento funzionale tra la posizione occupata, l'attività svolta e l'accesso all'informazione e siano a conoscenza del carattere privilegiato della medesima; (iii) considera abuso di informazioni privilegiate anche il relativo utilizzo tramite annullamento o modifica di un ordine concernente uno strumento finanziario al quale le informazioni si riferiscono quando tale ordine è stato inoltrato prima che la persona interessata entrasse in possesso di dette informazioni; (iv) dispone che il ricorso a raccomandazioni o induzioni è inteso come abuso di informazioni privilegiate quando il soggetto che vi ricorre sa o dovrebbe sapere che esse si basano su informazioni privilegiate.

Per quanto riguarda, invece, la manipolazione del mercato, la MAD II, diversamente da quanto previsto dall'art. 185 TUF, (i) fornisce una descrizione dettagliata delle condotte rilevanti e (ii) non richiede che le condotte manipolative siano concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo dello strumento finanziario, qualificandosi come reato di pericolo.

Si precisa comunque che le sanzioni penali previste dall'attuale ordinamento nazionale (artt. 184 e 185 TUF e, per le persone giuridiche art. 187-*quinquies* e D.Lgs. 231/2001) rientrano ampiamente nei parametri "minimi" richiesti dalla MAD II.



2. Il regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR)

Lo scopo del MAR è invece quello di (i) istituire un quadro sanzionatorio amministrativo in materia di abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato (abusi di mercato) e (ii) di introdurre una serie di misure per prevenire gli abusi di mercato, al fine di garantire l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e accrescere la tutela degli investitori e la fiducia in tali mercati.

Quanto al primo profilo si precisa che le condotte di abuso e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate risultano identiche rispetto a quelle previste dalla MAD II, da cui consegue la diversità rispetto a quanto stabilito dall'art. 187 *bis* TUF.

Relativamente alle condotte di manipolazione del mercato, il legislatore ha previsto (i) una descrizione delle condotte rilevanti parzialmente diversa da quella prevista dalla MAD II (la tutela viene infatti anticipata); (ii) una lista esemplificativa di condotte considerate manipolative e (iii) il rinvio ad un elenco non tassativo di indicatori connessi all'utilizzo di artifici o di qualsiasi altra forma di inganno o espediente, ovvero connessi a segnali falsi o fuorvianti e alla fissazione dei prezzi.

Anche per quanto concerne l'attuale impianto sanzionatorio amministrativo, si precisa che il massimo edittale previsto dagli artt. 187-*bis* e 187-*ter* TUF è comunque superiore alla misura minima prescritta dal MAR.

Quanto al secondo profilo il MAR disciplina, tra l'altro: (i) i sondaggi di mercato; (ii) le prassi di mercato ammesse; (iii) i programmi di riacquisto di azioni propri e di stabilizzazione; (iv) gli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate; (v) gli elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate; (vi) le operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, gestione e controllo; (vii) le raccomandazioni di investimento e statistiche.



3. Recepimento in Italia della disciplina “*market abuse*”

Entro il termine, del 3 luglio 2016, previsto per l’entrata in vigore dei suddetti provvedimenti normativi, gli Stati membri avrebbero dovuto adottare gli opportuni provvedimenti legislativi di recepimento, al fine di dare concreta attuazione alla MAD II.

Il disegno di legge di delegazione europea 2014, presentato dal Governo alle Camere nel febbraio 2015, non prevedeva alcuna modifica della disciplina del TUF, sulla giustificazione che “*non risultano necessarie misure nazionali per la sua adozione in quanto l’ordinamento nazionale è già conforme*”.

Tale posizione assunta dal legislatore nazionale trascurava, tuttavia, le strutturali modifiche che il recepimento del corpus normativo, costituito dal MAR e dalla MAD II, comportano per l’adeguamento del assetto legislativo nazionale.

A tale “inconveniente” il legislatore ha tuttavia posto rimedio: l’art. 11 della Legge di delegazione europea 2014 ha fissato i principi e i criteri direttivi per l’attuazione della MAD II relativa alle sanzioni in caso di abusi di mercato, anche ai fini dell’adeguamento verso l’alto dei minimi edittali degli illeciti amministrativi di cui agli artt. 187 *bis* e *ter* TUF (lett. f), nonché l’individuazione - “*fermo restando un sistema di sanzioni amministrative proporzionato, efficace e dissuasivo*” - di “*condotte gravi di abuso di mercato punibili con sanzioni penali efficaci, proporzionate e dissuasive*” (lett. i), queste ultime da determinarsi “*sulla base dei criteri contenuti nella direttiva 2014/57/UE, quale la qualificazione soggettiva dei trasgressori, come nel caso in cui essi siano esponenti aziendali degli emittenti, ovvero esponenti di autorità di vigilanza o di governo, ovvero persone coinvolte in organizzazioni criminali ovvero persone che abbiano già commesso in passato lo stesso tipo di illecito di abuso di mercato*” (lett. l).

Inoltre, alla successiva lettera m, la legge delega prescrive al Governo di “*evitare la duplicazione o il cumulo di sanzioni penali e sanzioni amministrative per uno stesso fatto illecito, attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentano l’applicazione della sola sanzione più grave ovvero che impongano all’autorità giudiziaria o alla CONSOB di tenere conto, al momento dell’irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate*”.



Ad oggi, il Governo non ha, tuttavia, ancora provveduto a dar seguito alla delega ricevuta dal Parlamento. Inoltre, non sono state emanate le disposizioni di coordinamento necessarie per dare effettiva attuazione ad alcune disposizioni del MAR, rivolte agli Stati membri e che pertanto richiedono per la propria efficacia di un espresso intervento del legislatore nazionale.

Pertanto, la riforma europea in materia *market abuse* è intervenuta su un quadro normativo nazionale rimasto (per il momento, ancora) immutato.

In assenza di una revisione delle disposizioni del TUF che disciplinano materie oggi regolate dal MAR e dai relativi regolamenti attuativi, l'applicazione delle disposizioni europee sta comportando la contemporanea esistenza di due sistemi normativi:

- 1 - MAR e relativi regolamenti attuativi;
- 2 - TUF e relativi regolamenti in materia di emittenti e mercati.

Ciò determina, pertanto, l'impellente necessità di ricostruire il quadro normativo effettivamente applicabile, avuto riguardo alla natura sovraordinata delle disposizioni di matrice europea (laddove direttamente applicabili), nonché al carattere di specialità delle une o delle altre, a seconda dei casi specifici.

Ciò, in particolare, anche in considerazione del fatto che l'entrata in vigore della nuova normativa europea, direttamente applicabile negli Stati membri, ha peraltro reso necessario abrogare la normativa secondaria e, in particolare, le norme contenute nei Regolamenti Consob che afferiscono a materie oggi incluse nell'ambito di applicazione MAR.

In data 24 ottobre 2016, Consob ha, pertanto, avviato la procedura di modifica dei regolamenti di attuazione del TUF per dare esecuzione al MAR, la quale si è conclusa con la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale n. 88 del 14 aprile 2017 della Delibera Consob del 22 marzo 2017 n. 19925 recante "*modifiche dei regolamenti di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la disciplina degli emittenti e dei mercati, nonché del regolamento in materia*



di operazioni con parti correlate, per l'attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato".

In tale ambito, Consob, al fine di coordinarle con il nuovo impianto normativo di matrice europea, ha altresì modificato anche le ulteriori disposizioni regolamentari che discendono da disposizioni di legge non direttamente intaccate dal MAR, ma ad essa comunque connesse, quali, ad esempio, le disposizioni che riguardano gli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, le operazioni di acquisto di azioni proprie, gli obblighi di comunicazione delle operazioni effettuate da azionisti che detengono una partecipazione superiore al 10 per cento del capitale o che controllano l'emittente quotato.

Inoltre, a seguito delle evidenze acquisite nell'ambito della consultazione pubblica avviata dall'Autorità di vigilanza per la modifica dei regolamenti di attuazione del TUF, Consob ha altresì rilevato la necessità di predisporre adeguate "*Guide Operative*" che consentano agli operatori di ricostruire l'articolato diritto vigente, fornendo altresì chiarimenti applicativi sulle corrette modalità di adempimento degli obblighi imposti.

A tal fine, in data 6 aprile 2017, Consob ha posto in consultazione (la cui conclusione è fissata per il giorno 6 giugno 2017) due comunicazioni recanti l'adozione delle Guide Operative relative a:

- a. "*Gestione delle informazioni privilegiate*";
- b. "*Raccomandazioni di investimento*".

4. In conclusione

Il contesto normativo descritto determina l'esistenza, nell'ordinamento interno, di norme ordinarie di fonte europea, di livello primario e secondario, talvolta dotate di efficacia diretta, ma che non sono di fatto sanzionabili in caso di mancata osservanza.

Tale circostanza pone evidenti problemi di coordinamento e di diversa efficacia delle norme europee rispetto all'ordinamento interno per l'individuazione delle fattispecie rilevanti e della relativa disciplina sanzionatoria (amministrativa e penale) effettivamente applicabile.



Si può senza dubbio osservare che la sopradescritta regolamentazione “multilivello” pone all’interprete il compito, certamente non semplice, di mediare tra il contesto giuridico europeo e quello nazionale. In particolare, nel caso della disciplina sulla *market abuse*, il nuovo impianto normativo pone, allo stato attuale, ancora prima che problematiche di interpretazione delle singole fattispecie, difficoltà di coordinamento nell’applicazione dei diversi atti, europei e nazionali, legislativi e regolamentari.

In un simile quadro si rende pertanto particolarmente urgente e, quanto mai, indispensabile il tempestivo intervento del legislatore nazionale.

Sabrina Galmarini

Partner

Team Regulatory

s.galmarini@lascalaw.com

Luca Bettinelli

Team Regulatory

l.bettinelli@lascalaw.com

