

SCHEDA DI VALUTAZIONE n. 6/2012
dei progetti di atti legislativi trasmessi ai sensi del protocollo
sull'applicazione dei principi di sussidiarietà e proporzionalità

TITOLI:	Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato); Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato.		
NUMERO ATTI	COM (2011) 651 def. COM (2011) 654 def.		
NUMERO PROCEDURE	2011/0295 (COD) 2011/0297 (COD)		
AUTORE	Commissione europea		
DATA DEGLI ATTI	20/10/2011		
DATE DI TRASMISSIONE	7/11/2011; 8/11/2011		
SCADENZE OTTO SETTIMANE	02/01/2012; 03/01/2012		
ASSEGNATI IL	11/11/2011		
COMM.NE DI MERITO	6 ^a	Parere motivato entro	15/12/2011
COMM.NI CONSULTATE	2 ^a , 3 ^a e 14 ^a	Oss.ni e proposte entro	07/12/2011
OGGETTO	La proposta di regolamento e la proposta di direttiva in esame (COM (2011) 651 e COM (2011) 654) mirano, nel quadro inaugurato dalla direttiva 2003/6/CE (MAD, <i>Market Abuse Directive</i>), ad accrescere ulteriormente la fiducia degli investitori e l'integrità del mercato tenendo conto in particolare dei nuovi sviluppi sul piano tecnologico e normativo e delle lacune che ne sono derivate nella regolamentazione dei nuovi mercati, piattaforme e strumenti OTC (<i>over the counter</i> , vale a dire fuori borsa), nonché nella regolamentazione delle merci e degli strumenti derivati a esse collegati. Le proposte in oggetto provvedono inoltre a chiarire concetti fondamentali e a correggere sensibilmente quell'eccesso di discrezionalità e di opzioni che ha parzialmente compromesso l'efficacia della direttiva madre, nonché a rafforzare e rendere più coerente il		

sistema sanzionatorio.

BASE GIURIDICA

La base giuridica della proposta di regolamento è individuata nell'art. 114 TFUE, secondo il quale il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno.

La base giuridica della proposta di direttiva è invece individuata nell'articolo 83, paragrafo 2, del TFUE, secondo il quale, laddove il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri in materia penale si riveli indispensabile per garantire l'attuazione efficace di una politica dell'Unione in un settore che è stato oggetto di misure di armonizzazione, norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni nel settore in questione possono essere stabilite tramite direttive adottate secondo la procedura legislativa ordinaria. Si tratta, in assoluto, della prima proposta legislativa presentata con il nuovo articolo 83, paragrafo 2, TFUE come base giuridica¹.

PRINCIPI DI SUSSIDIARIETÀ E PROPORZIONALITÀ

La Commissione ritiene le due proposte conformi al principio di sussidiarietà, in quanto l'abuso di mercato può verificarsi ovunque un determinato strumento sia quotato, con evidenti implicazioni transfrontaliere e con il rischio concreto che qualunque iniziativa assunta a livello nazionale venga aggirata o resa inefficace in assenza di un'analogha iniziativa a livello UE. Le ritiene altresì conformi al principio di proporzionalità in quanto gli interventi previsti sono mirati e si limitano a quanto strettamente necessario per conseguire gli obiettivi richiesti.

ANNOTAZIONI:

Le due proposte in esame prendono le mosse dalla necessità, evidenziata dalla relazione del gruppo ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'UE, di rafforzare il quadro prudenziale e di condotta negli affari per il settore finanziario attraverso regimi di vigilanza e sanzionatori solidi e credibili. Le proposte stesse sono state precedute da intense consultazioni svoltesi con tutti i principali interessati, comprese autorità pubbliche degli Stati membri, emittenti, intermediari e investitori.

La direttiva MAD si basa sul concetto di vietare l'abuso di informazioni privilegiate o la manipolazione del mercato in strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato. Tuttavia, dall'adozione della [Direttiva 2004/39/CE](#) sui mercati degli strumenti finanziari (cd. MiFID), gli strumenti finanziari vengono negoziati sempre più spesso su sistemi

¹ Si tenga presente che l'art. 83, paragrafo 3, del TFUE prevede il meccanismo del c.d. freno di emergenza. Qualora infatti un membro del Consiglio ritenga che un progetto di direttiva di cui al paragrafo 1 o 2 incida su **aspetti fondamentali del proprio ordinamento giuridico penale**, può chiedere che il Consiglio europeo sia investito della questione. In tali casi, la procedura legislativa ordinaria è sospesa e il Consiglio europeo ha quattro mesi di tempo per adottare una posizione comune, che pone fine alla sospensione della procedura legislativa. Se, invece, non c'è accordo, almeno nove Stati membri possono decidere di instaurare una cooperazione rafforzata sulla base del progetto di direttiva in questione.

multilaterali di negoziazione ("*Multilateral trading facilities*", o MTF) o altri tipi di sistemi organizzati di negoziazione ("*Organised trading facilities*", o OTF), o sono negoziati fuori borsa, ossia "over the counter" (OTC).

Pertanto, la **proposta di regolamento**, al **Capo I** ("Disposizioni generali"), estende in primo luogo il campo di applicazione del quadro normativo sugli abusi di mercato a tutti gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un MTF o un OTF, nonché a tutti gli strumenti finanziari negoziati OTC che possono avere un impatto sul mercato sottostante.

La proposta interviene altresì sui cd. "mercati a pronti", ossia i mercati dove tutte le operazioni di compravendita di attività finanziarie si concludono con l'effettiva consegna del bene oggetto della transazione e con pagamento in denaro a breve termine. L'intervento normativo si limita alle sole operazioni o comportamenti che sono collegati a e hanno effetti sui mercati finanziari e degli strumenti derivati: ciò al fine di evitare che gli investitori in strumenti derivati su merci siano meno tutelati degli investitori in strumenti derivati dei mercati finanziari.

La proposta tiene altresì conto dell'aumento generalizzato dell'uso dei metodi di trading automatico (utilizzo di un software che, seguendo una serie di algoritmi e regole predefinite, immette ordini sul mercato in modo automatizzato). Si tratta di metodi in linea di massima legali, all'interno dei quali rientrano tuttavia alcune strategie "a rischio" come il "*quote stuffing*" (consistente nell'inoltrare e annullare in rapida successione ingenti ordini sul mercato), il "*layering*" (consistente nell'accumulare una molteplicità di ordini) e lo "*spoofing*" (consistente nell'inoltrare ordini ingannevoli), che vengono segnalate, a mo' di esempi specifici di potenziale abuso di mercato, nel testo della proposta di regolamento.

La proposta vieta altresì esplicitamente i tentativi di manipolare il mercato, innovando in questo rispetto alla direttiva MAD - che, occupandosi esclusivamente di abusi già compiuti, prevedeva che l'autorità di regolamentazione dovesse essere in grado di dimostrare che un ordine fosse stato impartito o un'operazione eseguita - e disciplinando anche i casi in cui un soggetto agisce con l'evidente intenzione di manipolare un mercato senza che sia stato impartito un ordine o eseguita un'operazione.

Poiché, nell'ambito del riesame della direttiva MiFID, le quote di emissioni saranno riclassificate come strumenti finanziari, sempre al Capo I viene inserita una definizione specifica di informazione privilegiata per le quote stesse, attribuendo l'obbligo di comunicarla ai partecipanti al mercato delle quote di emissioni.

Il **Capo II** della proposta è dedicato all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, e si sofferma in particolare sui casi nei quali si configuri una concreta possibilità di abusare di un'informazione privilegiata anche prima che l'emittente sia tenuto a comunicarla o in assenza di un vero e proprio obbligo di comunicazione. Vengono altresì introdotte norme volte a garantire pari condizioni a tutti i sistemi e sedi di negoziazione che rientrano nel campo di applicazione del regolamento, imponendo a ciascuno dei suddetti sistemi l'adozione delle necessarie disposizioni strutturali dirette a prevenire e individuare pratiche di manipolazione del mercato.

Il **Capo III** disciplina nel dettaglio gli obblighi di comunicazione, prevedendo in primo luogo, per i casi in cui la direttiva MAD consentiva agli emittenti di strumenti finanziari, seppur a determinate condizioni, di ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, che le autorità competenti possano sempre verificare, a posteriori, l'effettiva sussistenza di condizioni specifiche che giustificassero il rinvio.

Per quanto concerne i registri delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate, la proposta di regolamento interviene a eliminare le differenze nazionali che hanno imposto oneri amministrativi superflui sugli emittenti, demandando ad atti delegati l'individuazione delle informazioni precise da inserire nei registri stessi.

La proposta prevede altresì una disciplina "semplificata" per gli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su mercati di crescita per le piccole e medie imprese, tenendo conto della portata e delle dimensioni più ristrette delle attività di tali emittenti e del fatto che gli eventi che rendono necessario comunicare informazioni privilegiate sono in linea di massima più limitati rispetto a quanto accade per emittenti di dimensioni maggiori.

Viene infine precisato l'ambito degli obblighi di segnalazione su operazioni svolte da persone che esercitano responsabilità di direzione, estendendolo anche alle operazioni effettuate da persone che esercitano un potere discrezionale ma agiscono per conto di qualcuno che esercita responsabilità di direzione presso un emittente, o le operazioni tramite le quali chi esercita responsabilità di direzione dà in garanzia o in prestito propri titoli. Viene altresì introdotta in tutti gli Stati membri una soglia di 20.000 EUR, a partire dalla quale scatta l'obbligo della segnalazione.

Il **Capo IV** regola i poteri delle autorità competenti, stabilendo in primo luogo che esse possano accedere sistematicamente ai dati necessari per indagare su sospetti casi di abuso di mercato e disponendo che tali dati siano loro trasmessi direttamente in un determinato formato. Viene quindi prevista, seppur nel pieno rispetto di quanto disposto in proposito dalla Carta dei diritti fondamentali, la possibilità per le autorità competenti dei vari Stati membri di accedere a locali privati e sequestrare documenti, previa autorizzazione dell'autorità giudiziaria. Si prevede altresì - e sempre nel rispetto del diritto fondamentale alla riservatezza - la possibilità per le autorità competenti di richiedere le registrazioni relative al traffico telefonico e allo scambio di dati conservate da un operatore di telecomunicazioni o da una società di investimento, quando esista il ragionevole sospetto che tali registrazioni, connesse all'oggetto dell'ispezione, possano essere rilevanti al fine di dimostrare un abuso di informazioni privilegiate o una manipolazione del mercato.

Un importante ruolo di coordinamento, considerato il carattere potenzialmente transfrontaliero degli abusi di mercato, verrà svolto dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM), mentre le autorità competenti dei singoli Stati membri sono tenute a cooperare e scambiare informazioni con altre autorità competenti e, per quanto concerne gli strumenti derivati sulle merci, con le autorità di regolamentazione responsabili per i mercati a pronti collegati, all'interno dell'UE come nei Paesi terzi.

Il **Capo V**, infine, si sofferma sulle sanzioni amministrative, introducendo regole minime e lasciando agli Stati membri la facoltà di stabilire norme più rigorose. Più in particolare, la proposta di regolamento prevede la restituzione dei profitti (quando sia possibile determinarli), compresi gli interessi, e ammende che devono essere superiori ai profitti conseguiti o alle perdite evitate in conseguenza di un comportamento non corretto. Vengono introdotti anche incentivi e tutele per chi segnala sospetti abusi di mercato, inclusi incentivi finanziari per chi fornisce alle autorità competenti informazioni rilevanti che conducano a sanzioni pecuniarie.

Nel **Capo VI**, si conferisce alla Commissione il potere di adottare atti delegati, per un periodo di tempo indeterminato salvo revoca o obiezione, per quanto riguarda l'integrazione e la modifica delle condizioni dei programmi di *buy-back* e la stabilizzazione di strumenti finanziari, le definizioni contenute nel regolamento, le condizioni per la redazione degli elenchi privilegiati, le condizioni relative alle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di

direzione e le disposizioni relative alle persone che forniscono informazioni che permettono di individuare eventuali violazioni del regolamento.

Nelle **Disposizioni transitorie** (art. 34), si provvede ad abrogare la direttiva 2003/6/CE con effetto successivo a 24 mesi dall'entrata in vigore del regolamento, disponendo altresì che i richiami ad essa debbano essere interpretati come riferimenti al nuovo regolamento.

Il quadro relativo alle sanzioni per abusi di mercato è ovviamente completato dalla **proposta di direttiva** in esame, che prende sostanzialmente le mosse dalla comunicazione della Commissione europea "Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari" ([COM \(2010\) 716](#)), nella quale si rilevava come le sanzioni penali, e in particolare la reclusione, "esprimano un forte biasimo che potrebbe rafforzare la dissuasività delle sanzioni, a condizione che siano applicate correttamente dal sistema giudiziario penale". A tal fine, la proposta di direttiva introduce norme minime sui reati e sulle sanzioni penali per gli abusi di mercato, da recepire nel diritto penale nazionale, nonché norme minime comuni sulla definizione dei reati oggetto di sanzioni penali, per includervi i casi più gravi di abuso di mercato.

Più nel dettaglio, gli articoli 3 e 4 della proposta, in combinato disposto con l'articolo 2, stabiliscono che le due principali forme di abuso di mercato, ossia l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato, vanno considerate reati se commesse intenzionalmente.

Il reato di abuso di informazioni privilegiate deve essere applicato alle persone in possesso di tali informazioni che siano consapevoli del loro valore, mentre il reato di manipolazione del mercato è applicabile a tutti.

L'articolo 5 stabilisce che anche l'istigazione ai reati di cui agli articoli 3 e 4, nonché il favoreggiamento e la complicità, sono punibili negli Stati membri; lo stesso vale per il tentativo di commettere uno dei reati citati, fatta eccezione per la divulgazione non corretta di informazioni privilegiate e la diffusione di informazioni che forniscono indicazioni false o fuorvianti, per la quale sono previste esclusivamente sanzioni di tipo amministrativo.

L'articolo 6 impone agli Stati membri l'obbligo di adottare le misure necessarie ad assicurare che i reati elencati dalla direttiva siano oggetto di sanzioni penali efficaci, proporzionate e dissuasive. L'articolo 7, infine, impone agli Stati membri l'obbligo di garantire che dei reati elencati possano essere considerate responsabili anche le persone giuridiche.

Per quanto concerne la **posizione dell'Italia sulle due proposte in esame**, va rilevato come la Consob abbia partecipato, nel 2010, alla consultazione pubblica sulla revisione della direttiva MAD, rispondendo puntualmente ai 15 quesiti proposti dalla DG mercato interno della Commissione europea.

Dal [contributo Consob](#) emerge una certa perplessità (anche se non una contrarietà di principio) all'idea di estendere la portata della direttiva MAD dagli abusi ai tentativi di manipolazione del mercato; un orientamento nettamente favorevole all'estensione del campo d'azione della direttiva MAD alle azioni di manipolazione dei mercati commesse attraverso i derivati o strumenti finanziari ammessi alla negoziazione anche al di fuori di mercati regolamentati; un orientamento più prudente per quanto concerne una disciplina semplificata a beneficio delle PMI.

La Consob si è dichiarata totalmente a favore delle misure per un rafforzamento delle operazioni di sorveglianza da parte delle autorità preposte, che includa l'obbligo di notifica per qualunque "ordinativo" sospetto.

Sul sistema sanzionatorio, la Consob si è pronunciata per una forte flessibilità, che consenta sanzioni massime abbastanza alte da garantire un adeguato effetto deterrente e impedire così che taluni soggetti "agiscano strategicamente e/o ripetutamente per sfruttare la differenza tra i profitti previsti per ciascuna violazione e la sanzione massima che potrebbe derivarne". D'altro canto, la Consob si è detta contraria all'individuazione di una sanzione minima, in quanto potrebbe rivelarsi comunque eccessiva, specie tenendo conto che le sanzioni amministrative si applicano anche a comportamenti non intenzionali.

Infine, la Consob si è dichiarata favorevole a fissare una soglia di 20.000 euro dalla quale far scattare l'obbligo di segnalazione per le operazioni svolte da chi esercita responsabilità di direzione. Si è dichiarata altresì a favore della possibilità, per le autorità competenti, di decidere un rinvio nella comunicazione di informazioni rilevanti per casi specifici, nonché la possibilità di verificare anche in un secondo tempo la liceità di qualunque ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate.

* * * * *

Per quanto riguarda il **contesto italiano**, si deve ricordare che la direttiva 2003/6/CE, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, e le direttive della Commissione 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE di attuazione (della prima) sono state recepite con l'art. 9 della legge 18 aprile 2005, n. 62 (legge comunitaria per il 2004). Si è trattato di un articolo con cui si è proceduto al recepimento diretto delle citate direttive e non già, come usuale per le leggi comunitarie, al conferimento di una delega al Governo.

Con il recepimento della direttiva si è provveduto ad adeguare l'ordinamento interno a una disciplina che è nata dalla considerazione che il buon funzionamento del mercato interno, con il connesso sviluppo della concorrenza tra i vari operatori, necessari di mercati finanziari aperti, efficienti ed integrati e, soprattutto, esiga l'integrità dei mercati finanziari.

L'articolo 9 ha quindi ridisciplinato gli obblighi di comunicazione al pubblico, da parte degli emittenti strumenti finanziari, delle informazioni privilegiate che li riguardano; ha obbligato i soggetti che producono o diffondono ricerche e valutazioni a presentare le informazioni in modo corretto e ad informare dell'esistenza di conflitti di interesse²; ha istituito il registro delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate; ha demandato alla Consob la determinazione delle modalità di acquisto di azioni proprie sul mercato.

L'articolo 9 citato ha introdotto, altresì, nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il Testo unico della finanza, TUF), novellato *in parte qua*, il Titolo I-bis, appositamente dedicato all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, di cui si forniscono in breve i contenuti essenziali³.

L'articolo 180 del TUF reca le definizioni di strumenti finanziari, ivi compresi quelli ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, di derivati su

² L'art. 114, comma 8, del TUF esclude da tale disciplina le **agenzie di rating**. Il considerando n. 10 della direttiva 2003/125/CE della Commissione, aveva sì preso atto che le agenzie di *rating* del credito emettono pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una determinata data, ma «*in se stessi tali pareri non costituiscono una raccomandazione ai sensi della presente direttiva*». Tuttavia, il medesimo considerando ha previsto che le agenzie di *rating* del credito dovrebbero valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne miranti ad assicurare che i *rating* di credito da esse pubblicati siano presentati correttamente e che esse comunichino al pubblico in maniera adeguata gli interessi rilevanti o i conflitti di interesse in rapporto agli strumenti finanziari o agli emittenti a cui i loro *rating* di credito si riferiscono.

³ E ciò anche alla luce delle successive modifiche apportate ad esso dal decreto legislativo 17 luglio 2009, n. 101, recante modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi 24 febbraio 1998, n. 58, e 17 settembre 2007, n. 164, in materia di intermediazione finanziaria e di mercati degli strumenti finanziari, e dalla legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari.

merci e di prassi di mercato ammesse, previste in generale dalla direttiva 2003/6/CE ed esplicitate dalla direttiva 2004/72/CE.

L'articolo 181 reca la definizione di informazione privilegiata, che deve essere di carattere preciso, non pubblica, concernente strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, ed idonea ad influire in modo sensibile sul prezzo.

L'articolo 182 reca norme sulla giurisdizione.

L'articolo 183 stabilisce le esenzioni dalla disciplina, vevoli per le operazioni di politica monetaria, valutaria e di **gestione del debito pubblico** e per le negoziazioni di azioni proprie effettuate dagli emittenti nell'ambito di un programma di riacquisto o di operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari.

Gli articoli 184 e 185, **ai fini della tutela in sede penale**, recano le definizioni dei reati di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, che nella forma non circostanziata sono puniti entrambi con la reclusione da due a dodici anni e, il primo, con la multa da euro ventimila a euro tre milioni, mentre il secondo con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni.

In particolare, secondo l'art. 184 del TUF, è **punito a titolo del reato di abuso di informazioni privilegiate** chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio: a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime; b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio; c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a). Allo stesso modo, è punito a titolo del reato di abuso di informazioni privilegiate chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose, compie taluna delle azioni sopra descritte.

Secondo, invece, l'art. 185 del TUF, è **punito a titolo del reato di manipolazione del mercato** 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.

Gli articoli 186 e 187 stabiliscono l'applicabilità di pene accessorie e la confisca del prodotto o del profitto del reato e dei beni utilizzati per commetterlo.

Gli articoli 187-*bis* e 187-*ter*, **ai fini della tutela in sede amministrativa**, recano le definizioni degli illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato. Per il primo tipo di illecito è fissata una sanzione amministrativa pecuniaria da euro ventimila a euro tre milioni; per il secondo una sanzione amministrativa pecuniaria da euro ventimila a euro cinque milioni.

In particolare, secondo l'art. 187-*bis* del TUF, è **punito a titolo dell'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate**, «*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*», chiunque realizzi una delle condotte prima descritte in relazione al reato di abuso di informazioni privilegiate. Inoltre, è punito solo a titolo di illecito amministrativo chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluno dei fatti punibili. Si sottolinea che l'ultimo comma dell'art. 187-*bis* equipara espressamente il tentativo dell'illecito amministrativo alla sua consumazione.

Secondo l'art. 187-*ter* del TUF, invece, è **punito a titolo dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato**, «*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*», chiunque, tramite mezzi di informazione, compreso internet o ogni altro mezzo, diffonde informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari. Inoltre, è punito allo stesso titolo chiunque pone in essere: a) operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano

idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari; b) operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale; c) operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifici od ogni altro tipo di inganno o di espediente; d) altri artifici idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari.

Come visto, quindi, **il sistema sanzionatorio previsto dalla legge comunitaria per il 2004 e trasfuso nel testo unico della finanza è incentrato su un duplice livello di tutela, penale ed amministrativo**. Su questi aspetti, si veda l'approfondimento *infra* nel testo.

Gli articoli 187-*quater* e 187-*sexies* stabiliscono l'applicabilità delle sanzioni amministrative accessorie e la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo, mentre l'articolo 187-*quinquies* reca la responsabilità amministrativa degli enti per gli illeciti commessi da soggetti che rivestono posizioni qualificate all'interno degli stessi, sulla falsariga del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231⁴.

L'articolo 187-*septies* reca la disciplina della procedura sanzionatoria amministrativa per siffatte violazioni, attribuita alla Consob, sia per la fase istruttoria che decisoria. Avverso il provvedimento sanzionatorio era previsto il ricorso in opposizione alla Corte d'appello. Ma l'entrata in vigore del codice del processo amministrativo ha devoluto la giurisdizione al giudice amministrativo⁵.

L'articolo 187-*opties*, disciplina, in attuazione dell'articolo 12 della direttiva 2003/6/CE, i poteri della Consob, alcuni dei quali mediati dall'autorizzazione della competente Procura della Repubblica, nello svolgimento dell'attività di accertamento delle violazioni delle disposizioni del nuovo Titolo I-*bis* del TUF. È previsto che la Consob possa avvalersi della Guardia di finanza. L'articolo 187-*nonies* configura, a carico di qualificate tipologie di soggetti, un generale obbligo di comunicazione alla Consob di operazioni che possano configurare violazione delle disposizioni del Titolo I-*bis* del TUF. Gli articoli da 187-*decies* a 187-*quinquiesdecies* sono rispettivamente dedicati ai rapporti tra la Consob e la magistratura, alle facoltà della Consob nel procedimento penale, ai rapporti tra procedimento penale e procedimento amministrativo⁶, all'esecuzione delle pene pecuniarie e delle sanzioni pecuniarie nel processo penale⁷, alle procedure consultive e, infine, ad un apposito illecito amministrativo per chi non ottempera alle richieste della Consob o ne ritarda l'esercizio delle funzioni.

Al di fuori del nuovo Titolo I-*bis* del TUF, l'articolo 9 della legge comunitaria per il 2004 ha effettuato altre modifiche finalizzate al recepimento della direttiva 2003/6/CE: ha modificato la procedura sanzionatoria degli illeciti amministrativi previsti dal TUF, di cui all'articolo 195, demandando alla Consob le funzioni istruttorie e decisorie; ha introdotto tra i reati previsti nel decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, quali presupposto per l'applicazione delle sanzioni amministrative agli enti, ivi previste, quello di abuso di informazioni privilegiate e ha confermato la previsione per la manipolazione del mercato; ha modificato l'articolo 2637 c.c., rubricato "aggiotaggio", nel senso di limitarne l'applicabilità agli strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato; ha incluso i reati di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato tra quelli per i quali l'articolo 266 c.p.p. consente le intercettazioni telefoniche o di altre

⁴ Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300.

⁵ Art. 133, comma 1, lett. l), del decreto legislativo 2 luglio 2010, n. 104.

⁶ Secondo l'art. 187-*duodecies* del TUF, il procedimento amministrativo di accertamento e il procedimento di opposizione di cui all'articolo 187-*septies* non possono essere sospesi per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione.

⁷ Secondo l'art. 187-*terdecies* del TUF, quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'articolo 187-*septies*, la esazione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa.

forme di comunicazione; ha previsto anche disposizioni transitorie conseguenti alla avvenuta parziale depenalizzazione dei fatti costituenti reato, ripetendo analoghe disposizioni di precedenti leggi sulla depenalizzazione.

* * * * *

La disciplina di attuazione della direttiva sugli abusi di mercato si connota per alcune peculiarità, relative al **concorso tra illeciti penali e amministrativi** che essa ha introdotto in riferimento ai medesimi fatti storici, anticipando in parte i contenuti delle proposte di regolamento e di direttiva in esame.

Come visto, il TUF individua due tipi di sanzioni per l'abuso di informazioni privilegiate e per la manipolazione del mercato. Un tipo di natura penale, costituito dagli articoli 184 e 185, come novellati dall'articolo 9. Un tipo di natura amministrativa, costituito dagli articoli 187-*bis* e 187-*ter*, introdotti dallo stesso articolo 9. Questi ultimi presentano all'inizio della disposizione la clausola «*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*».

Gli articoli 184 e 187-*bis* si riferiscono all'**abuso di informazioni privilegiate** (*insider trading*), sanzionandolo penalmente e amministrativamente. L'unica differenza tra le due fattispecie consiste nella non assoggettabilità a sanzione penale dei cosiddetti *insiders* secondari, ossia di coloro i quali, essendo a conoscenza dell'informazione privilegiata non in ragione delle proprie qualità professionali (come invece previsto per gli *insiders* primari), compiano i fatti previsti come illecito (gli acquisti o le vendite sul mercato o gli altri fatti descritti). Tali soggetti infatti ricadono nell'ambito applicativo dell'articolo 187-*bis*, comma 4, che non compare invece nel corrispondente articolo 184.

Gli articoli 185 e 187-*ter* si riferiscono alla **manipolazione del mercato**. La differenza tra le due fattispecie consiste nella maggiore specificità della norma sull'illecito amministrativo rispetto a quella sull'illecito penale. La prima infatti riprende nella sostanza i contenuti della direttiva 2003/6/CE sui fatti che costituiscono una condotta di *market abuse*, mentre la seconda utilizza la formulazione più generica della prima parte dell'articolo 2637 c.c., sull'agiotaggio.

Ci si trova di fronte a fattispecie che sanzionano gli stessi fatti, essendo per larga parte sovrapponibili le condotte vietate. Da tale constatazione, e considerando la norma generale in materia di risoluzione del concorso tra fattispecie penali e illeciti amministrativi, ossia l'articolo 9 della legge 689/81⁸, dovrebbe prevalere la disposizione speciale, sia essa quella penale, sia essa quella amministrativa. E su questa impostazione è orientata parte della giurisprudenza⁹.

Senonché, a tale configurazione sembrano opporsi alcuni argomenti, di ordine testuale, logico-sistematico e di interpretazione conforme alla normativa dell'Unione.

In primo luogo, si è da tempo sostenuto da parte della dottrina penalistica¹⁰ che l'adozione da parte della legge 689/81 del criterio di specialità (anziché di quello del concorso formale nonostante la specialità) suscita consistenti perplessità di ordine politico-criminale. «*Poiché l'illecito amministrativo è per lo più atteggiato in termini di disciplina settoriale «specializzata» rispetto ad una determinata materia, può accadere che esso prevalga, in termini di specialità*

⁸ Secondo l'art. 9, comma 1, della citata legge «*quando uno stesso fatto è punito da una disposizione penale e da una disposizione che prevede una sanzione amministrativa, ovvero da una pluralità di disposizioni che prevedono sanzioni amministrative, si applica la disposizione speciale*».

⁹ Si veda Cass. pen., sez. VI, sent. n. 15199/06, che in riferimento agli artt. 185 e 187-*ter* del TUF (manipolazione del mercato), ha affermato che «*si tratta di due norme che, a diverso titolo, intervengono su fattispecie tendenzialmente omogenee, per cui si pone un problema di sovrapposizione normativa, che determina la necessità di individuare i diversi ambiti applicativi, eventualmente utilizzando il principio di specialità di cui all'art. 9 legge 24 novembre 1981, n. 689. In realtà, l'intero intervento sanzionatorio nella materia del c.d. market abuse, attuato dalla citata legge n. 62 del 2005, si caratterizza per una ricorrente replica di norme incriminatrici penali in identici illeciti amministrativi, come ad esempio per le previsioni in tema di abuso di informazioni privilegiate (art. 184 e 187-*bis* d.lgs. n. 58 del 1998), secondo una tecnica legislativa inconsueta, destinata a creare sicuramente notevoli problemi applicativi*».

¹⁰ Tullio Padovani, *Diritto Penale*, Giuffrè, Milano, 1998, 495-6.

strutturale, nei confronti di norme penali comuni di ampio raggio applicativo (come sembra strutturato il rapporto tra illecito amministrativo e penale della manipolazione del mercato), finendo con l'indebolire la tutela proprio in quegli ambiti dove la presenza di un illecito amministrativo appare piuttosto determinata da un'esigenza di integrazione e di rafforzamento della tutela stessa".

Ed è per questi motivi che le leggi che si sono succedute nel tempo hanno sovente introdotto delle **clausole di riserva** nei casi in cui il fatto costituisca reato, con ciò derogandosi al principio di specialità sopra citato. La disciplina legislativa peraltro prevede anche delle **fattispecie in cui all'illecito di natura amministrativa si affiancano disposizioni di natura penale**, anche qui derogandosi al principio di specialità, e introducendo quindi un **cumulo di sanzioni**. Di queste norme esistono numerosi esempi. Si può ricordare l'articolo 4, comma 1, del decreto legislativo 19 dicembre 2003, n. 379, in materia di remunerazione delle capacità di produzione di energia elettrica¹¹, come anche l'articolo 5, comma 16, del decreto legislativo 24 maggio 2001, n. 299, relativo all'attuazione di una direttiva CE sull'interoperabilità del sistema ferroviario europeo ad alta velocità¹². Nel primo caso (clausole di riserva), la disposizione penale prevale su quella amministrativa. Nel secondo caso (cumulo di sanzioni) le disposizioni penali e amministrative concorrono formalmente, ossia si applicano cumulativamente per sanzionare lo stesso fatto.

Ora, la formulazione degli articoli 184 e 187-bis (*insider trading*), da un lato, e 185 e 187-ter (manipolazione del mercato), dall'altro, sembra ispirata ad una *ratio* volta a introdurre deroghe al principio di specialità di cui alla legge n. 689 del 1981, per cui **le disposizioni penali e amministrative dovrebbero applicarsi congiuntamente**, pur con alcuni temperamenti. L'inciso iniziale delle disposizioni che prevedono le sanzioni amministrative («*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*») appartiene infatti alla seconda delle clausole eccezionali del principio di specialità sopra indicate. Da tale punto di vista, la scelta del legislatore si pone in linea con le critiche che erano state mosse dalla dottrina penalistica sopra citata per quanto attiene all'applicazione del principio di specialità al concorso tra fattispecie penali e amministrative ed alle connesse possibilità di vuoti di tutela in settori importanti della vita civile.

In secondo luogo, configurare il rapporto tra gli illeciti penali e amministrativi di *insider trading* o di manipolazione del mercato in termini di specialità non sembra coerente con un'interpretazione logico-sistematica degli altri articoli introdotti nel TUF in sede di recepimento della direttiva 2003/6/CE. Che ci sia concorso sembra infatti avvalorato dall'articolo 187-duodecies del TUF, sopra ricordato, che fissa il principio che il procedimento amministrativo di accertamento non possa essere sospeso per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto gli stessi fatti. L'autonomia dei due procedimenti si giustifica meglio con la logica del concorso formale piuttosto che con quella del principio di specialità. D'altra parte, l'interpretazione volta a privilegiare il rapporto di specialità non sembra coerente neanche con l'articolo 187-terdecies del TUF, secondo il quale dalla pena pecuniaria eventualmente applicabile in sede penale va scomputata la sanzione amministrativa già irrogata. Ciò che presuppone naturalmente la contemporanea applicabilità.

Il terzo ordine di ragioni che giustifica il cumulo di sanzioni si fonda su un'interpretazione della disciplina "comunitariamente" orientata; ciò in base all'articolo 14,

¹¹ Il Gestore della rete di trasmissione nazionale segnala le violazioni degli obblighi degli operatori all'Autorità per l'energia elettrica e il gas, la quale provvede a irrogare sanzioni commisurate alla gravità delle violazioni accertate, comprese tra un valore minimo di 25.000 euro/MW e un valore massimo di 50.000 euro/MW di potenza remunerata su base annua. *Sono comunque fatte salve le sanzioni penali.*

¹² L'organismo notificato che effettua una valutazione di conformità positiva per un componente di interoperabilità, risultato non conforme all'atto dei successivi accertamenti svolti dal Gestore dell'infrastruttura o dall'Amministrazione competente, è assoggettato alla sanzione amministrativa del pagamento di una somma non inferiore a lire trenta milioni e non superiore a lire centottanta milioni. *Sono fatte salve le sanzioni penali eventualmente applicabili.*

paragrafo 1, della direttiva 2003/6/CE¹³. Questo articolo afferma che gli Stati membri «*sono tenuti a garantire*» che siano adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della direttiva. La norma europea dice, in sostanza, che “devono” essere previste sanzioni amministrative per punire i fatti di abuso di mercato, e che tali sanzioni “devono” essere efficaci, proporzionate e dissuasive. Ma l’articolo 14, paragrafo 1, fa salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali. La precisazione della direttiva potrebbe sembrare inutile, poiché la competenza in materia penale è rimessa agli Stati membri. Ciò che comporta, in positivo, l’esclusiva spettanza agli Stati della potestà di imporre sanzioni penali; e, in negativo, l’esclusiva spettanza agli Stati del potere di decidere di non applicare più a certi fatti la sanzione penale¹⁴. Se allora si deve dare un senso alla dizione della direttiva, e si deve conciliarlo con il precetto di imporre sanzioni amministrative - questo sì valevole obbligatoriamente per gli Stati membri - esso non può che significare **la possibilità per gli Stati di applicare o meno sanzioni penali in aggiunta alla obbligatorietà di imporre le sanzioni amministrative**, e senza che queste sanzioni penali aggiuntive siano in alcun modo configurabili come un non legittimo *bis in idem*.

Gli articoli citati del TUF sembrano affiancare, quindi, le sanzioni penali a quelle amministrative, ma ciò è appunto consentito (o, se si preferisce, non vietato) dall’articolo 14, paragrafo 1, della direttiva 2003/6/CE. E anche la giurisprudenza più recente si mostra favorevole a questa impostazione¹⁵.

In riferimento all’impatto delle due proposte in esame con il nostro ordinamento, occorrerà quindi valutare se e come esse alterino l’assetto sinora raggiunto, che in prima approssimazione già risulta perfettamente coerente con la nuova impostazione dell’Unione.

Si dovrà, tuttavia, valutare se l’elemento della intenzionalità, che in sede europea (considerando n. 10 della proposta di direttiva¹⁶) costituisce l’elemento distintivo dell’abuso di mercato “penale” rispetto a quello “amministrativo”, possa in qualche modo interferire con il cumulo di sanzioni attuato in Italia con il TUF. Ciò tenendo presente che la legge n. 689 del 1981, che regola in generale la disciplina dell’illecito amministrativo, prevede comunque la sussistenza dell’elemento soggettivo nell’autore dell’illecito, sia esso il dolo sia esso la colpa (art. 3).

Se, quindi, secondo la nuova direttiva sugli abusi di mercato, i reati dovranno essere applicati solo in presenza dell’elemento intenzionale - e cioè solo nei casi di dolo - ciò potrebbe comportare che in caso di sussistenza dell’intenzionalità si potrebbe applicare solo la disciplina penale, lasciando la disciplina amministrativa per i casi in cui difetti tale elemento.

¹³ «1. Fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, gli Stati membri sono tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, che possano essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli Stati membri sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive».

¹⁴ Su queste posizioni il trattato di Lisbona ha apportato, tuttavia, innovazioni sostanziali, di cui la proposta di direttiva in esame fornisce un evidente esempio.

¹⁵ Cass. civ., sez. un., sent. n. 20936/09, ha giudicato totalmente condivisibile la decisione del giudice d’appello che aveva legittimamente escluso «ogni ipotesi di specialità ovvero di concorso apparente delle fattispecie sanzionatorie, alla stregua del tenore letterale della norma ex art. 187, delle origini storiche dell’intero corpus legislativo di cui al cd. TUF - attuativo, come noto, della direttiva 2003/6/CE la quale, nel prevedere l’obbligo di sanzionare in via amministrativa gli abusi de quibus, lascerà poi libero il legislatore nazionale di prevedere in via cumulativa e non alternativo-sostitutivo [N.d.s.: il sottolineato è nel testo della Cassazione], l’irrogazione (anche) di sanzioni penali, scelta, quest’ultima, concretamente attuata da parte di quello italiano, onde rafforzare la tutela del bene protetto attraverso il sistema del doppio binario, con conseguente, legittima cumulabilità di fattispecie ex art. 185 e 187-ter».

¹⁶ «Occorre che gli Stati membri siano tenuti a punire i reati di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato con sanzioni penali in conformità alla presente direttiva solo quando detti reati sono commessi intenzionalmente».

D'altra parte, la disciplina dell'abuso di mercato "amministrativo" in un "regolamento", direttamente applicabile, comporta che l'illecito amministrativo vada sempre sanzionato, indipendentemente dall'intenzionalità, mentre la disciplina dell'abuso di mercato "penale" in una direttiva non fa altro che «*vincolare lo Stato membro ... per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e a ai mezzi*» (art. 288 TFUE). Ciò significa che, nei casi di intenzionalità, tutti gli Stati membri dell'Unione dovranno adottare una disciplina penale degli abusi di mercato, conformando così la loro azione legislativa al perseguimento di questo risultato, senza cioè che il margine di libertà lasciato dall'art. 14, paragrafo 1, della direttiva 2003/6/CE possa essere esercitato anche non prevedendo alcuna sanzione penale.

17 gennaio 2012

A cura di Davide Capuano e Luca Briasco

Per informazioni: Ufficio dei rapporti con le istituzioni dell'Unione europea (roci01a@senato.it)