OSSERVAZIONI E PROPOSTE DELLA 14ª COMMISSIONE PERMANENTE

(Politiche dell'Unione europea)

Ai sensi dell'art. 144, comma 1, del Regolamento

(Estensore: FONTANA)

Roma, 20 giugno 2012

Osservazioni sull'atto:

Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) - COM (2011) 651 def.

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 - COM (2011) 654 def.

La 14ª Commissione permanente, esaminati gli atti COM (2011) 651 e COM (2011) 654 def.,

considerato che la proposta di regolamento e la proposta di direttiva in esame mirano, nel quadro inaugurato dalla direttiva 2003/6/CE (c.d. *market abuse directive*), 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 *over the counter*, nonché nella regolamentazione delle merci e degli strumenti derivati a esse collegati;

tenuto conto dello svolgimento del negoziato in corso sui due atti in titolo che appare prossimo alla conclusione per la proposta di regolamento, essendo stata presentata da parte della presidenza danese del Consiglio dell'Unione una proposta di compromesso che tiene conto delle posizioni espresse dalle delegazioni nel corso del negoziato, mentre la proposta di direttiva sta avendo un *iter* legislativo più articolato;

avuto riguardo, a quest'ultimo profilo, al parere motivato espresso dal *Bundesrat* tedesco il 16 dicembre 2011, che ha ritenuto la proposta di direttiva contrastante con il principio di sussidiarietà in quanto nella proposta della Commissione europea non vi sarebbe alcun riferimento alla questione se e per quale motivo norme minime europee sulle sanzioni penali siano *indispensabili* al fine di impedire le forme più gravi di manipolazione del mercato;

avuto riguardo anche al fatto che, in aderenza a quanto previsto dal protocollo (n. 21) sulla posizione del Regno Unito e dell'Irlanda rispetto allo spazio di libertà, sicurezza e giustizia, l'8 febbraio 2012 l'Irlanda ha notificato l'intenzione di partecipare

---

Al Presidente
della 6ª Commissione permanente
S E D E

all'adozione e all'applicazione della proposta di direttiva sugli abusi di mercato (c.d. *opt-in*), mentre il Regno Unito ha deciso di non esercitare tale facoltà;

acquisiti utili elementi informativi dalle audizioni informali svolte in Commissione finanze e tesoro dai rappresentanti del Ministero dell'Economia, della Consob e da esperti del settore;

tenuto conto 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), che ha novellato in più parti il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il Testo unico della finanza, TUF);

valutato che, mentre l'adozione della proposta di direttiva comporterà necessariamente una normativa di attuazione interna, l'adozione del regolamento europeo si imporrà automaticamente sulla legislazione interna incompatibile, in base a quanto previsto dall'art. 289 del trattato FUE, secondo cui il regolamento europeo ha portata generale, è *«obbligatorio in tutti i suoi elementi ed è direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri»*;

ricordato anche che la Commissione affari economici e monetari del Parlamento europeo ha avviato da tempo la discussione delle due proposte ed è prossima alla conclusione dell'esame, con l'approvazione delle relazioni dell'on. Arlene McCarthy sia sulla proposta di regolamento che sulla proposta di direttiva;

ricordato infine che in base all'art. 47 della Costituzione italiana, *«la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme»* e *«favorisce l'accesso del risparmio ... al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese»*;

formula, per quanto di competenza, osservazioni favorevoli con i rilievi di seguito formulati.

In riferimento alla **proposta di regolamento (COM (2011) 651 def.)**:

1. si ritiene che la base giuridica proposta, costituita dall'art. 114 del tfue, sul ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno, sia corretta.

2. Non si ravvisano obiezioni circa la conformità della proposta ai principi di sussidiarietà e proporzionalità.

3. Nel merito, si dovrebbe garantire un'adeguata differenziazione della nozione di informazione privilegiata valevole al fine di costituire il presupposto delle condotte di abuso di mercato e della nozione di informazione privilegiata valevole al fine di determinare l'obbligo di comunicazione al mercato, da parte delle società emittenti, dei fatti rilevanti che le riguardano. La prima nozione dovrebbe essere più ampia della seconda, in quanto riferita ad accadimenti temporalmente precedenti la seconda nozione e necessariamente non ancora formalmente definiti. Tuttavia, la nozione di informazione privilegiata valevole al fine di costituire il presupposto delle condotte di

abuso di mercato dovrebbe essere caratterizzata dalla c.d. precisione, ossia dal suo riferirsi a *«una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o ad un evento che si è verificato o che si può ragionevolmente ritenere che si verificherà»*. Al riguardo, la formulazione di informazione privilegiata di cui all'art. 6, par. 1, lett. e), della proposta di regolamento appare eccessivamente ampia in quanto non è ancorata al parametro di "precisione", come sopra ricordato; pertanto dovrebbe valutarsi l'opportunità di sopprimere dal testo tale lettera.

Ai fini invece della nozione di informazione privilegiata da comunicare al mercato ai sensi dell'art. 12 della proposta, il grado di "precisione" dovrebbe essere maggiore e quindi riferirsi a *«una serie di circostanze esistenti o ad un evento che si è verificato»*.

4. Si dovrebbe valutare l'opportunità di reinserire i considerando 29 e 30 della direttiva 2003/6/CE, non compresi nella proposta di regolamento, che permettono di escludere che la decisione di lanciare un'offerta pubblica di acquisto configuri di per sé una informazione privilegiata.

5. Si auspica la reintroduzione della possibilità per le autorità di vigilanza nazionali di esentare dall'applicazione delle disciplina sugli abusi di mercato alcune condotte che sono funzionali a garantire importanti interessi di mercato, quali ad esempio le operazioni di sostegno della liquidità o quelle di acquisto di azioni proprie. Al riguardo, tale possibilità dovrebbe essere prevista all'interno di criteri normativamente predefiniti e in stretto coordinamento con l'ESMA.

6. In riferimento al *trading* algoritmico e, in particolare, all'*high frequency trading*, di per sé non illecito, si condivide l'impostazione della Commissione europea volta a sanzionare tale operatività sui mercati qualora commessa con determinate modalità, individuate dall'art. 8, par. 3, lett. c), della proposta di regolamento. Tale elenco di condotte, tuttavia, costituente potenzialmente abuso di mercato, non dovrebbe essere considerato esaustivo, posto che le esigenze connesse alla fornitura di liquidità al mercato non dovrebbero determinare una minaccia all'integrità delle ordinarie contrattazioni. Si auspica che l'ESMA fornisca delle adeguate *guidelines* che orientino le autorità di vigilanza nazionali in modo uniforme e tale da evitare disallineamenti regolamentari e nelle prassi.

7. Per quanto concerne gli obblighi di segnalazione delle operazione effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione, di cui all'art. 14 della proposta di regolamento, l'area di esenzione delle operazioni sino a 20.000 euro dovrebbe essere ridotta, mentre al contrario, una volta superata la soglia si dovrebbe garantire che non ogni successiva operazione sia comunicata, ma solo quelle che, cumulate tra loro, superino la soglia prevista. La *ratio* della disposizione non dovrebbe, invero, essere quella di conoscere ogni singola negoziazione realizzata dai *managers* delle società, ma solo quelle che raggiungano una soglia di significatività. Inoltre, l'ambito di applicazione degli obblighi di segnalazione dovrebbe essere esteso anche ai soggetti che detengono partecipazioni di controllo al capitale dell'emittente, o comunque partecipazioni superiori al 10% del capitale sociale. Infine, per quanto riguarda la tempistica della segnalazione delle operazioni, le stesse dovrebbero essere comunicate all'emittente entro tre giorni di mercato aperto e l'emittente dovrebbe comunicarle al mercato e all'autorità di vigilanza entro il giorno successivo.

8. Si ritiene fondamentale adottare un approccio regolatorio che possa essere semplificato per gli emittenti che siano quotati solo sui sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). La proposta estende la disciplina degli abusi di mercato e degli obblighi di comunicazione anche a tali emittenti. Tuttavia, il fatto che gli emittenti quotati solo sui MTF siano costituiti prevalentemente da piccole e medie imprese lascia preferire un approccio regolatorio che, ferma restando la disciplina sanzionatoria, consenta all'autonomia degli Stati membri e delle società di gestione del mercato la scelta sull'applicazione degli obblighi di informazione al mercato, di tenuta dei registri e di segnalazione delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione.

9. Si condivide l'art. 26, par. 3, della proposta nella parte in cui consente la pubblicazione delle sanzioni e delle misure adottate nei confronti degli autori di abusi di mercato senza pubblicazione dell'identità dei soggetti, siano essi persone fisiche che giuridiche, qualora vi possa essere un danno sproporzionato alle parti coinvolte. La conoscenza da parte del pubblico di una condotta costituente abuso di mercato - ancorché si ritenga, per le ragioni dette, di non divulgare i nomi delle parti coinvolte - è di importanza fondamentale per segnalare agli investitori comportamenti illeciti lesivi dell'integrità dei mercati. La funzione deterrente della sanzione è invero imprescindibilmente collegata alla sua pubblicità.

10. Si ritiene infine necessario che siano più incisivamente sanzionate le condotte di abuso di mercato che possano avere un impatto sul mercato dei titoli di Stato, ancorché realizzate su strumenti finanziari diversi dai titoli di Stato, ma ad essi correlati.

In riferimento alla **proposta di direttiva (COM (2011) 654 def.)**:

1. la base giuridica è 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 giuridica.

2. Al riguardo, si ritiene che gli abusi di mercato possono verificarsi ovunque un determinato strumento finanziario 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'analoga iniziativa a livello europeo. Ecco perché lo strumento penale si rivela indispensabile e la proposta è conforme al principio di sussidiarietà.

3. Non si ritiene di dover attivare il c.d. freno di emergenza, previsto dall'art. 83, paragrafo 3, del tfue, nei casi di incidenza di un progetto di direttiva su aspetti fondamentali del proprio ordinamento giuridico penale.

4. Nel merito, si ritiene importante mantenere l'assetto sanzionatorio ora previsto dal sistema italiano per gli abusi di mercato, coerentemente attuativo *«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*, *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»* (Cass. civ., sez. un., sent. n. 20936/09).

Si dovrebbe, tuttavia, valutare se l'elemento della intenzionalità, che in sede europea (considerando n. 10 della proposta di direttiva) costituisce l'elemento distintivo dell'abuso di mercato "penale" rispetto a quello "amministrativo", possa in qualche modo interferire con il cumulo di sanzioni attuato oggi in Italia con il TUF. 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. Tale approccio potrebbe comportare l'abbandono del modello del cumulo di sanzioni adottato ora dalla legislazione interna e andrebbe quindi chiarito in sede europea, anche prevedendo clausole che sanciscano espressamente la legittima cumulabilità di sanzioni amministrative e penali.

5. Infine, a fronte delle riserve espresse dal *Bundesrat* tedesco all'adozione di una direttiva che contempla sanzioni penali in materia di abusi di mercato e al mancato *opt-in* espresso sinora dal Regno Unito - sede della principale piazza finanziaria europea - l'utilità di una direttiva separata dal regolamento sarebbe una questione da approfondire, anche per l'inevitabile svuotamento di contenuto sostanziale dell'obiettivo di armonizzazione.

Cinzia Maria Fontana