

Recepimento del Market Abuse Regulation

n. 245 / 2018

A distanza di due anni dall'entrata in vigore del Regolamento (UE) n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato ("MAR"), il 29 settembre 2018 è entrato in vigore il lungo atteso decreto legislativo ⁽¹⁾ che adegua il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 "Testo Unico della Finanza" ("TUF") alla nuova normativa comunitaria in materia di abusi di mercato⁽²⁾.

La diretta applicazione del MAR, da una parte, e l'assenza di disposizioni di coordinamento nel TUF con il nuovo dettato normativo⁽³⁾ avevano generato diverse difficoltà interpretative, cui il nostro legislatore ha posto finalmente rimedio con il decreto legislativo in esame, prevedendo un ampio ricorso alla tecnica del "rinvio normativo".

Inoltre, il nuovo decreto legislativo conferma il c.d. "doppio binario" sanzionatorio amministrativo e penale per le fattispecie di abuso di mercato (si veda *infra* paragrafo 4), estendendo la sanzione penale anche alle nuove fattispecie di abuso di mercato introdotte con la MAR (ad es., manipolazione dei *benchmark*) ed intervenendo sui minimi e massimi edittali previsti per gli illeciti amministrativi.

1. Coordinamento tra disposizioni normative nazionali e quelle comunitarie

Il coordinamento delle disposizioni normative italiane con quelle comunitarie è avvenuto principalmente attraverso la tecnica del "rinvio normativo", in particolare

⁽¹⁾ Decreto Legislativo 10 agosto 2018, n. 107 ("D.Lgs. 107/2018").

⁽²⁾ Il MAR è direttamente applicabile nell'ordinamento interno dal 3 luglio 2016. Il medesimo è parte di un più ampio progetto comunitario di contrasto alle pratiche di *market abuse*, che ledono l'integrità dei mercati e compromettono la fiducia del pubblico negli stessi, attraverso sanzioni sia amministrative che penali. In tale contesto, è stata emessa, infatti, anche la Direttiva 2014/57/UE relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato ("MAD"), volta ad armonizzare i sistemi penali nazionali in relazione alla definizione di reati commessi da persone fisiche, alla responsabilità delle persone giuridiche e alle relative sanzioni.

⁽³⁾ Si ricorda che nelle more dell'emanazione del D.Lgs. 107/2018, Consob è intervenuta per adeguare i propri "Regolamento Emittenti", "Regolamento Mercato" e "Regolamento Operazioni con Parti Correlate" al nuovo dettato comunitario (Delibera Consob n. 19925 del 22 marzo 2017). Inoltre, al fine di facilitare l'applicazione delle nuove disposizioni comunitarie e chiarire alcuni dubbi interpretativi sorti, Consob in data 13 ottobre 2017 ha pubblicato le Linee Guida in materia di "Gestione delle Informazioni privilegiate" e "Raccomandazioni di investimento".



con riferimento alla definizione di “*informazione privilegiata*”, alla disciplina delle comunicazioni al pubblico e alla descrizione degli illeciti amministrativi.

1.1. Definizione di informazione privilegiata

Il D.Lgs. 107/2018 ha, anzitutto, abrogato l’art. 181 del TUF che introduceva la nozione di informazione privilegiata. La nozione di informazione privilegiata è ora definita - per effetto di rinvio normativo ⁽⁴⁾ - direttamente dall’art. 7, par. da 1 a 4, del MAR.

La tecnica del rinvio consente di “importare” direttamente nel nostro ordinamento la nozione di informazione privilegiata prevista dal MAR, rimuovendo il rischio di dubbi interpretativi derivanti dalla coesistenza di nozioni normative domestiche e comunitarie.

Inoltre, si ricorda che ai sensi dell’art. 7 del MAR, la nozione di informazione privilegiata è estesa anche agli strumenti finanziari negoziati in sistemi organizzati di negoziazione (c.d. “**OTF**”), agli strumenti finanziari derivati il cui prezzo o valore dipendente da uno strumento finanziario negoziato in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione (“**MTF**”) o OTF, nonché alle quote di emissioni e ai prodotti oggetto d’asta correlati.

1.2. Comunicazioni al pubblico di informazioni privilegiate

Una delle principali novità recepite nel TUF riguarda le modalità di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate.

L’art 114 TUF, che disciplinava le “*comunicazioni al pubblico*”, è stato modificato prevedendo un rinvio diretto all’art. 17 del MAR (e alla relativa disciplina attuativa, ossia il Regolamento di Esecuzione (UE) 2016/1055), il quale stabilisce dettagliatamente le modalità di esercizio dell’obbligo e richiama, ai fini dell’adempimento dello stesso, il meccanismo di diffusione delle informazioni già introdotto dalla Direttiva 2004/109/CE (c.d. “**Direttiva Transparency**”).

1.3. Gli illeciti amministrativi rilevanti

Anche in relazione alla definizione delle condotte integranti illeciti amministrativi e alla determinazione delle relative sanzioni, il legislatore ha utilizzato la tecnica del rinvio diretto al MAR.

In particolare, l’art. 187-*bis* del TUF, ora rubricato “*abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate*”, richiama direttamente gli illeciti amministrativi di cui all’art. 14 del MAR⁽⁵⁾.

⁽⁴⁾ Nuovo art. 180, co. 1, lett. b-*ter* del TUF.

⁽⁵⁾ Ossia, il divieto di: a) abusare o tentare di abusare di informazioni privilegiate (condotta specificamente delineata nell’art 8 del MAR); b) raccomandare ad altri di abusare di informazioni

L'art. 187 *ter* del TUF, invece, rinvia ora all'art. 15 del MAR, il quale definisce l'illecito amministrativo quale divieto di porre in essere condotte manipolative del mercato o di tentare di effettuare manipolazioni del mercato (condotte meglio specificate dall'art. 12 del MAR), anche attraverso manipolazione di indici di riferimento finanziari (c.d. "*benchmark*").

Inoltre, il nuovo disposto normativo riorganizza in unica disposizione normativa – l'art. 187 *ter.1* del TUF - le sanzioni amministrative per la violazione degli obblighi in materia di comunicazioni al pubblico (art. 17, commi 1, 2, 4, 5 e 8 del MAR), sistemi di prevenzione e segnalazione di abusi o manipolazioni del mercato all'autorità di vigilanza (art. 16, commi 1 e 2, del MAR), istituzione e tenuta del registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate (art. 18, commi da 1 a 6 del MAR), operazioni effettuate da esponenti aziendali (art. 19, commi 1, 2, 3, 5, 6, 7 e 11 del MAR) e raccomandazioni in materia di investimenti e statistiche (art. 20, comma 1).

2. Conferma dell'estensione degli obblighi di *internal dealing* agli azionisti rilevanti

Il decreto legislativo in esame ha confermato la scelta del legislatore italiano di prevedere obblighi di comunicazione in materia di c.d. *internal dealing* anche in capo agli azionisti titolari di almeno il 10% del capitale sociale o che comunque controllano l'emittente, nonché alle persone loro strettamente legate (cfr. art. 114, co. 7 del TUF). A questi soggetti, tuttavia, non sono estesi direttamente gli stessi obblighi informativi in materia di c.d. *internal dealing* ai sensi del MAR, ma una disciplina più flessibile prevista ai sensi del Regolamento Emittenti ⁽⁶⁾.

3. Coordinamento delle norme penali con le disposizioni comunitarie: i reati di abuso (e comunicazione) di informazione privilegiata e di manipolazione del mercato

Tenuto conto dei vincoli derivanti dalla delega legislativa⁽⁷⁾, le nuove disposizioni normative si sono limitate a coordinare le disposizioni penali in materia di abusi di

privilegiate o indurre altri ad abusare di informazioni privilegiate (condotta specificamente delineata dall'art. 8 del MAR) e c) comunicare in modo illecito informazioni privilegiate. Si noti che quest'ultima condotta, essendo specificamente delineata dall'art. 10 del MAR, ha assunto rilevanza autonoma rispetto a quella di "*abuso di informazione privilegiata*", che precedentemente la comprendeva.

⁽⁶⁾ In particolare, dagli artt. 152-*sexies* e ss del Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999. Si segnala che gli obblighi di comunicazione per tali soggetti devono essere adempiuti entro la fine del quindicesimo giorno del mese successivo a quello in cui è stata effettuata l'operazione e non, invece, entro tre giorni lavorativi, come previsto ai sensi dell'art. 19 del MAR.

⁽⁷⁾ La legge 25 ottobre 2017, n. 163 ("*legge di delegazione europea 2016-2017*"), delega il Governo all'adozione di modifiche alla normativa vigente in conformità al MAR, ma non prevede lo stesso potere delegato con riferimento al recepimento della MAD.

mercato – ossia, le fattispecie previste dagli articoli 184 TUF (abuso di informazioni privilegiate) e 185 TUF (manipolazione del mercato) - con l’ambito obiettivo degli abusi di mercato previsto dal MAR, ed in particolare con la più ampia nozione di strumenti finanziari ai sensi del MAR e con la nuova fattispecie di manipolazione degli indici di riferimento.

Inoltre, sempre in ottica di conformità con il dettato del MAR, nella fattispecie di comunicazione illecita di informazioni privilegiate è stato richiamato il *safe harbour* previsto nell’ambito dei sondaggi di mercato ai sensi dell’art. 11 del MAR, mentre con riguardo alla fattispecie di manipolazione del mercato è stata prevista la non punibilità per chi ha compiuto il fatto per il tramite di ordini di compravendita o operazioni effettuate per motivi legittimi e in conformità a prassi di mercato (esenzione prima prevista soltanto con riferimento alla fattispecie di illecito amministrativo di cui all’art. 187-ter, comma 4, TUF) ⁽⁸⁾.

4. Il doppio binario sanzionatorio

4.1 La compatibilità del doppio binario sanzionatorio rispetto al principio del “ne bis in idem”

Come già evidenziato sopra, il D.Lgs. 107/2018 ha mantenuto il c.d. “*doppio binario*” di sanzioni penali e amministrative, fortemente dibattuto davanti alle corti italiane ed europee.

Ricordiamo, infatti, che a seguito della nota pronuncia della Corte Europea dei Diritti dell’Uomo, nella causa “Grande Stevens” contro lo Stato Italiano ⁽⁹⁾, anche la Corte di Giustizia Europea ha avuto modo di pronunciarsi, in tre diversi casi ⁽¹⁰⁾, in merito alla compatibilità del doppio sistema sanzionatorio italiano in materia di abusi di mercato rispetto al principio del “*ne bis in idem*”⁽¹¹⁾. In tutti i suddetti casi il doppio binario sanzionatorio previsto dal sistema italiano non è risultato pienamente conforme al principio in oggetto, in quanto il cumulo di procedimenti (penale e amministrativo) e di sanzioni (penali e amministrative) non risultava proporzionato

⁽⁸⁾ In data 21 settembre 2018 Consob ha posto in pubblica consultazione il documento “*Regolamento Abusi di Mercato - adeguamento delle prassi di mercato ammesse dalla Consob*”. Tale documento ha lo scopo di allineare ai “*Points for Convergence*”, pubblicati dall’ESMA il 25 aprile 2017, le tre prassi di mercato già ammesse da Consob (delibera n. 16839 del 19 marzo 2009 e delibera n. 18406 del 13 dicembre 2012) relative all’attività di sostegno della liquidità del mercato, all’acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. “magazzino titoli” e al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate.

⁽⁹⁾ Sentenza del 4 marzo 2014, (relativa ai ricorsi nn. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10) con la quale la Corte Europea dei diritti dell’uomo ha dichiarato che l’applicazione di sanzioni penali e amministrative per il medesimo fatto illecito costituisce una violazione del principio de “*ne bis in idem*” sancito dall’art. 4 del Protocollo 7 della “*Convenzione Europea per la salvaguardia dei diritti dell’uomo e delle libertà fondamentali*”.

⁽¹⁰⁾ Causa C-537/16 *Garlsson Real Estate* e Cause Riunite C596/16 e C597/16, Di Piuma e Zecca.

⁽¹¹⁾ Il principio del “*ne bis in idem*” è sancito dall’art. 50 della “*Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea*” (CDFUE) e dall’art. 4 del protocollo 7 della “*Convenzione Europea per la salvaguardia dei diritti dell’uomo e delle libertà fondamentali*”.

rispetto agli obiettivi di tutela dell'integrità dei mercati finanziari e della fiducia del pubblico nei medesimi.

Ciò premesso, il D.Lgs. 107/2018 ha sostituito il precedente art. 187 *terdecies*, prevedendo che nel caso in cui in relazione allo stesso fatto sia stata applicata all'autore della violazione una sanzione pecuniaria amministrativa o una sanzione penale (oppure a carico dell'ente una sanzione amministrativa dipendente da reato):

- a) l'autorità giudiziaria o la CONSOB devono tenere 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.

4.2 Sanzioni amministrative delle persone fisiche

Il D.Lgs. 107/2018 ha previsto una rideterminazione delle sanzioni amministrative pecuniarie, in linea con i massimi edittali previsti ai sensi del MAR, nonché un riordino delle sanzioni amministrative accessorie.

Con riferimento al primo aspetto, si ricorda che le sanzioni amministrative previste in materia di abusi di mercato (artt. 187-*bis* e 187-*ter* del TUF) sono state soggette a diversi interventi normativi nel tempo. In particolare, dapprima l'art. 39, comma 3 della Legge 262/2005 aveva disposto la quintuplicazione delle sanzioni pecuniarie previste dal TUF, incluse quelle in materia di abusi di mercato. Quindi, l'art. 6, comma 3, del D.Lgs. 72/2015 ha disposto la disapplicazione di tale previsione "quintuplicativa" con riferimento "alle sanzioni amministrative previste dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58" ⁽¹²⁾. Si riporta di seguito una tabella riassuntiva delle sanzioni applicabili per gli abusi di mercato.

	Previsione ante D.Lgs. 107/2018	Quintuplicazione ex L. 262/2005	D.Lgs. 107/2018
Abuso di informazione privilegiata	Da € 20.000 a € 3 milioni, aumentabili fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito ⁽¹³⁾	Da € 100.000 a € 15 milioni	Da € 20.000 a € 5 milioni, aumentabili fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito ovvero le perdite evitate ⁽¹⁴⁾

⁽¹²⁾ Si osserva che la legittimità costituzionale dell'art. 6 co.3 del D.Lgs. 72/2015 è stata portata al vaglio della Corte Costituzionale ed è attualmente pendente il relativo giudizio. Rimane da capire se un eventuale giudizio di incostituzionalità dell'art. 6 co.3 del D.Lgs. 72/2015 potrebbe far "riesumare" l'effetto quintuplicativo dell'art. 39, co. 3, della Legge 262/2005 anche con riferimento ai nuovi minimi e massimi edittali previsti a seguito del D.Lgs. 107/2018.

⁽¹³⁾ Le sanzioni in oggetto erano aumentabili fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito, quando per le qualità personali del colpevole ovvero per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dall'illecito esse apparivano inadeguate anche se applicate nel massimo (art. 187bis, comma 5, del TUF - vecchia versione).

⁽¹⁴⁾ Le sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente articolo sono aumentate fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito ovvero le perdite evitate per

	Previsione ante D.Lgs. 107/2018	Quintuplicazione ex L. 262/2005	D.Lgs. 107/2018
Comunicazione di informazione privilegiata	(come per abuso di informazione privilegiata)	(come per abuso di informazione privilegiata)	(come per abuso di informazione privilegiata)
Manipolazione del mercato	Da € 20.000 a € 5 milioni, aumentabili fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito ⁽¹⁵⁾	Da € 100.000 a € 25 milioni	Da € 20.000 a € 5 milioni, aumentabili fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il profitto conseguito ovvero le perdite evitate ⁽¹⁶⁾

Il D.Lgs. 107/2018 ha previsto, inoltre, un riordino della disciplina delle sanzioni amministrative accessorie, prevedendo con il nuovo art. 187 *quater* l'applicazione in via automatica di sanzioni accessorie per gli illeciti di abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate (art. 187-*bis* TUF) e manipolazione del mercato (art. 187-*ter* TUF) e, invece, l'applicazione facoltativa di specifiche sanzioni accessorie in caso di violazione delle previsioni normative richiamate dal nuovo art. 187-*ter*.1 TUF (ad es., in materia di violazione degli obblighi di *disclosure* di informazioni privilegiate degli emittenti, tenuta del registro degli insider e comunicazioni di *internal dealing*). Da notare, inoltre, la rilevante modifica apportata al regime della confisca in caso di illecito amministrativo. L'art. 187-*sexies* del TUF, infatti, dispone che la misura della confisca – applicabile automaticamente in caso di sanzione amministrativa pecuniaria in materia di abusi di mercato – ha ad oggetto soltanto il prodotto o il profitto dell'illecito, e non più anche i beni utilizzati per commettere l'illecito. L'estensione della confisca ai beni utilizzati è rimasta, tuttavia, in caso di condanna penale per i reati di abuso di mercato (art. 187 del TUF).

4.3 Sanzioni amministrative delle persone giuridiche

Conformemente alle disposizioni del MAR, il D.Lgs. 107/2018 ha introdotto specifiche sanzioni pecuniarie per gli enti in relazione ad illeciti in materia di abuso di mercato commessi da propri esponenti ⁽¹⁷⁾. In passato, infatti, in tali casi l'ente era tenuto al pagamento di una somma pari all'importo della sanzione amministrativa pecuniaria irrogata alla persona fisica che agiva nel suo interesse o vantaggio.

effetto dell'illecito quando, tenuto conto dei criteri elencati all'articolo 194-bis e della entità del prodotto o del profitto dell'illecito, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo (art. 187 bis, comma 5, del TUF - nuova versione).

⁽¹⁵⁾ Le sanzioni in oggetto erano aumentabili fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito, quando per le qualità personali del colpevole ovvero per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dall'illecito ovvero per gli effetti prodotti sul mercato esse apparivano inadeguate anche se applicate nel massimo (art. 187 ter, comma 5, del TUF - vecchia versione).

⁽¹⁶⁾ Si applica la disposizione dell'articolo 187-bis, comma 5, del TUF (nuova versione).

⁽¹⁷⁾ In particolare, ai sensi del nuovo art. 187-*quinquies* del TUF l'ente è punito con sanzioni pecuniarie specifiche, da Euro 20.000 fino a Euro 15.000.000, ovvero fino al quindici per cento del fatturato, quando tale importo è superiore a Euro 15.000.000 e il fatturato è determinabile ai sensi dell'articolo 195, co.1-bis del TUF. Ulteriori sanzioni specifiche per gli enti sono state introdotte con riferimento alle violazioni del MAR di cui al nuovo art. 187 ter.1 del TUF.