

## ABUSI DI MERCATO: MODIFICHE ALLA DISCIPLINA SANZIONATORIA DEL TUF

### n. 419 / 2022

Con la recente Legge Europea 2019-2020 (Legge 23 dicembre 2021, n. 238, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale in data 17 gennaio 2022) sono state introdotte alcune rilevanti modifiche alla disciplina degli abusi di mercato di cui agli artt. 180 e ss. del D.lgs. n. 58 del 1998 (“**TUF**”), prevedendosi, in particolare, un’estensione dell’ambito di applicazione delle sanzioni penali previste per i reati di abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate anche ai c.d. *insider* secondari, nonché ulteriori interventi di chiarimento in merito all’ambito oggettivo di applicazione della normativa sugli abusi di mercato.

Tali modifiche sono volte a superare i motivi di contestazione sollevati dalla Commissione europea con la procedura di infrazione n. 2019/2130 del 26 luglio 2019, relativamente al non corretto recepimento - da parte dell’Italia - della Direttiva 2014/57/UE relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (“**MAD II**”) <sup>(1)</sup>.

Tali modifiche introdotte nel TUF assumono rilevanza anche ai sensi della normativa sulla responsabilità amministrativa delle persone giuridiche di cui al D.lgs. 231/2001, essendo gli abusi di mercato inclusi tra i c.d. “reati presupposto” della responsabilità amministrativa <sup>(2)</sup>.

Le nuove disposizioni introdotte con la Legge Europea entreranno in vigore il 1° febbraio 2022.

#### I. Punibilità penale dell’insider secondario

Come noto, l’attuale previsione dell’art. 184 del TUF limita la punibilità del reato di abuso e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate ai soli c.d. *insider* primari, ossia a chiunque sia “*in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo*”

---

<sup>1</sup> Come anche chiarito da Consob in sede di audizione, la “*direttiva MAD II ha una funzione complementare rispetto a MAR, in quanto impone agli Stati membri l’adozione di sanzioni penali per talune fattispecie, indicate nella stessa direttiva, ritenute dallo Stato membro più “gravi” sulla base dei criteri oggettivi e soggettivi da essa offerti*” ([https://www.consob.it/documents/46180/46181/Audizione\\_Rossetti\\_20210518.pdf/9201a333-83e6-48cf-8041-605402d15115](https://www.consob.it/documents/46180/46181/Audizione_Rossetti_20210518.pdf/9201a333-83e6-48cf-8041-605402d15115)).

<sup>2</sup> Resta inteso che il reato commesso dall’*insider* (primario o secondario) rileverà ai fini della responsabilità amministrativa dell’ente solo laddove questi agisca in qualità di soggetto apicale o sottoposto alla direzione o alla vigilanza di un soggetto apicale e il reato di abuso di mercato sia commesso nell’interesse o a vantaggio dell’ente, così come previsto ai sensi degli artt. 5 e ss. del D.Lgs. 231/2001.

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" (comma 1), nonché ai c.d. *insider* criminali, ovvero a chi sia in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o dell'esecuzione di attività delittuose (comma 2).

La punibilità penale degli *insider* secondari è attualmente configurabile soltanto a titolo di concorso nel reato proprio, ai sensi dell'art 110 del c.p. (ovvero, nell'ipotesi in cui coloro che, pur non titolari della qualifica soggettiva di *insider* primario o criminale, abbiano posto in essere condotte che realizzano un contributo morale o materiale alla commissione del reato).

Con la modifica introdotta nell'art. 184 del TUF – che sarà rubricato “*Abuso o comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate*”<sup>3</sup> – è estesa per la prima volta l'applicazione in via autonoma delle sanzioni penali in tema di abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate anche agli *insider* secondari – ossia chiunque sia in possesso di informazioni privilegiate per ragioni diverse da quelle previste per i c.d. *insider* primari e *insider* criminali - purché, però, tali *insider* secondari siano a conoscenza del carattere privilegiato delle informazioni.

Per il reato di abuso commesso dall'*insider* secondario, tuttavia, è stato previsto un trattamento sanzionatorio leggermente meno severo, essendo stata prevista quale pena la reclusione da un anno e sei mesi a dieci anni e una multa da euro ventimila a euro due milioni e cinquecentomila<sup>4</sup> (invece della reclusione da due a dodici anni e della multa da ventimila a tre milioni di euro previste in caso di reato commesso dagli *insider* primari e criminali<sup>5</sup>).

## II. Ambito d'applicazione

La Legge Europea modifica anche il testo dell'art. 182 del TUF, allineando l'ambito oggettivo di applicazione della disciplina sanzionatoria dei reati di abuso di mercato ai contenuti dell'art. 1, comma 2, della MAD II.

In particolare, con le modifiche introdotte dalla Legge Europea, gli abusi di mercato<sup>6</sup> concernenti strumenti finanziari negoziati (o per i quali sia stata richiesta l'ammissione alla negoziazione) su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e sui

<sup>3</sup> Nella precedente formulazione l'articolo era rubricato “Abuso di informazioni privilegiate”.

<sup>4</sup> È, inoltre, prevista la possibilità che l'ammontare della multa possa essere aumentato fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando essa appaia, anche nella misura massima, non adeguata in considerazione della rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito.

<sup>5</sup> È, inoltre, prevista la possibilità che l'ammontare della multa possa essere aumentato secondo le modalità descritte nella nota 3 che precede. Con l'occasione, il legislatore ha anche modificato l'indicazione della pena prevista per gli *insider* primari e criminali ai sensi del comma 1 dell'art. 184, allineandola a quella effettiva applicabile a seguito del raddoppio operato dalla Legge 262/2005. Analogo chiarimento testuale, tuttavia, non è stato inspiegabilmente previsto per i reati di manipolazione del mercato ai sensi dell'art. 185.

<sup>6</sup> Il riferimento è alle fattispecie di reato di cui agli artt. 184 (Abuso di informazioni privilegiate) e 185 (Manipolazione del mercato) del TUF e alle fattispecie di illecito amministrativo di cui agli artt. 187-bis (Abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate) e 187-ter (Manipolazione del mercato) del TUF.

sistemi organizzati di negoziazione (OTF), ovvero non negoziati in alcuna sede (purché ricorrano le condizioni previste dall'art 182 del TUF<sup>7</sup>), nonché le condotte manipolative aventi ad oggetto i c.d. *benchmark*<sup>8</sup>, sono pienamente equiparate – sotto il profilo sanzionatorio – agli illeciti che riguardano strumenti finanziari ammessi o negoziati sul mercato regolamentato.

### III. Disciplina delle esenzioni e della confisca

La Legge Europea prevede anche l'introduzione di una nuova lettera *b-bis*) all'interno dell'art. 183 del TUF relativo ai casi di esenzione, al fine di rendere esplicita l'esclusione dall'ambito di applicazione della normativa sanzionatoria sugli abusi di mercato delle condotte che costituiscono attività di stabilizzazione condotta secondo le previsioni dell'articolo 5, commi 4 e 5, del Regolamento (UE) n. 596/2014.

La Legge Europea ha, inoltre, previsto una modifica del primo comma dell'art. 187 del TUF al fine di limitare l'oggetto della confisca in caso di condanna per i reati di abuso di mercato ai soli "*beni che costituiscono il profitto*", non prevedendosi più la confisca anche del "prodotto" e dei mezzi utilizzati per commettere tale reato. Tale intervento allinea la disciplina della confisca conseguente a reato a quanto già previsto in materia di confisca conseguente ad illecito amministrativo ai sensi dell'art. 187-*sexies* del TUF e della sentenza della Corte Costituzionale n. 112 del 2019.

---

<sup>7</sup> Ossia, per gli strumenti finanziari non negoziati in alcuna sede (OTC) il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario negoziato (o per il quale sia stata richiesta l'ammissione alla negoziazione) in una sede di negoziazione ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, ma non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti differenziali.

<sup>8</sup> Nonché i "*contratti a pronti su merci che non sono prodotti energetici all'ingrosso, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore degli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a)*" del TUF e gli "*strumenti finanziari, compresi i contratti derivati o gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore di un contratto a pronti su merci, qualora il prezzo o il valore dipendano dal prezzo o dal valore di tali strumenti finanziari*".