



**Senato della Repubblica**  
**6a Commissione *Finanze e tesoro***

**LA RIFORMA EUROPEA DELLA DISCIPLINA  
DEGLI ABUSI DI MERCATO:  
LA POSIZIONE DELLA CONSOB**

*Intervento del Segretario Generale della Consob*  
*Dott. Claudio Salini*

13 giugno 2012

La tutela dell'integrità dei mercati produce un effetto positivo sulla loro liquidità, migliora la qualità dei prezzi, riduce il costo del capitale per le imprese, migliora l'efficienza allocativa delle risorse e, in definitiva, rafforza la fiducia degli investitori.

L'integrità dei mercati viene tutelata non soltanto con la repressione delle fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, ma anche con la definizione di efficaci misure preventive che investono l'attività di tutte le categorie di soggetti che in vario modo partecipano al mercato. Larga parte della regolamentazione dei mercati finanziari può essere interpretata con tale funzione preventiva.

Dando seguito ad una pubblica consultazione avviata il 28 giugno 2010, cui la Consob ha partecipato, il 20 ottobre 2011 la Commissione Europea ha proposto una revisione dell'attuale disciplina in materia di abusi di mercato<sup>1</sup>.

La nuova proposta della Commissione Europea conferma nella sostanza le principali scelte istituzionali e regolamentari adottate nel 2003 con la *Market Abuse Directive* (MAD); anzi le rafforza, prevedendo la sostituzione della MAD con un Regolamento (MAR) immediatamente applicabile negli Stati membri. La Commissione Europea ha anche proposto una nuova Direttiva (MAD2), che, ferma restando la previsione di sanzioni amministrative per tutte le fattispecie di abuso, renderebbe obbligatoria – e non più facoltativa – l'introduzione di sanzioni penali per alcune fattispecie.

Va ricordato che l'Italia aveva recepito integralmente le disposizioni della MAD e si trova già allineata a molte previsioni contenute nelle nuove proposte; non altrettanto può dirsi per altri ordinamenti.

La disciplina delineata dalla MAD – e confermata dalla proposta di riforma – si fonda sulla previsione di presidi intesi sia alla prevenzione che alla repressione degli illeciti.

---

<sup>1</sup> Attualmente la disciplina è incardinata sulla Direttiva 2003/6/CE (MAD), su quattro insiemi di disposizioni di implementazione (Direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE e Regolamento 2273/2003) e su tre gruppi di linee guida emanate dal CESR (oggi ESMA).

La MAD è stata recepita in Italia con la legge comunitaria 2004 (62/2005) che, oltre a formulare i divieti di abuso, ha:

1. introdotto un ventaglio di misure preventive centrate su obblighi di natura informativa<sup>2</sup>;
2. attribuito una serie di nuovi e più incisivi poteri alla Consob;
3. affiancato al preesistente regime sanzionatorio penale un parallelo regime di tipo amministrativo (c.d. sistema a doppio binario).

In Italia i numeri mostrano che nei sei anni precedenti all'introduzione della MAD (2000 – 2005) l'autorità giudiziaria, a fronte di 86 casi individuati dalla Consob, aveva condannato complessivamente 7 persone (e aveva emesso sentenze di patteggiamento nei confronti di altre 6 persone).

Nei sei anni successivi (2006 – 2011), a fronte di 55 casi individuati, la Consob ha comminato sanzioni amministrative nei confronti di 75 soggetti (nello stesso periodo l'autorità giudiziaria ha condannato 9 persone ed ha emesso sentenze di patteggiamento nei confronti di altre 13 persone). L'ammontare complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie applicate e dei provvedimenti di confisca adottati dalla Consob è stato pari, rispettivamente, a €53mln e €69mln.

La valutazione complessiva della disciplina vigente è nella sostanza molto positiva<sup>3</sup>.

La nuova iniziativa della Commissione Europea di perfezionare la disciplina vigente – confermandone l'impianto<sup>4</sup> – risponde alla dichiarata esigenza di:

- tener conto degli sviluppi dei mercati che vedono affiancarsi, con importanza crescente, ai mercati tradizionali una serie di piattaforme di scambio<sup>5</sup>;
- semplificare gli obblighi per le piccole e medie imprese;
- far convergere i diversi sistemi sanzionatori nazionali, tra i quali si registrano ancora rilevanti differenze.

La valutazione della Consob sul testo proposto dalla Commissione Europea è, nel complesso, favorevole sia perché l'impianto è coerente con quello attualmente in vigore sia perché le finalità della revisione sono condivisibili.

---

<sup>2</sup> Obbligo per gli emittenti di comunicare senza indugio al pubblico le informazioni privilegiate che li riguardano direttamente; obbligo per gli emittenti di diffondere al pubblico le informazioni già fornite, intenzionalmente o meno, a terzi (c.d. *fair disclosure*); obbligo per gli emittenti e i soggetti che lavorano in loro nome o per loro conto di istituire e aggiornare un registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate (c.d. *insider lists*); obbligo per le persone che esercitano responsabilità di direzione di rendere note le operazioni effettuate sugli strumenti finanziari dell'emittente (c.d. *internal dealing*); obbligo per intermediari, SGR e società di gestione del mercato di comunicare alla Consob le c.d. "operazioni sospette".

<sup>3</sup> L'effettività della disciplina va comunque valutata anche alla luce dei costi imposti agli operatori. Un recente studio ha stimato comunque che la MAD ha ridotto del 16% il *bid-ask spread* e ha migliorato del 15% l'efficienza informativa dei prezzi, con conseguenti effetti benefici sulla liquidità dei mercati, sul costo del capitale per le imprese e sull'efficienza allocativa dei mercati (Hans B. Christensen, Luzi Hail, Christian Leuz, "*Capital-Market Effects of Securities Regulation: Hysteresis, Implementation, and Enforcement*", 2011).

<sup>4</sup> Un'ulteriore conferma della qualità dell'impianto dell'esistente disciplina europea viene dalla risposta positiva che i mercati regolamentati hanno fornito durante la crisi finanziaria rispetto ai mercati OTC, che non sono coperti dalla MAD. È condivisibile, quindi, la proposta della Commissione Europea di estendere la disciplina sugli abusi di mercato ai mercati non regolamentati, coerentemente anche alle indicazioni del G-20 di Pittsburgh.

<sup>5</sup> Le nuove piattaforme includono i *Multilateral Trading Facilities* (MTF), gli *Organised Trading Facilities* (OTF) e le negoziazioni OTC, quali quelle sui credit default swaps.

Di seguito si esamina la nuova proposta della Commissione Europea, facendo riferimento prima al Regolamento (MAR) attinente alla disciplina amministrativa e poi alla nuova Direttiva (MAD2) attinente alla disciplina penale.

***Le questioni più rilevanti contenute nella proposta di Regolamento (MAR) relativa alla disciplina amministrativa***

Le tematiche che si segnalano per il loro rilievo sono:

1. la nozione di informazione privilegiata;
2. gli obblighi informativi per gli emittenti, anche nel caso di informazioni di rilievo sistemico;
3. l'abrogazione delle prassi di mercato ammesse e dei motivi legittimi;
4. l'estensione dell'ambito di applicazione della manipolazione ai mercati delle merci;
5. le azioni a favore delle piccole e medie imprese;
6. la pubblicazione delle operazioni da parte di *manager* e di soggetti che controllano l'emittente (*internal dealing*);
7. gli esempi di manipolazione tramite *high frequency trading*;
8. la segnalazione di violazioni (*whistleblowers*);
9. l'ammontare delle sanzioni pecuniarie;
10. la pubblicazione della sanzione.

Per ciascun argomento si sintetizza la proposta della Commissione Europea, si indica la posizione della Consob e si informa sull'andamento dei negoziati in corso presso il Consiglio dell'Unione Europea.

A quest'ultimo riguardo, si deve tener conto che la Presidenza danese, nel tentativo di raggiungere un accordo in Consiglio entro la fine del semestre di competenza, ha impresso un ritmo elevato ai lavori modificando più volte i testi di compromesso in varie direzioni. A parte dal prossimo luglio il negoziato continuerà sotto la Presidenza cipriota.

1. Nozione di informazione privilegiata [Art. 6]

Attualmente un'informazione privilegiata è tale se:

- a) concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari quotati o quotandi o uno o più strumenti finanziari quotati o quotandi;
- b) non è stata resa pubblica;
- c) ha carattere preciso<sup>6</sup>;
- d) se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari (*price sensitivity*).

La MAD utilizza la medesima definizione di informazione privilegiata per due finalità: quale presupposto di applicazione dell'obbligo di comunicazione al pubblico da parte degli emittenti e quale oggetto dell'abuso di informazioni privilegiate ai fini sanzionatori. Tale coincidente

---

<sup>6</sup> Un'informazione ha carattere preciso se: si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento sui prezzi degli strumenti finanziari.

riferimento espone gli emittenti a una notevole pressione e incertezza circa l'estensione e l'ampiezza dei loro obblighi di informazione del pubblico.

In ambito nazionale il regolamento di attuazione Consob, prendendo spunto dalla Direttiva 2003/124/CE che implementa la MAD, risolve attualmente la questione collegando l'obbligo di comunicazione soltanto agli eventi già intervenuti, escludendo quelli di probabile accadimento, per i quali invece si applicano anche le sanzioni per l'abuso di informazioni privilegiate.

Il legislatore comunitario intende adesso superare il problema definitorio, riferendo l'obbligo di informazione all'universo delle informazioni incluse nella definizione attualmente vigente e estendendo l'area degli abusi anche alle informazioni c.d. "rilevanti"<sup>7</sup>.

\*

La proposta della Commissione Europea, sebbene apprezzabile nell'obiettivo, offre una soluzione che avrebbe un impatto sull'ordinamento normativo italiano (e di altri Paesi Ue) assai rilevante, perché si discosterebbe dalla citata "modulazione" della nozione prevista nel regolamento Consob di attuazione.

La Consob ritiene, pertanto, che sarebbe opportuno:

- delimitare la nozione da utilizzare ai fini degli obblighi informativi degli emittenti alle sole notizie aventi carattere concreto;
- non ampliare la tradizionale nozione di informazione privilegiata ai fini della configurazione del divieto di abuso. In particolare, rispetto a tale ultima finalità, la nozione di informazione "rilevante" accrescerebbe l'area di incertezza per gli operatori (*manager* e dipendenti di società quotate) e le società stesse. Tali soggetti diverrebbero estremamente cauti nell'operare sui propri titoli anche quando in realtà non dispongono di informazioni per le quali vigono i divieti di abuso. Si rischierebbe un potenziale effetto negativo sulla liquidità del mercato.

\*

Dai negoziati in corso presso il Consiglio dell'Unione Europea emerge un pieno consenso a favore della proposta di distinguere la nozione, ma quasi tutte le delegazioni sono contrarie all'introduzione della nuova nozione di informazione "rilevante". I testi di compromesso recentemente offerti dalla Presidenza danese oscillano tra un approccio perfettamente in linea con quello italiano e uno che tende ad avvicinarsi a quello della MAD attualmente vigente. Occorre quindi monitorare con attenzione la prossima evoluzione del negoziato.

## 2. Obblighi informativi per gli emittenti, anche nel caso di informazioni di rilievo sistemico [Art. 12]

---

<sup>7</sup> I divieti di abuso riguarderebbero pertanto anche l'informazione che, pur integrando le condizioni *sub a)* e *b)*, "se disponibile ad un investitore ragionevole che regolarmente opera nel mercato o negli strumenti finanziari interessati, verrebbe (o probabilmente verrebbe) considerata come rilevante da tale investitore nella decisione delle condizioni relative alle operazioni da effettuare su strumenti finanziari". Tale approccio è sostenuto dal Regno Unito.

Viene confermata la disciplina relativa alla possibilità per l'emittente di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata per tutelare i propri interessi legittimi, purché ciò non induca in errore il pubblico e gli emittenti siano in grado di garantire la riservatezza dell'informazione privilegiata.

La MAD consente ai Paesi membri di disciplinare la comunicazione all'autorità competente della decisione di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata. Il nuovo Regolamento europeo prevede che l'emittente informi di tale decisione l'autorità competente solo nel momento in cui ha luogo la pubblicazione. Tale disposizione è in linea con la recente modifica del regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (Regolamento Emittenti).

Particolare rilievo, specie in questo periodo, riveste la disciplina del ritardo della pubblicazione di informazioni privilegiate idonee, se rese pubbliche, a produrre effetti sistemici. Si pensi ad esempio ad informazioni sulla situazione di emittenti bancari o finanziari in difficoltà. Il Regolamento, infatti, stabilisce che l'autorità competente possa consentire il ritardo della pubblicazione se sussistono tre condizioni: l'informazione sia di rilievo sistemico, il ritardo sia nell'interesse del pubblico e venga garantita la riservatezza dell'informazione.

\*

Per evitare un disordinato impatto dell'informazione sui mercati, la Consob ritiene comunque importante esplicitare che l'emittente non possa pubblicare l'informazione senza aver anticipatamente avvisato l'autorità competente e che si debba comunque ritardare la pubblicazione qualora richiesto dall'autorità.

\*

Diversamente, dai negoziati in corso emerge la preferenza della maggior parte delle delegazioni per la riduzione delle responsabilità delle autorità competenti riguardo alla decisione di ritardare la pubblicazione di informazioni con potenziale impatto sistemico. Il Consiglio dell'Unione Europea è inoltre orientato a limitare la disciplina ai soli emittenti finanziari.

### 3. Prassi di mercato e motivazioni legittime [Art. 8]

Il Regolamento non concede più le difese che la MAD prevedeva qualora le condotte di manipolazione del mercato di operativo siano poste in essere per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse dall'autorità nazionale competente.

Come illustrato dalla Commissione Europea, le prassi di mercato finora ammesse dalle varie autorità competenti sono poche (quattro), presenti solo in alcuni ordinamenti e generano confusione tra gli operatori.

Per evitare un effetto traumatico sul mercato, è previsto un regime transitorio (12 mesi) per le prassi di mercato già ammesse dalle autorità nazionali e comunicate all'ESMA.

\*

Nell'esperienza della Consob le prassi di mercato si sono rivelate uno strumento utile a ridurre le incertezze connesse a comportamenti che si collocano in un'area grigia. Esse, infatti, evitano che gli operatori decidano di non operare sul mercato per il timore di commettere comportamenti illeciti, specie in contesti, quale quello italiano, in cui il regime sanzionatorio è fortemente dissuasivo. Occorre rammentare al riguardo che in Italia le sanzioni pecuniarie amministrative massime sono molto più elevate che negli altri Stati membri, salvo il Regno Unito che non prevede un tetto massimo per le sanzioni.

Finora la Consob ha ammesso due prassi di mercato volte a irrobustire la liquidità dei mercati con positivi effetti sul loro corretto funzionamento. Una prassi attiene ai contratti di sostegno della liquidità del mercato conclusi con intermediari specializzati e un'altra riguarda l'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un magazzino titoli. La prima è stata ammessa anche in Olanda, Francia, Portogallo e Spagna; la seconda in Francia e Grecia. In Austria è stata ammessa una prassi sul mercato obbligazionario e nel Regno Unito sono state ammesse prassi relative al mercato dei derivati su merci.

La Consob nel mese di marzo 2012 ha, inoltre, avviato le consultazioni per l'ammissione di un'ulteriore prassi relativa al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate, utilizzata in diversi casi di ammissione a quotazione di obbligazioni bancarie. La finalità è consentire agli investitori *retail*, che tipicamente detengono tali obbligazioni dal momento del collocamento, di liquidare l'investimento prima della scadenza a condizioni migliori rispetto a quelle conseguenti all'eventuale peggioramento del merito di credito dell'emittente e/o dell'emissione. L'attività di riacquisto rende quindi più appetibili le emissioni da un lato e tutela gli investitori dall'altro.

\*

L'abrogazione delle prassi di mercato, secondo la Commissione Europea, ridurrebbe le incertezze degli operatori, che sarebbero liberi di operare con le stesse modalità sui vari mercati Ue. La Consob ritiene, al contrario, che l'abrogazione aumenti tali incertezze.

Peraltro, il beneficio della massima armonizzazione, evocato dalla Commissione Europea, sarebbe in realtà solo apparente, posto che la decisione sulla correttezza dei singoli comportamenti sarebbe giocoforza rimessa alle valutazioni da parte delle varie autorità, che finirebbero per seguire criteri e metri di valutazione diversi e più opachi per gli stessi operatori.

A tale riguardo si deve evidenziare che l'abrogazione delle due prassi di mercato ammesse dalla Consob determinerebbe una significativa riduzione della liquidità dei mercati con effetti negativi soprattutto per le società di minori dimensioni e una minore disponibilità degli emittenti ad acquistare azioni proprie.

La Consob è in definitiva contraria alla proposta di abrogazione delle prassi di mercato ammesse, ma, riconoscendo i rischi per l'armonizzazione della disciplina, ritiene opportuno che venga affidato un ruolo diretto all'ESMA o alla stessa Commissione Europea, al fine di assicurare la necessaria uniformità in questo settore.

Riguardo all'abrogazione delle motivazioni legittime, va osservato che la loro sussistenza è invece fondamentale per il buon funzionamento della disciplina: esse, se puntualmente definite, evitano che vengano sanzionate quelle condotte che conducono il prezzo ad un "livello anomalo" ma che non hanno alcun intento manipolativo. Si ritiene che la decisione della

Commissione Europea avrebbe conseguenze serie e, inducendo gli operatori ad essere molto cauti nell'operare sui mercati, rallenterebbe il processo di formazione dei prezzi e li renderebbe meno significativi.

\*

I negoziati presso il Consiglio dell'Unione Europea sembrano evolversi nella direzione indicata dalla Consob.

#### 4. Estensione dell'ambito di applicabilità ai mercati delle merci [Art. 2]

L'ambito di applicazione "generale" dell'intera disciplina, rispetto alla MAD, non si limita agli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati (MR), ma si estende anche a quelli negoziati su *Multilateral Trading Facilities* (MTF) e *Organised Trading Facilities* (OTF).

Rimane fermo che i divieti di abuso si riferiscono agli strumenti finanziari indipendentemente dal mercato in cui vengono effettuate le operazioni. Quindi, i divieti valgono anche per le negoziazioni OTC.

Rispetto all'abuso di informazioni privilegiate, l'ambito di applicazione è esteso anche alle operazioni poste in essere su strumenti finanziari il cui valore "è collegato a" quelli quotati presso MR, MTF e OTF; la MAD prevede attualmente l'estensione solo a quegli strumenti finanziari il cui valore "dipende da" quelli negoziati su MR.

Rispetto alla manipolazione del mercato, il Regolamento chiarisce che il divieto vale anche:

- a) per gli ordini, le operazioni o i comportamenti posti in essere su qualsiasi altro strumento finanziario che è probabile abbiano un impatto sugli strumenti finanziari indicati dalla norma "generale";
- b) per gli ordini, le operazioni o i comportamenti posti in essere sul mercato delle merci (esclusi gli "*wholesale energy product*") che è probabile abbiano un impatto sugli strumenti finanziari indicati dalla norma "generale";
- c) per gli ordini, le operazioni o i comportamenti posti in essere sugli strumenti finanziari indicati dalla norma "generale" che è probabile abbiano un impatto sul mercato delle merci.

Infine, il Regolamento estende la disciplina sugli abusi di mercato agli scambi di quote di emissioni dei gas a effetto serra (*emission allowances*), quote che la proposta di revisione della MiFID qualifica come strumenti finanziari. Per tener conto della specificità dei relativi mercati, il Regolamento adatta la disciplina generale sugli abusi di mercato prevedendo, tra l'altro, apposite definizioni di informazione privilegiata e di manipolazione del mercato.

\*

L'estensione dell'ambito di applicazione dei divieti di abuso di informazioni privilegiate agli strumenti finanziari il cui valore è "collegato a" quelli individuati dalla norma "generale", e non più solamente a quelli il cui valore "dipende da" questi ultimi, sembra condivisibile, in quanto le relazioni tra titoli sono spesso di tipo bidirezionale e non unidirezionale, come la norma vigente invece assume.



Rispetto all'estensione dell'ambito di applicazione della manipolazione del mercato<sup>8</sup>, la Consob è favorevole ad assoggettare a più stretto regime i mercati collegati alle merci, tuttavia si esprime cautela sulle notevoli estensioni ai mercati delle merci, come già espresso in risposta al documento di consultazione.

Appare, infatti, opportuno che il Regolamento precisi i limiti dell'attività di vigilanza delle autorità competenti su mercati estremamente frammentati, difficili da localizzare, scarsamente organizzati e quindi anche privi di obblighi di conservazione delle informazioni. In assenza di tali limiti, esiste il rischio che oggettive difficoltà nell'azione di vigilanza possano ripercuotersi negativamente sulla fiducia degli investitori.

Sarebbe infine utile la previsione di adeguate forme di coordinamento delle autorità dei mercati finanziari nazionali e dell'ESMA con le autorità competenti per i mercati delle merci, quali l'*Agency for the Cooperation of Energy Regulators*. In Italia, la Consob ha attivato nel 2008 un protocollo d'intesa con l'Autorità per l'energia elettrica e il gas.

\*

I negoziati in corso presso il Consiglio dell'Unione Europea tendono a confermare l'impostazione data dalla Commissione Europea.

#### 5. Azioni a favore delle piccole e medie imprese

Il tema della riduzione degli oneri di quotazione per le piccole e medie imprese è tenuto in alta considerazione dalla Commissione Europea. A tale riguardo, in ambito comunitario sono state promosse specifiche azioni volte a semplificare gli adempimenti con riferimento alle tre fondamentali aree disciplinate dalle Direttive *Transparency*, *Prospecto* e *MAD*.

La nuova disciplina della Direttiva MIFID prevede inoltre mercati dedicati a tali società, caratterizzati da elementi strutturali volti a migliorare la visibilità presso gli investitori. Tale programma può essere accolto con interesse perché risponde alle esigenze del tessuto industriale italiano caratterizzato dalla significativa presenza di piccole e medie imprese.

\*

La Consob ritiene che l'esonero da taluni adempimenti inerenti alla gestione delle informazioni (ad es. l'eliminazione dell'obbligo di redazione delle *insider lists*) e la conferma di prassi di mercato volte a sostenere la liquidità possano, in qualche misura, contribuire alla definizione di un più generale sistema di incentivi alla quotazione delle piccole e medie imprese nazionali.

\*

---

<sup>8</sup> Tali estensioni sono ispirate da Paesi, come il Regno Unito, che hanno una notevole esperienza sulle interrelazioni tra i mercati delle merci e quelli dei relativi strumenti derivati. Inoltre, i forti movimenti che si sono registrati nei prezzi delle merci negli ultimi anni (petrolio, ecc.) hanno spesso suscitato sospetti di manipolazione del mercato, anche di tipo informativo con riguardo a studi emessi da analisti finanziari. Di particolare importanza è anche il fatto che l'ampio processo, voluto dal G-20, di convergenza dei mercati derivati (anche su merci) OTC verso forme più regolamentate si riferisce, oltre alla necessità *in primis* di portare ad emersione il mondo del *trading* in derivati OTC, si riferisce anche alla "protezione" contro possibili abusi di mercato.



I negoziati in corso presso il Consiglio dell'Unione Europea tendono a confermare l'impostazione data dalla Commissione Europea e auspicata dalla Consob.

6. Pubblicazione delle operazioni da parte di *manager* e di soggetti che controllano l'emittente (c.d. *internal dealing*) [Art. 14]

Il Regolamento conferma la disciplina vigente, ma stabilisce alcune importanti disposizioni di dettaglio.

I soggetti obbligati devono garantire che siano rese pubbliche le proprie operazioni su azioni emesse dall'emittente o su strumenti derivati collegati entro due giorni dall'esecuzione (e non cinque, come attualmente previsto). Le informazioni possono arrivare al pubblico tramite canali diversi, e non necessariamente tramite l'autorità competente (come previsto dalla MAD) o l'emittente. Devono essere comunicate anche le operazioni di prestito titoli e la costituzione di azioni in pegno nonché le operazioni effettuate tramite conti gestiti discrezionalmente da terzi.

Venendo incontro alle richieste dell'industria e di molte autorità competenti, inclusa la Consob, il Regolamento stabilisce che non devono essere comunicate al pubblico le operazioni che complessivamente nel corso dell'anno non superano il valore di €20.000. Viene conferito alla Commissione Europea il potere di modificare la soglia di € 20.000 prendendo in considerazione gli sviluppi dei mercati finanziari.

\*

Le principali modifiche indicate nel Regolamento sembrano condivisibili. Si ritiene comunque importante indicare più chiaramente gli obblighi per gli emittenti nel processo che porta alla pubblicazione delle operazioni e, soprattutto, l'azzeramento del conteggio dopo il raggiungimento della soglia di €20.000.

\*

I negoziati presso il Consiglio dell'Unione Europea tendono a confermare le proposte della Commissione Europea e della Consob, ma sussistono pressioni per ridurre la soglia di €20.000 che risulterebbe in alcuni Stati membri troppo elevata rispetto alla capitalizzazione di molte società quotate. In effetti, in tali casi l'intera disciplina perderebbe la sua funzione.

7. Gli esempi di manipolazione tramite *high frequency trading* [Art. 8]

Riguardo alla manipolazione del mercato, il Regolamento aggiunge alcuni esempi relativi ad operazioni o ordini trasmessi automaticamente sulla base di *software* appositamente predisposti (*algorithmic trading*) e che fanno leva sulla sempre più elevata velocità di trasmissione degli ordini consentita dai mercati (*high frequency trading*).

Premesso che l'utilizzo di tali *software* è lecito e ampiamente diffuso, ciò che verrebbe esplicitamente proibito è la trasmissione di ordini nel mercato sulla base di tali algoritmi che, invece di essere diretta all'esecuzione di operazioni, è finalizzata a ritardare o bloccare il

funzionamento del mercato (c.d. *stuffing*), ovvero a ingolfare la piattaforma di negoziazione con un numero elevato di proposte così da rendere difficoltosa agli altri operatori la partecipazione al mercato (c.d. *layering*) o, comunque, a fornire loro una rappresentazione falsa o fuorviante sulla domanda e sull'offerta relativa allo strumento finanziario (c.d. *spoofing*).

\*

La Consob vede con favore la definizione di tali esempi perché costituiscono utili punti di riferimento nell'ancora incerta valutazione dei temi relativi alla crescente operatività tramite *algorithmic trading*. Sarebbe tuttavia coerente con l'approccio della disciplina sugli abusi di mercato che gli esempi indicati vengano basati sugli effetti che la condotta produrrebbe sul mercato piuttosto che sull'intenzionalità dell'operatore o, in questo caso, del *software*.

\*

I negoziati presso il Consiglio dell'Unione Europea tendono a confermare l'orientamento della Consob.

#### 8. Segnalazione di violazioni (*whistleblowers*) [Art. 29]

Il Regolamento introduce un sistema volto ad incentivare la segnalazione alle autorità competenti di possibili violazioni della disciplina, richiedendo, in particolare, che gli Stati membri, da un lato, offrano protezione ai soggetti che effettuano le segnalazioni (c.d. "*whistleblowers*") e dall'altro garantiscano i soggetti accusati degli illeciti.

Gli incentivi ai *whistleblowers* possono avere natura economica, purché tali soggetti non abbiano già obblighi legali o contrattuali di segnalare violazioni, le informazioni fornite non siano già note alle autorità e le indagini portino a sanzioni amministrative o penali.

Le persone accusate mantengono, tra gli altri, il diritto ad essere sentite prima che venga presa qualsiasi decisione nei loro confronti.

\*

La Consob è favorevole all'approccio indicato dalla Commissione Europea, da tempo in vigore con successo in altri Paesi comunitari, ma ritiene importante che la disciplina venga articolata in modo da limitare il fenomeno della delazione e, più in generale, il rischio di un uso abusivo delle segnalazioni, come sostenuto anche da altre delegazioni.

\*

I negoziati presso il Consiglio dell'Unione Europea tendono a confermare la proposta della Commissione Europea.

#### 9. Ammontare delle sanzioni pecuniarie [Art. 26]

I minimi e massimi edittali delle sanzioni pecuniarie attualmente previsti nelle legislazioni nazionali variano notevolmente. Al fine di assicurare un'armonizzazione minima e prevedere sanzioni pecuniarie sufficientemente dissuasive, la Commissione Europea propone di intervenire sui massimi edittali delle sanzioni, i quali dovrebbero essere sufficientemente elevati da compensare gli eventuali benefici derivanti dalla violazione, sia in termini di guadagni realizzati che di perdite evitate.

In particolare, nel Regolamento è previsto che il massimo edittale delle sanzioni pecuniarie debba essere non inferiore a:

- €5 mln per le persone fisiche;
- il 10% del fatturato totale annuo relativo all'anno precedente la violazione per le persone giuridiche;
- il doppio del profitto derivante dalla violazione (se determinabile).

Gli Stati membri possono in ogni caso prevedere limiti edittali più elevati.

\*

In materia di massimi edittali delle sanzioni pecuniarie, le proposte avanzate dalla Commissione Europea sono compatibili con la forbice edittale attualmente sancita dalla disciplina nazionale per gli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Il livello massimo della sanzione pecuniaria (rispettivamente, pari a €15 mln e €25 mln), infatti, è di gran lunga superiore all'ammontare proposto dalla Commissione Europea per le persone fisiche (€5 mln), ma la possibilità di oltrepassare tale soglia rende trascurabile l'impatto della nuova disciplina.

Le proposte della Commissione Europea, d'altronde, potrebbero avere un impatto notevole sui limiti edittali riguardanti le altre violazioni connesse alla disciplina nazionale sugli abusi di mercato stabilita dal D. Lgs. 58/1998 (TUF); in particolare in materia di comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, *internal dealing*, diffusione di ricerche o valutazioni riguardanti gli strumenti finanziari, produzione o diffusione di raccomandazioni o proposte di strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, *insider lists*. Per tali violazioni, infatti, il massimo edittale applicabile è pari ad €0,5 mln, mentre la sanzione pecuniaria massima nei casi di ostacolo all'attività di vigilanza della Consob è pari ad €1 mln. Altra significativa differenza è che, nella determinazione della sanzione pecuniaria applicabile alle persone giuridiche, il TUF non prevede forme di ancoraggio al fatturato annuo di tali enti.

Infine, la possibilità di aumentare la sanzione pecuniaria fino ad un multiplo del prodotto o del profitto dell'illecito è prevista in Italia solo per l'abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. In tali casi, a fronte della proposta della Commissione Europea che richiederebbe un massimo edittale pari ad almeno il doppio del profitto, la normativa italiana consente di innalzare il livello massimo della sanzione fino a 10 volte il prodotto o il profitto dell'illecito.

La nuova normativa potrebbe avere per taluni settori un impatto rilevante. Inoltre, poiché verrebbe comunque mantenuta una forma di discrezionalità si potrebbero nuovamente creare situazioni di difformità regolamentare nei diversi Stati.

La Consob è favorevole all'approccio indicato dalla Commissione Europea rispetto alle fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, mentre è contraria rispetto alle altre fattispecie.

\*

I negoziati in corso presso il Consiglio dell'Unione Europea vanno nella direzione auspicata dalla Consob.

10. Pubblicazione della sanzione [Art. 26]

La Commissione Europea propone di introdurre un obbligo generale di pubblicazione dei provvedimenti sanzionatori irrogati, sia pure con talune deroghe.

In particolare, le autorità competenti dovranno sempre procedere alla pubblicazione delle sanzioni con l'unica eccezione dei casi in cui tale pubblicità possa recare grave pregiudizio ai mercati finanziari. Nel caso in cui la pubblicazione possa cagionare un danno sproporzionato alle parti coinvolte, l'autorità competente sarà comunque tenuta a pubblicare il provvedimento in forma anonima.

\*

La disciplina nazionale risulta in linea di massima conforme alla proposta della Commissione Europea, discostandosene parzialmente solo in relazione al regime delle possibili eccezioni alla pubblicazione.

Ai sensi della normativa vigente in Italia, infatti, il provvedimento di applicazione della sanzione è pubblicato per estratto nel Bollettino della Consob (regola generale). La pubblicazione può essere esclusa quando dalla stessa possa derivare un grave pregiudizio all'integrità del mercato ovvero essa possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte.

Il Regolamento preclude la possibilità di escludere la pubblicazione nel caso di possibile danno sproporzionato per le parti, che potrebbe al più giustificare una pubblicazione in forma anonima del provvedimento.

La Consob considera opportuno che vi sia una certa flessibilità nella valutazione dei casi in cui è ammessa la non pubblicazione del provvedimento sanzionatorio. In questo contesto, sarebbe peraltro opportuno assicurarsi che la nuova disciplina comunitaria non pregiudichi la possibilità per gli ordinamenti nazionali di prevedere la pubblicazione in forma anonima del provvedimento sanzionatorio.

\*

I negoziati in corso presso il Consiglio dell'Unione Europea vanno nella direzione auspicata dalla Consob.

***Le questioni più rilevanti contenute nella proposta di Direttiva (MAD2) attinente a misure di armonizzazione in materia di sanzioni penali***

La MAD2 rappresenta la prima iniziativa legislativa comunitaria fondata sul nuovo Art. 83(2) del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea. Essa tende all'armonizzazione minima dei regimi penali, ferma restando la facoltà per i singoli Stati di prevedere un livello di tutela del mercato più ampio.

\*

L'obiettivo appare condivisibile. Sul piano applicativo tuttavia l'incertezza sull'adesione alle misure di armonizzazione (*opt-in*) da parte del Regno Unito rischia di compromettere l'esito conclusivo del negoziato. Laddove il Regno Unito non aderisse, la nuova Direttiva non troverebbe applicazione proprio con riguardo alla piazza finanziaria europea più importante, svuotando così di contenuto sostanziale l'obiettivo di armonizzazione. In tal caso, verrebbe meno l'interesse degli Stati membri a sostenere la MAD2.

Con riferimento al c.d. sistema a doppio binario, si ripete che la vigente Direttiva prevede l'obbligo di adottare un sistema sanzionatorio amministrativo, lasciando alla facoltà degli Stati membri la configurazione degli illeciti in questione quali reati.

In sede di attuazione, il legislatore italiano ha introdotto sia fattispecie di illecito penale sia fattispecie di illecito amministrativo. Circa la "*legittima cumulabilità*" di tali fattispecie si è espressa favorevolmente la Corte di Cassazione a sezioni unite (sentenze 30 settembre 2009, nn. 20936 e 20937).

Il sistema sanzionatorio c.d. a doppio binario comporta la possibilità che gli stessi fatti siano sanzionati sia penalmente sia amministrativamente (salvo lo scomputo della sanzione amministrativa pecuniaria dalla pena pecuniaria).

Come indicato, tale sistema ha dato buona prova di sé perché è quello che maggiormente appare in grado di garantire l'efficacia e la dissuasività del sistema sanzionatorio, coniugando la tempestività di intervento delle sanzioni amministrative con la deterrenza delle sanzioni penali.

Tale sistema è quindi compatibile con l'assetto che sembra emergere dalla proposta della Commissione Europea e potrebbe essere dunque sostenuto, proponendo al più una restrizione dell'area del regime penale alle fattispecie più gravi.

La restrizione del regime penale potrebbe essere perseguita in base ai seguenti criteri, adottabili alternativamente o cumulativamente:

- a) avuto riguardo alle condotte, con esclusione dall'area dei reati delle "fattispecie" di abusi di mercato in astratto connotate da minor disvalore;
- b) avuto riguardo a parametri quantitativi (quali entità del profitto, del capitale investito, ovvero, per la manipolazione del mercato, dell'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari).

Riguardo al primo criterio *sub a)* basato sul disvalore delle condotte, una scelta di tal genere è stata già adottata nel nostro ordinamento, prevedendo la sanzionabilità solo in via amministrativa dell'illecito dell'*insider* secondario e della manipolazione del mercato astrattamente idonea a fornire indicazioni false o fuorvianti sugli strumenti finanziari (fattispecie di pericolo concreto).

Il legislatore comunitario non sembra avere un atteggiamento univoco: da un lato, prevede quale reato anche l'illecito dell'*insider* secondario – che appare connotato da minor disvalore rispetto a quello di chi acquisisca l'informazione privilegiata in ragione dell'esercizio di una professione o di una funzione (*insider* primario); dall'altro, esclude dall'area del regime penale la condotta dell'*insider* (sia primario che secondario) che sulla base dell'informazione privilegiata raccomanda investimenti a terzi (c.d. *tuyantage*).

La Consob ritiene che in sede di negoziati potrebbe ipotizzarsi di escludere dall'area dei reati le seguenti fattispecie, in astratto connotate da minor disvalore:

- l'illecito dell'*insider* secondario;
- il *tuyautage*, ossia la condotta di chi, essendo in possesso di una informazione privilegiata, raccomanda o induce altri al compimento di operazioni finanziarie<sup>9</sup>;
- la manipolazione operativa idonea a fuorviare il corso degli strumenti finanziari, che in concreto non abbia avuto impatto sugli stessi<sup>10</sup>;
- la manipolazione informativa che non abbia dato luogo a un profitto o vantaggio per il manipolatore<sup>11</sup>;
- il tentativo di abuso di informazione privilegiata o di manipolazione del mercato<sup>12</sup>.

Per quanto riguarda il secondo criterio *sub b)* basato sulla differenziazione in funzione di soglie quantitative, un meccanismo di tal genere non è estraneo al nostro ordinamento<sup>13</sup>.

Occorre tuttavia considerare: la difficoltà di individuare criteri univoci ed oggettivi; la circostanza che tali parametri non sono utilizzabili per alcuni fatti di *market abuse* (ad es. comunicazione a terzi dell'informazione privilegiata) e che non è agevole individuarne altri; il fatto che la Commissione Europea potrebbe non essere disponibile ad accettare soglie di rilevanza che non siano le medesime per tutti gli Stati membri ovvero che tali soglie potrebbero essere fissate, su istanza dei Paesi economicamente più deboli, a livelli non particolarmente significativi.

Nel sostenere il sistema sanzionatorio c.d. a doppio binario, occorre prestare particolare attenzione per evitare, come sembra invece emergere dai testi più recenti di compromesso, che la disciplina contempra la possibilità di precludere – in parte o *in toto* – il regime sanzionatorio amministrativo. Occorrerebbe altresì rappresentare la necessità di prevedere clausole che espressamente sanciscano la legittima cumulabilità di sanzioni amministrative e penali.

\* \* \*

---

<sup>9</sup>Nel TUF, il *tuyautage* è reato se commesso dall'*insider* primario e illecito amministrativo se commesso dall'*insider* secondario; la MAD2 non contempla nessuna delle due ipotesi.

<sup>10</sup>Il TUF configura il reato di manipolazione operativa quale fattispecie di pericolo concreto, richiedendo la concreta idoneità della condotta a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, e l'illecito amministrativo quale fattispecie di pericolo astratto, richiedendo la idoneità della condotta a fornire indicazioni fuorvianti; la MAD2 sembra configurare il reato di manipolazione operativa quale fattispecie di danno, richiedendo che la condotta manipolativa abbia avuto un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari; la proposta della Consob appare dunque in linea con la MAD2.

<sup>11</sup> La manipolazione informativa è configurata dal TUF quale fattispecie di pericolo ed è punita anche se non produttiva di profitti o vantaggi; la MAD2 configura quale reato solo la manipolazione informativa profittevole o vantaggiosa; anche tale proposta dunque appare in linea con la MAD2.

<sup>12</sup> Il TUF sanziona amministrativamente, e non penalmente, il solo tentativo di abuso di informazioni privilegiate; la MAD2 prevede la sanzionabilità penale del tentativo di *insider trading* e di manipolazione operativa del mercato.

<sup>13</sup> Esso è presente, ad es., nel D. Lgs. 74/2000 (titolato “Nuova disciplina dei reati in materia di imposte sui redditi e sul valore aggiunto a norma dell'art. 9 della Legge n. 205/1999”), che distingue gli illeciti tributari in funzione della loro gravità prevedendo delle soglie quantitative di punibilità (riferite dagli artt. 3 e 4 all'ammontare dell'imposta evasa o all'ammontare complessivo degli elementi attivi sottratti all'imposizione), idonee a limitare l'intervento penale ai soli illeciti economicamente significativi; fermo restando che “L'ufficio competente irroga comunque le sanzioni amministrative relative alle violazioni tributarie fatte oggetto di notizia di reato” (art. 20).

In conclusione, secondo la Consob la legislazione europea sugli abusi di mercato è stata sin dall'inizio di alta qualità, sia per l'architettura generale che per i contenuti tecnici. Il suo recepimento in alcuni Paesi, e in particolare in Italia, ha determinato un'accelerazione verso la modernità delle regole poste a protezione dell'integrità dei mercati.

La disciplina degli abusi di mercato attualmente vigente in Italia non solo è competitiva sul piano della completezza e della qualità delle regole, ma è anche anticipatrice di molte soluzioni regolamentari oggi all'esame presso le istituzioni europee.

L'iniziativa di riforma della Commissione Europea è ampiamente condivisibile perché risponde ad esigenze concrete derivanti dall'evoluzione della struttura dei mercati finanziari e dalla persistente frammentazione di alcuni aspetti regolamentari negli ordinamenti UE.

Nell'esprimere un consenso sostanziale all'iniziativa, la Consob è consapevole di dover seguire e partecipare attentamente ai negoziati in corso – attraverso le competenti sedi istituzionali – affinché sugli aspetti più importanti della riforma non si pregiudichino gli obiettivi primari di perseguire la massima reale armonizzazione assicurando la tutela sostanziale dei mercati e di chi vi opera.