



MARKET ABUSE

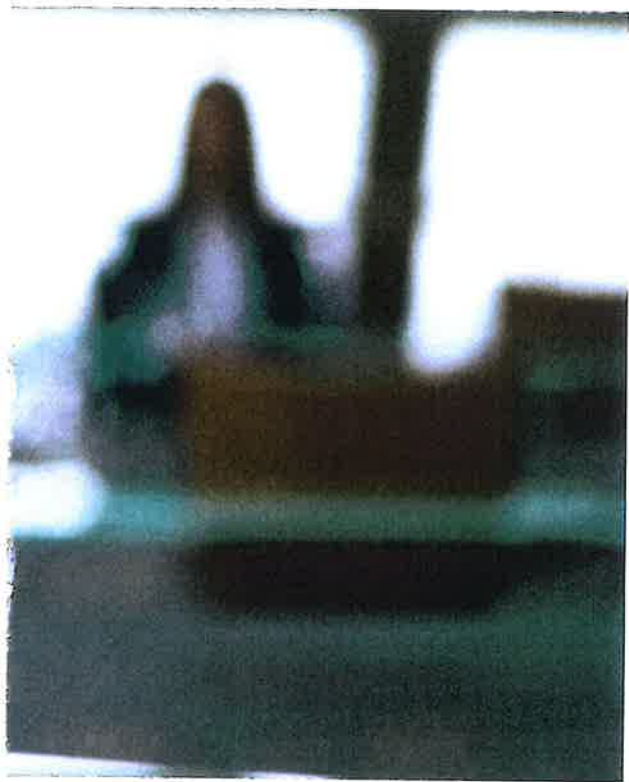
Così l'Italia si adegna all'Ue

Estensione dell'ambito di applicazione, sanzioni più elevate e maggiori poteri alla Consob. Queste le principali novità della bozza di decreto, che ha l'obiettivo di razionalizzare il sistema dei reati finanziari e garantire trasparenza nelle negoziazioni

DI FEDERICA CHIEZZI

Il 16 maggio scorso il Consiglio dei Ministri ha approvato in via preliminare il nuovo decreto sul *market abuse*. Quest'ultimo ha adeguato la normativa nazionale alle disposizioni del regolamento Ue n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, che ha predisposto un quadro normativo armonizzato, il Market Abuse Regulation (Mar), in materia di abusi di mercato e ha introdotto misure per la prevenzione degli stessi. Come

indicato nel comunicato stampa, “nel concetto di abusi di mercato ricadono i comportamenti illeciti già previsti dalla direttiva 2003/6/Ce, quali l'insider dealing, le manipolazioni del mercato e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate”. Tra le novità introdotte spiccano l'estensione dell'ambito di applicazione; la previsione di una serie di esenzioni, di condotte legittime e di pratiche di mercato accettate; l'estensione delle ipotesi



di manipolazione del mercato anche agli ordini di negoziazione effettuati con mezzi elettronici; la nozione di "informazione privilegiata" e l'obbligo di comunicazione al pubblico delle stesse da parte degli emittenti. Inoltre, il decreto ha designato Consob quale autorità amministrativa competente ai fini della corretta applicazione del regolamento, estendendone i poteri. Il provvedimento è stato accolto positivamente dagli esperti del settore, proprio per la sua principale funzione di garantire la piena trasparenza nelle negoziazioni, in un momento storico in cui la crisi economica degli ultimi anni aveva favorito gli illeciti finanziari e gli abusi. A fare chiarezza sulle principali novità introdotte dal decreto, sulle difficoltà di implementazione, sul trend dei reati finanziari e sulle ultime pronunce giurisprudenziali, sono stati **Carlo Baccaredda Boy** dello Studio legale Baccaredda Boy;



RAZIONALIZZARE
Giuseppe Iannaccone, dello Studio Legale Avv. Giuseppe Iannaccone e Associati considera di estrema attualità il tentativo del legislatore europeo di razionalizzare il sistema dei reati finanziari

Dario Bolognesi, dello Studio Bolognesi; **Federico Consulich** dello Studio Legale Associato Giannangeli Consulich; **Giuseppe Iannaccone**, dello Studio Legale Avv. Giuseppe Iannaccone e Associati; **Francesco Isolabella** e **Enrico Maria Canzi** dello Studio legale Isolabella; **Chiara Padovani** dello Studio legale Padovani e **Roberto Pisano** dello Studio legale Pisano.

Novità del decreto L'approvazione del nuovo decreto sul *market abuse* ha costituito un passo importante nella lotta ai reati finanziari. Secondo Federico Consulich dello Studio Legale Associato Giannangeli Consulich, «il decreto consentirebbe di rimediare ad una serie di disallineamenti in materia di tutela del mercato finanziario generatisi tra diritto nazionale italiano e diritto dell'Unione a seguito dell'entrata in vigore della direttiva cd. Mad II (n. 2014/57/Ue) e del relativo regolamento Mar (reg. Ue n. 596/2014). Con questi atti normativi il legislatore eurounitario ha, infatti, disciplinato analiticamente una serie di profili ancora trascurati nell'ordinamento italiano». Giuseppe Iannaccone, dello Studio Legale Avv. Giuseppe Iannaccone e Associati considera «di estrema attualità» il tentativo del legislatore europeo di razionalizzare il sistema dei reati finanziari, «introducendo norme che, almeno nelle intenzioni, mirino a tutelare la trasparenza dei mercati». Per quanto riguarda le novità più rilevanti in materia penale introdotte dal decreto, Carlo Baccaredda Boy dello Studio legale Baccaredda Boy annovera «la nuova e più estesa nozione di "strumento finanziario" ex art. 180 t.u.f. che avrà l'effetto di ampliare l'ambito di applicazione della disciplina. A tal fine, vengono ricompresi in tale nozione gli strumenti finanziari negoziati sul sistema multilaterale di negoziazione (Mft) e



sul sistema organizzato di negoziazione (Otf); le operazioni effettuate sui suddetti strumenti finanziari fuori da sedi di negoziazione (Otc); gli strumenti finanziari non quotati in sedi di negoziazione, ma i cui prezzi dipendono da prezzi di strumenti ammessi in tali sedi o hanno effetto su essi. In ultimo, anche le condotte di manipolazione del benchmark vengono espressamente ricomprese nella disciplina». A ciò si aggiunge la previsione della Consob quale autorità amministrativa competente dotata di adeguati poteri di vigilanza e sanzionatori. «Il decreto», prosegue Dario Bolognesi, dello Studio Bolognesi, «abroga inoltre l'art. 181 t.u.f., rinviando per la nozione di informazione privilegiata al Reg. 596/14/Ue, che include nel concetto anche le tappe intermedie di un processo prolungato. Quest'ultima modifica rileva per la redazione dei modelli ai sensi del D.lgs. n. 231/2001, atteso che la corretta gestione delle informazioni rilevanti per il mercato è un momento essenziale per la prevenzione dei reati di *market abuse*. Infine il Decreto

MAGGIORI POTERI

Il decreto ha designato Consob quale autorità amministrativa competente ai fini della corretta applicazione del regolamento, estendendone i poteri. Sopra, la sede dell'istituto a Milano

risolve solo in parte il problema della violazione del principio del *ne bis in idem*, prevedendo che l'autorità giudiziaria o la Consob tengano in considerazione le sanzioni già inflitte nell'atto della loro irrogazione ed esecuzione». Di quest'ultimo aspetto ne parla anche Chiara Padovani dello Studio legale Padovani che considera la scelta di salvare il sistema del doppio binario: «il principale limite dell'atto del Governo, perché seppure traspare la volontà di coordinare l'inflizione delle sanzioni per limitarne l'afflittività, rimane, comunque, il rischio di incorrere nella violazione del divieto di doppio giudizio nella sua "accezione europea"». Padovani invece trova «di particolare interesse», per l'ambito penalistico,

l'art. 4 che delinea una duplice linea di intervento sui reati previsti dagli artt. 184 e 185 t.u.f. «Con riguardo al reato di abuso di informazioni privilegiate», dice Padovani «lo schema si propone, infatti, da un lato, di includere fra le condotte sanzionabili quelle aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati su Otf, strumenti derivati e quote di emissioni; dall'altro, di escludere la sanzione penale per la comunicazione di informazioni privilegiate nell'ambito di sondaggi di mercato. Anche per il reato di manipolazione del mercato, l'innovazione che il Governo intende attuare è rappresentata, per un verso, dall'estensione dell'ambito di applicazione, così da uniformarlo a quello delle sanzioni amministrative e, per l'altro, dalla previsione che non sia punibile chi ha agito per il tramite di ordini di compravendita o per motivi legittimi e conformi a prassi di mercato ammesse dall'autorità nazionale competente». Anche Roberto Pisano, dello Studio legale Pisano, evidenzia quanto importante sia stato il tentativo del legislatore italiano di regolamentare in modo parzialmente

più equilibrato il principio del “doppio binario” sanzionatorio vigente in materia di abusi di mercato. «È noto», spiega Pisano, «che la normativa italiana in esame è stata oggetto di una fondamentale pronuncia di condanna dell’Italia da parte della Corte Europea dei Diritti dell’Uomo, in data 4 marzo 2014, nel caso Grande Stevens contro Italia, per violazione del cosiddetto principio del *ne bis in idem*; a tale pronuncia, pur con alcune successive oscillazioni della giurisprudenza della Corte Edu, hanno di recente fatto seguito, in data 20 marzo 2018, due decisioni della Corte di Giustizia Ue aventi ad oggetto la normativa italiana in materia di abusi mercato, le quali hanno in sostanza stabilito che il cumulo di sanzioni penali e amministrative può essere previsto se “strettamente necessario” (per il conseguimento dell’obiettivo consistente nel proteggere l’integrità dei mercati finanziari e la fiducia del pubblico negli strumenti finanziari), ma che la normativa italiana al riguardo “eccede” quanto strettamente necessario (per il conseguimento del citato obiettivo). Lo schema di decreto legislativo, in attuazione della legge delega n. 163/2017, prevede una modifica dell’art. 187-terdecies del Testo unico della finanza (Tuf), nel senso di parzialmente temperare gli eccessi sanzionatori derivanti dal citato “doppio binario”. In particolare, prescrivendo che l’autorità giudiziaria o la Consob “tengano conto”, al momento dell’irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate; e che l’esecuzione delle sanzioni, penali o amministrative, aventi la medesima natura, sia limitata alla “parte eccedente” quella riscossa».

Abuso di informazioni privilegiate Con “informazione privilegiata” (art. 181 t.u.f.) si intende un’informazione specifica e circostanziata, che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti stru-



OBIETTIVO DELLA LEGGE

Roberto Pisano, dello Studio legale Pisano, individua nella riduzione dell’area del penalmente rilevante, l’obiettivo della legge delega

menti finanziari (corporate informations) o uno o più strumenti finanziari (market informations), che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari (price sensitivity). «Questa informazione», spiega Carlo Bacca-Redda Boy «se illecitamente utilizzata o comunicata da parte di “chiunque”, costituisce l’oggetto materiale non solo del reato di insider trading disciplinato dall’art. 184 t.u.f. e punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da 20.000 a 3 milioni di euro, ma anche della fattispecie di illecito amministrativo prevista dall’art. 187 bis t.u.f. (cosiddetto sistema del doppio binario introdotto nel 2005 in attuazione della dir. 2003/6/CE). «Le informazioni privilegiate», prosegue Dario Bolognesi «sono fatti price sensitive di non pubblico dominio, giuridicamente riferibili agli emittenti ed in grado di influenzare significativamente il prezzo degli strumenti finanziari sul mercato, in virtù dell’aspettativa che potrebbero ingenerare potenzialmente e ragionevolmente nei destinatari interessati, una volta divulgati. Il legislatore sanziona lo sfruttamento di tali informazioni da parte degli insider primari e secondari per finalità speculative, che ostano ad una piena trasparenza sul mercato. Per garantire la tutela degli investitori, il Decreto del 16/05/2018 modifica la previsione di cui al co. 1, lett. b) dell’art. 184 t.u.f. prevedendo per il disclosing market participant la possibilità di comunicare informazioni privilegiate nell’ambito dei sondaggi di mercato, effettuati alle condizioni previste dal Reg. 596/14/Ue. Il rispetto delle prescrizioni puntuali così previste comporta presunzione di legittimità della condotta realizzata».

Manipolazione del mercato

Il legislatore, con la fattispecie di cui all’art. 185 t.u.f., perseguendo la ratio di evitare che la fiducia che i risparmiatori ripongono nel mercato venga

inficiata da comportamenti volti ad incidere sulla regolare dinamica di formazione del prezzo degli strumenti finanziari stessi, ha ricondotto sotto la scure della sanzione penale sia la “manipolazione informativa”, sia la “manipolazione operativa”. Come puntualizza Chiara Padovani «da prima consiste nella diffusione di notizie (intese in senso lato così da ricomprendere anche le voci correnti nel mercato e i report) false, mentre la seconda nel compimento di operazioni fittizie che simulino un andamento del mercato o di un titolo che non trova riscontro nella realtà. Condotte che possono integrare un delitto o una contravvenzione a seconda della tipologia di strumento finanziario cui attengono le operazioni. Lo schema di decreto legislativo recentemente approvato dal Governo, come anticipato, è volto ad ampliare l'ambito di applicazione del reato».

Aggiotaggio Altro reato risalente alla stessa nascita degli scambi su mercati organizzati è l'aggiotaggio, ovvero la turbativa dolosa dei meccanismi di formazione dei prezzi di beni e servizi scambiati tra operatori economici. «Oggi il nostro ordinamento prevede due principali fattispecie di aggiotaggio penalmente rilevanti: l'art. 2637 c.c., dedicato alla repressione delle turbative incidenti su strumenti finanziari non quotati e del cosiddetto aggiotaggio bancario (trattasi di condotte tese a deprimere la fiducia dei risparmiatori nella stabilità economica di una banca o di un gruppo bancario), e l'art. 185 t.u.f., che punisce la manipolazione dei prezzi di strumenti finanziari quotati», dice Federico Consulich. «Quest'ultimo tipo di condotta», prosegue, «è inoltre sanzionata anche in via amministrativa dall'art. 187 ter t.u.f., che sostanzialmente prevede le medesime condotte punite dall'art. 185 (l'unica reale differenza attiene alle riconducibilità alla fattispecie extrapenale



DIFFICOLTÀ DI DIALOGO
Secondo Chiara Padovani dello Studio Padovani, a rendere complessa l'implementazione ha contribuito la difficoltà di dialogo tra ordinamenti e legislatori registrata a livello di Unione Europea e singoli Stati membri



DISALLINEAMENTI NORMATIVI
«Il decreto consentirebbe di allineare le norme in materia di tutela del mercato finanziario tra diritto nazionale italiano e diritto dell'Ue», dice Federico Consulich dello Studio Legale Associato Giannangeli Consulich

dei comportamenti colposi, che però costituiscono ipotesi di scuola), innescando dunque il noto problema della violazione del *ne bis in idem* sostanziale. Completano il quadro per la persona fisica la confisca penale (art. 187) e quella amministrativa (art. 187 sexies), in entrambi i casi possibili anche per equivalente. Per il delitto di manipolazione del mercato è inoltre prevista la responsabilità ex d. lgs. 231/2001 per la persona giuridica nel cui interesse o vantaggio abbia agito la persona fisica. Analoga responsabilità per l'ente è eccezionalmente prevista dall'art. 187 quinquies anche rispetto all'illecito amministrativo di manipolazione del mercato. Esistono anche due fattispecie, del tutto inapplicate, che sopravvivono entro le pieghe del codice penale come forme di archeologia giuridica: l'art. 501, che punisce il rialzo e il ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio, e l'art. 501 bis, che proscrive il compimento di pratiche distorsive sui prezzi di merci».

Ostacoli alla riforma Il cammino di riforma dei reati di abuso di mercato è stato lungo, tortuoso e ricco di diverse tappe intermedie e di battute d'arresto. Secondo Padovani «non si può, peraltro, neanche affermare che la sua conclusione sia certa; sicuramente almeno fino a quando anche l'iter di adeguamento della disciplina italiana al regolamento Mar non sarà completato e, non escluderei, nemmeno in seguito». Padovani ritiene che il principale fattore che ha contribuito a rendere complessa l'implementazione nell'ordinamento delle previsioni di matrice europea in questo settore, può essere ravvisato nella difficoltà di dialogo (dovuta anche alla disomogeneità dei linguaggi) tra ordinamenti e legislatori registrata a livello di Unione Europea e singoli Stati membri che ha complicato la comprensione da parte del legislatore nazionale di quanto gli fosse richie-

sto per l'armonizzazione europea. «In particolare», aggiunge Padovani «di fronte all'indicazione dell'Unione di comminare sanzioni penali per il *market abuse* con riferimento a ogni tipologia di strumento finanziario e per le alterazioni di benchmark, da freno al completamento dell'opera di adeguamento al quadro europeo potrebbe aver agito l'iniziale convinzione dell'Italia, complici anche gli approdi giurisprudenziali della Corte di Strasburgo, di dover

rinunciare a quel sistema del doppio binario cui si è mostrata, ancora una volta, saldamente legata». A detto di Pisano «la soluzione adottata dal citato

schema di decreto legislativo, rispetto alla problematica degli eccessi sanzionatori derivanti dal cumulo delle sanzioni (e dei procedimenti) di natura penale e amministrativa, è qualificata dalla stessa relazione tecnica al decreto come una soluzione "minimale", in attesa di ulteriori approfondimenti sulla corretta applicazione dei principi contenuti nelle citate sentenze della Corte di Giustizia Ue del 20 marzo 2018, in tema di *ne bis in idem*. La stessa relazione prefigura la possibilità di una nuova delega legislativa, che abbia ad oggetto una più ampia rivisitazione dei rapporti tra procedimento penale e amministrativo, all'esito di una più compiuta valutazione circa la portata dei principi sanciti dalle citate sentenze della Corte di Giustizia». «La stessa Consob», continua Pisano «ha espresso forti riserve sullo schema di decreto, ponendo l'accento sull'irragionevolezza, e gli effetti distorsivi, che caratterizzerebbero alcuni aspetti della normativa. In sintesi, non può dirsi che la soluzione proposta rappresenti un soddisfacente e definitivo punto di equilibrio del sistema; né, in particolare, una completa e corretta trasposizione nel diritto italiano dei

Un efficace sistema di compliance interno, idoneo a prevenire la commissione di reati, è l'unica via per l'azienda di essere esente da responsabilità patrimoniale

vincolanti principi in tema di divieto di *bis in idem* frutto dell'elaborazione della Corte Edu e della Corte di Giustizia Ue.

Ruolo della Consob Nel decreto trova spazio anche la Consob, che, come afferma Giuseppe Iannaccone «è stata espressamente designata quale autorità amministrativa competente ai fini della corretta applicazione del regolamento, venendo dotata di

più penetranti poteri sanzionatori». Già prima della introduzione del Mar, e della predisposizione dello schema preliminare di decreto legislativo, si è consolidato da

tempo un ruolo centrale della Consob per la reazione agli abusi di mercato. Di ciò ne è convinto Consulich: «Si pensi solo che nel novembre 2005, con una propria comunicazione, essa fornì una analitica esemplificazione di condotte suscettibili di integrare una manipolazione del mercato. Tale atto è stato da allora considerato il riferimento essenziale dagli operatori, ex ante, e da pubblici ministeri e giudici, ex post, per la individuazione di pratiche manipolative, poiché l'art. 185 non aveva definito in modo adeguato e determinato il comportamento penalmente rilevante. Altresì, alla luce dell'art. 187 ter, comma 4, t.u.f. la Consob fin dal 2005 è stata abilitata dal legislatore ad esonerare dalla rilevanza amministrativa (e di fatto anche penale) classi di condotte di mercato, alla condizione che rispondessero a prassi ammesse dalla stessa Autorità».

Reati finanziari e D.Lgs 231

Un ruolo significativo per la prevenzione dei reati finanziari è svolto dal D.Lgs. 231 dell'8 giugno 2001 che, come ricorda Iannaccone, ha introdotto il principio della responsabilità amministrativa delle persone giuri-

diche, a seguito dei reati commessi, nell'interesse o a vantaggio dell'ente, da soggetti collocati in posizione apicale nella gerarchia aziendale, ovvero subordinati all'altrui vigilanza e controllo. «In tali casi», spiega Iannaccone «la prova di aver adottato un efficace sistema di compliance interno, idoneo a prevenire la commissione di reati, e che sia stato fraudolentamente aggirato dagli autori degli illeciti, è l'unica via che consente all'azienda di andare esente da responsabilità patrimoniale. Per questa ragione, proprio per evitare di incorrere in sanzioni pecuniarie che potrebbero compromettere la stessa sopravvivenza dell'ente, è necessario che tutte le imprese si dotino di un adeguato modello organizzativo interno, il cui corretto funzionamento deve essere affidato ad un organismo di vigilanza dotato di autonomi poteri di iniziativa e controllo».

Andamento delle contestazioni «Alla luce della mia esperienza professionale», dice Baccaredda Boy «il reato finanziario (in senso lato) con cui mi sono trovato più di frequente ad avere a che fare negli ultimi anni è il delitto di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza. Una delle ragioni che possono celarsi dietro la frequenza di tali contestazioni può rinvenirsi nella crisi economico-finanziaria che ha caratterizzato il mercato mondiale dell'ultimo decennio. A seguito dei numerosi scandali che si sono susseguiti, sono fisiologicamente aumentati anche i controlli ispettivi delle Autorità pubbliche di vigilanza e i criteri con cui si interpretavano alcune operazioni societarie o bancarie sono diventati sempre più stringenti. Se da un lato, la maggiore incisività dei controlli posti in essere dalle Autorità di vigilanza ha senz'altro il pregio di attivare un circolo virtuoso volto alla prevenzione dell'equilibrio del mercato stesso, d'altro lato il rischio che



MAGGIORE TUTELA
Come spiega Dario Bolognesi, dello Studio Bolognesi, a partire dalla Legge n. 62/2005 la scelta del legislatore è stata di fornire una sempre maggiore tutela, attraverso il diritto penale, del mercato finanziario



REATO PIÙ FREQUENTE
«Il reato finanziario con cui mi sono trovato più di frequente ad avere a che fare riguarda l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza», sostiene Carlo Baccaredda Boy di Baccaredda Boy

si corre è il verificarsi di fenomeni di iper-applicazione della fattispecie di cui all'art. 2638 c.c. sfruttandone i noti profili di indeterminatezza». Secondo Bolognesi, a partire dalla Legge n. 62/2005, la scelta del legislatore è stata di fornire una sempre maggiore tutela, attraverso il diritto penale, del mercato finanziario: «In seguito, si è passati all'introduzione della fattispecie dell'autoriciclaggio nel codice penale, per concludere con il D.lgs. n. 21/2018, con i reati di indebito utilizzo e falsificazione di carte di credito e di pagamento. Si tratta di reati complessi, che si caratterizzano per la bassa visibilità degli stessi, in quanto si mimetizzano all'interno di processi prettamente tecnici di funzionamento dell'economia. In particolare, tra i più frequenti e maggiormente denunciati si confermano il riciclaggio di denaro, l'insider trading e la manipolazione di mercato. Da un'analisi statistica emerge che il numero di denunce da parte delle banche è esiguo, probabilmente a causa del danno d'immagine che subisce l'operatore finanziario a causa del procedimento penale». A detta di Pisano «le contestazioni più frequenti riguardano sicuramente i delitti di riciclaggio e autoriciclaggio, anche in connessione con reati presupposto di natura tributaria e fallimentare, e con potenziale idoneità a far sorgere la responsabilità amministrativa degli enti, ai sensi del D.Lgs. n. 231/2001. Ciò è dovuto al fatto che, per un verso, non è ancora del tutto superata la tendenza a sottovalutare il disvalore sociale connesso ai reati di riciclaggio e autoriciclaggio. Per l'altro, com'era largamente prevedibile, l'introduzione della fattispecie di autoriciclaggio, e il progressivo svilimento del requisito dell'idoneità della condotta ad ostacolare l'accertamento della provenienza delittuosa, hanno condotto ad un significativo ampliamento dell'area del penalmente rilevante, e ad una conseguente moltiplicazione delle relative contestazioni». ♦