

ATTUALITÀ

Le principali modifiche della Legge Europea 2019- 2020 alla disciplina del market abuse

8 Febbraio 2022

Antonino Castorino, Ristuccia Tufarelli & Partners
Francesco Mezzasalma, Ristuccia Tufarelli & Partners



Antonino Castorino, Ristuccia Tufarelli & Partners

Francesco Mezzasalma, Ristuccia Tufarelli & Partners

Studio associato

Ristuccia Tufarelli & Partners



Il 1° febbraio 2022 è entrata in vigore la **L. 23 dicembre 2021, n. 238** recante “*disposizioni per l’adempimento degli obblighi derivanti dall’appartenenza dell’Italia all’Unione europea - Legge europea 2019-2020*” (anche solo “*Legge europea 2019-2020*”).

La Legge europea 2019-2020 ha introdotto, tra le altre, importanti novità in materia di abusi di mercato. Le modifiche alla disciplina nazionale sono prevalentemente volte a superare le contestazioni della Commissione europea formulate nell’ambito della procedura di infrazione n. 2019/2130 avviata in ragione del parziale recepimento della direttiva 2014/57/UE relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (c.d. “MAD II”), avvenuto con il d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107.

1. Ambito di applicazione della disciplina in materia di Market Abuse ed esenzioni

L’art. 26, comma 1, lett. a) della Legge europea 2019-2020 ha esteso l’ambito di applicazione della disciplina in materia di *market abuse*, così come i casi di esenzione. Al contempo, il legislatore delegato ha proceduto ad una riorganizzazione sistematica delle relative norme.

In particolare è stato modificato l’articolo 182 del D.lgs. n. 58/1998 (“Tuf”), norma che disciplina l’ambito di applicazione delle disposizioni sugli abusi di mercato, circoscrivendo la portata applicativa degli articoli 184 (Abuso o comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate), 185 (Manipolazione del mercato), 187-bis (Abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate) e 187-ter (Manipolazione del mercato) del Tuf.

Il novellato art. 182, 1 comma, Tuf prevede che le suddette disposizioni si applichino oltre ai fatti concernenti gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione, o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione, (i) in un mercato regolamentato italiano o di un altro paese dell’UE [comma 1 lett. a] o (ii) in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) [comma 1 lett. b], gli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (OTF) [comma 1 lett. c], condotte od operazioni, comprese le offerte, relative alle aste su una piattaforma d’asta autorizzata, come un mercato regolamentato di quote di emissioni o di altri prodotti oggetto d’asta correlati, anche quando i prodotti oggetto d’asta non sono strumenti finanziari, ai sensi del regolamento (UE) n. 1031/2010 della Commissione [comma 1 lett. e], anche a quelli concernenti gli strumenti finanziari non rientranti nelle

categorie sopracitate, il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di questi ultimi, ovvero ha un effetto su di essi, compresi, ma non in via esclusiva, i *credit default swap* e i contratti differenziali [comma 1 lett. d].

Quest'ultima categoria, a differenza delle altre già annoverate dalla precedente versione dell'art. 182 Tuf, è stata inclusa nel disposto dell'articolo in esame in quanto espressamente prevista dall'art. 1, par. 2, della MAD II e in precedenza ricompresa solo all'interno della definizione di strumenti finanziari contenuta nell'articolo 180, comma 1, lett. a), n. 2-ter) del Tuf.

Al comma 2 dell'art. 182 Tuf viene invece precisato che la disciplina sulla manipolazione di mercato (185 e 187-ter del Tuf) si applica anche ai fatti concernenti:

- 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, lett. a) del Tuf;
- 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;
- gli indici di riferimento (*benchmark*).

Il contenuto del novellato comma 2 dell'art. 182 Tuf ricalca in sostanza quanto in precedenza previsto dall'art. 185, comma 2-bis, Tuf, contestualmente abrogato. La modifica più che introdurre novità significative, pare sia volta al riordino delle frammentate disposizioni sull'ambito di applicazione all'interno del medesimo articolo in ottica di maggiore sistematicità.

L'art. 26, comma 1, lett. b) della Legge europea 2019-2020 ha modificato l'art. 183 Tuf che prevede i casi di esenzione dall'applicazione della disciplina sugli abusi di mercato, aggiungendo la lettera b-bis al comma 1, la quale sancisce che la citata disciplina non si applica alle negoziazioni effettuate per la stabilizzazione dei valori immobiliari conformemente a quanto previsto dall'articolo 5, paragrafi 4 e 5, del regolamento (UE) n. 596/2014 (cd. "MAR") di:

- valori mobiliari (le azioni e gli altri valori mobiliari equivalenti ad azioni, le obbligazioni e le altre forme di titoli di credito; ovvero i titoli di credito convertibili o scambiabili in azioni o in altri valori equivalenti ad azioni) come definiti dall'art. 3, par. 2, lett. a), MAR;
- strumenti collegati (contratti o diritti di sottoscrizione, acquisizione o cessione di valori mobiliari, strumenti finanziari derivati su valori mobiliari, qualora i valori mobiliari siano strumenti di debito convertibili o scambiabili, i valori mobiliari in cui gli strumenti di debito possono essere convertiti o con i quali possono essere scambiati, strumenti emessi o garantiti dall'emittente o dal garante dei valori mobiliari e il cui prezzo di mercato possa influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari o viceversa, qualora i valori mobiliari siano valori mobiliari equivalenti ad azioni, le azioni rappresentate da tali valori mobiliari nonché tutti gli altri valori mobiliari equivalenti a dette azioni) come definiti dall'art. 3, par. 2, lett. b), MAR.

2. Le novità in materia di *insider trading* secondario.

L'art. 26, comma 1, lett. c) della Legge europea 2019-2020 ha previsto la modifica dell'art. 184 Tuf, (re)introducendo il reato di *insider trading* secondario, delineando un sistema basato sul doppio binario c.d. "cumulativo": alla sanzione amministrativa (*rectius* formalmente amministrativa ma sostanzialmente penale) è stata affiancata la sanzione *stricto sensu* penale.

L'evoluzione della disciplina sanzionatoria, infatti, si mostra particolarmente altalenante in quanto caratterizzata da un susseguirsi di interventi volti prima alla repressione penale delle condotte, poi alla loro depenalizzazione. La disciplina penale sull'*insider* secondario è stata introdotta dalla L. 17 maggio 1991, n. 157, successivamente sostituita dalle disposizioni del Tuf. Solo a seguito delle modifiche apportate al Tuf dalla L. 18 aprile 2005, n. 62, con cui è stata recepita la direttiva 2003/6/CE (c.d. MAD I), la condotta è divenuta sanzionabile esclusivamente per via amministrativa.

È con la MAD II che ritorna preminente il regime sanzionatorio penale per reprimere il fenomeno dell'*insider trading* sia primario sia secondario. Secondo il legislatore europeo "*l'irrogazione di sanzioni penali per gli abusi di mercato avrà un effetto dissuasivo maggiore sui potenziali contravventori*"¹. In tal

¹ Considerando n. 7 della direttiva MAD II.

senso, il legislatore europeo ha inteso prevedere un trattamento maggiormente rigoroso nei confronti dei trasgressori, definendo i loro comportamenti “*inaccettabili*” in ragione delle ripercussioni negative che hanno sul mercato e sulla fiducia degli investitori in tali mercati.

La MAD II è stata recepita nell’ordinamento interno con il D.lgs. 10 agosto 2018, n. 107. Tale recepimento si è rivelato parziale in ragione del fatto che, al tempo, l’assetto sanzionatorio nei confronti degli *insider* secondari è rimasto immutato nonostante la direttiva ritenesse necessaria l’introduzione di sanzioni penali per reprimere le condotte di *insider trading* secondario e, per tale ragione è stata avviata la procedura di infrazione n. 2019/2130 nei confronti dell’Italia.

Al fine di colmare le lacune della normativa nazionale, la Legge europea 2019-2020 ha modificato l’articolo 184 Tuf, introducendo anche per l’*insider* secondario il c.d. doppio binario sanzionatorio (penale e amministrativo). A seguito della modifica apportata al Tuf, l’*insider* secondario è ora punito con la **reclusione da 1 anno e 6 mesi a 10 anni e la multa da 20.000 a 2.500.000 euro**. La forbice edittale prevista per tale reato è particolarmente ampia ma comunque inferiore rispetto a quella prevista per l’*insider* primario, punito con la reclusione da 2 a 12 anni e con la multa da 20.000 a 3.000.000 euro.

In entrambi i casi la pena pecuniaria può essere aumentata fino al triplo o al maggior importo di dieci (10) volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l’entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo edittale.

Tali pene si cumulano alle sanzioni amministrative pecuniarie già previste dall’articolo 187-*bis* e irrogate dalla Consob, cui si aggiungono le sanzioni accessorie previste dall’articolo 187-*quater*, quali ad esempio: l’interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso i soggetti autorizzati ai sensi del Tub o le società quotate.

L’*insider* secondario, come disciplinato dal novellato articolo 184 Tuf, è il soggetto che:

- pur non rientrando nei casi di *insider* primario è in possesso di una informazione privilegiata;
- è a conoscenza del carattere privilegiato dell’informazione.

Come oramai noto, le sanzioni amministrative irrogate da Consob in tema di abusi di mercato sono – a seguito della giurisprudenza europea e tra tutte la nota sentenza *Grande Stevens* emessa dalla Corte Edu – considerate di natura sostanzialmente penale, in considerazione della loro elevata afflittività.

A seguito delle modifiche dell’art. 184 Tuf la Consob e l’Autorità giudiziaria potranno entrambe sanzionare il medesimo illecito, così verificandosi un *bis in idem*. In relazione al cumulo sanzionatorio amministrativo e penale si sono più volte pronunciate le corti europee (CGUE e Corte Edu). In particolare, la Corte Edu (con le sentenze *Engel, A e B c. Norvegia* e *Nodet c. Francia*) e la CGUE (con le sentenze *Garlsson* e *Di Puma*) hanno affermato la legittimità del doppio binario sanzionatorio penale/amministrativo solo se sussiste una “*close connection*” tra i due procedimenti. Al fine di determinare se sussista tale “*close connection*” è necessario verificare se i due procedimenti sono coordinati tra loro, in quanto la coerenza del doppio binario sanzionatorio dipende proprio dalla capacità dei due procedimenti di essere un tutto integrato, non potendosi quindi giungere a decisioni incoerenti tra giudizio penale e procedimento amministrativo. Sempre con riferimento al cumulo delle misure sanzionatorie e la relativa proporzionalità delle stesse, si osservi che la CGUE, nella sentenza *Garlsson*, ha affermato che la celebrazione di un procedimento amministrativo volto all’irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria risulta eccedente nel caso in cui – per gli stessi fatti – si è stati già condannati con sentenza penale definitiva e che tale condanna risulti “*idonea a reprimere tale reato in maniera efficace, proporzionata e dissuasiva*”, in quanto risulterebbe altrimenti sproporzionata.

Data l’introduzione del doppio binario sanzionatorio anche per l’*insider* secondario, si applicherà, come già succede nei casi di *insider trading* primario e di manipolazione del mercato, l’articolo 187-*terdecies* Tuf, norma che coordina l’esercizio del potere sanzionatorio dell’autorità giudiziaria e della Consob, prevedendo che (i) la seconda autorità sanzionante debba tener conto delle misure punitive già irrogate e che (ii) l’esazione della pena pecuniaria sia limitata alla parte eccedente quella riscossa dalla prima autorità che ha sanzionato.

Non si esclude però che una siffatta impostazione possa, in assenza di specifiche norme di coordinamento tra l’autorità giudiziaria e la Consob dar luogo a una risposta sanzionatoria in concreto sproporzionata nei confronti degli *insider* secondari cui dovrà eventualmente porre rimedio la giurisprudenza.

Come già osservato, la duplicazione dei procedimenti sanzionatori anche a contrasto dell'*insider trading* ripropone il tema relativo al rispetto dei principi del *ne bis in idem* e di proporzionalità della risposta sanzionatoria. A tal riguardo, pare opportuno domandarsi se non fosse auspicabile quantomeno limitare la criminalizzazione dell'*insider* secondario solo alle condotte maggiormente gravi, a seconda: *i*) del grado d'impatto sull'integrità del mercato; *ii*) del profitto effettivo o potenziale o della perdita evitata; *iii*) della misura del danno cagionato al mercato ovvero il valore complessivo degli strumenti finanziari negoziati. Si poteva, ad esempio, come suggerito dalla Consob in sede di audizione al Senato², prevedere un valore soglia del controvalore dell'operazione illecita e solo al superamento di detta soglia l'illecito integri la fattispecie penale, lasciando immutato l'apparato sanzionatorio amministrativo per le operazioni che non superino tale soglia.

3. Le novità in materia di confisca prevista dall'articolo 187 Tuf.

Da ultimo, si segnala che in conformità con quanto stabilito dalla Corte Costituzionale nella sentenza n. 112/2019, è stato sostituito il comma 1 dell'articolo 187 Tuf, il quale prevede sempre la confisca dei beni che costituiscono il profitto dell'illecito ma non più anche il prodotto. La Corte Costituzionale ha dichiarato costituzionalmente illegittimo l'articolo 187-*sexies* Tuf, nella parte in cui prevedeva la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito (cioè l'intero valore degli strumenti finanziari acquistati o del ricavato della vendita dei medesimi) e dei beni utilizzati per commetterlo (ovvero le somme investite nell'acquisto o strumenti alienati), e non del solo profitto (ossia l'utilità economica realizzata mediante l'operazione). Il giudice delle leggi aveva motivato tale decisione osservando che la confisca del profitto tratto dall'illecito ha natura meramente ripristinatoria, a differenza della confisca del prodotto dell'illecito che ha natura propriamente punitiva e che, cumulandosi alle altre misure punitive previste dal Tuf, portano a risposte sanzionatorie sproporzionate.

² Audizione della Consob del 18.5.2021 dinanzi alla 14^a Commissione permanente (Politiche dell'Unione Europea) relativa a "Disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea - Legge europea 2019-2020".

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

Scopri il nuovo
▶ [dirittobancario.it](https://www.dirittobancario.it)