

**MARKET ABUSE:
TRASPARENZA DEL
MERCATO FINANZIARIO**

AGENDA

1. Definizione di «Market Abuse»
2. Quadro normativo comunitario
3. Ambito di applicazione
4. Condotte illecite
 - 4.1 a) Abuso di informazione privilegiata
 - 4.1 b) Soggetti attivi
 - 4.2 Manipolazione di mercato
 - 4.3 Sanzioni
 - 4.4 Safe harbours
5. Obbligo di *disclosure*
 - 5.1 Soggetti obbligati
6. Poteri della Consob
7. Casistica Market Abuse
8. Responsabilità dell'ente (D.Lgs 231/01)
9. Prevenzione e Whistleblowing

1. DEFINIZIONE DI «MARKET ABUSE»

Il termine «market abuse» indica le **manipolazioni dei mercati finanziari** per effetto delle quali gli investitori subiscono, direttamente o indirettamente, le conseguenze sfavorevoli del comportamento di altri soggetti che abbiano:

- ✓ approfittato di informazioni confidenziali,
- ✓ falsato il meccanismo di determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari, o
- ✓ divulgato informazioni false o ingannevoli.

In particolare, il **mercato finanziario** è regolato dallo **scambio di informazioni societarie** che guidano la domanda e l'offerta, determinando ogni **variazione dei prezzi dei titoli**.



Il grado di **efficienza** del mercato dipende dal grado di **trasparenza**.

Gli abusi di mercato rendono il mercato **opaco**, a danno degli investitori.



2. QUADRO NORMATIVO COMUNITARIO

✓ **MARKET ABUSE DIRECTIVE 2003/6/CE (MAD)**

Obiettivo: promuovere e armonizzare il corretto funzionamento dei mercati, riducendo così il rischio di abuso di mercato da parte di intermediari ed investitori istituzionali

Recepita in Italia con le modifiche apportate a:

- a) decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 (**T.U.F.**);
- b) **Regolamento Mercati** n. 11768 emanato da Consob il 23/12/98;
- c) **Regolamento Emittenti** n. 11971 emanato da Consob il 15/05/99;

Provvedimenti attuativi di 2° livello

- Direttiva 2003/124/CE
- Direttiva 2003/125/CE
- Direttiva 2004/72/CE
- Regolamento 2273/2003

✗ Osservazioni della relazione **Lamfalussy**: normative nazionali troppo **eterogenee** e «**forum shopping**»

✓ **REGOLAMENTO UE n. 596/2014 (MAR)** (Immediata applicazione)

Riformulazione organica della disciplina comunitaria in materia di abusi di mercato

✓ **DIRETTIVA 2014/57/UE (MAD 2)** (Da recepirsi entro il 03/07/16)

Standard di armonizzazione penale minima in tema di abusi di mercato

In vigore dal
3 luglio 2016

3. AMBITO DI APPLICAZIONE (Art.182 T.U.F)

La disciplina di *market abuse* si applica agli **strumenti finanziari** ammessi o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla **negoziazione**:

- ✓ su un mercato regolamentato italiano,
 - ✓ su un mercato regolamentato di altri Paesi dell'UE,
 - ✓ in un sistema multilaterale di negoziazione italiano (MTF),
 - ✓ su nuovi tipi di sistemi organizzati di negoziazione (OTF),
 - ✓ negoziati fuori borsa (OTC)
- In vigore dal
3 luglio 2016

4. CONDOTTE ILLECITE

ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE (paragrafo 4.1)

L'investitore in possesso di un'informazione **privilegiata** sfrutta il proprio vantaggio

- ✓ per acquistare, vendere o compiere altre operazioni su strumenti finanziari (*Insider Trading*),
- ✓ per comunicarla ad altri investitori (*Tipping*),
- ✓ per raccomandare determinati investimenti sfruttando il suddetto vantaggio informativo (*Tuyautage*)
- ✓ *Front running*: attività dell'intermediario che, ricevuto da un cliente un ordine di acquisto o di vendita in grado di influire sul prezzo del titolo, pone in essere un'operazione per conto proprio

MANIPOLAZIONE DEL MERCATO (paragrafo 4.2)

Diffusione di notizie **false** e **tendenzie** ma apparentemente degne di credito e concretamente idonee a provocare una sensibile **alterazione** del **prezzo** di strumenti finanziari

- **Market** based manipulation: effettuazione di operazioni di negoziazione anche simulate o altri artifici
- **Information** based manipulation: diffusione di informazioni false o fuorvianti riguardanti la società emittente i titoli quotati sui mercati finanziari (se i dati falsi sono contenuti in una delle comunicazioni sociali "tipiche" della società il reato concorre con il **falso in bilancio**)

4.1 a) ABUSO DI INFORMAZIONE PRIVILEGIATA

Art. 181 T.U.F.: “Per **informazione privilegiata** si intende un’informazione di carattere **preciso**, che **non** è stata resa **pubblica**, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe **influire** in modo **sensibile** sui prezzi di tali strumenti finanziari.”

L’informazione è:

- ✓ **precisa**: «si riferisce ad un complesso di circostanze/evento esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza»
- ✓ **giuridicamente** riferibile, in quanto relative a circostanze o eventi accertati secondo le regole di *governance* di natura legale o organizzativa interna, agli emittenti e agli strumenti finanziari
- ✓ **price-sensitive**: «l’informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento.»

«Guida per l’informazione al mercato» documento di indirizzo sostenuto da Abi, Assosim e Borsa Italiana elenca, a titolo **esemplificativo** ma non esaustivo, una lista di informazioni da considerarsi privilegiate:

- ✓ ingresso in, o ritiro da, un settore di business;
- ✓ acquisto o alienazione di partecipazioni, di altre attività o di rami d’azienda;
- ✓ emissione di obbligazioni e altri titoli di debito;
- ✓ operazioni di fusione o scissione;

4.1 b) SOGGETTI ATTIVI

Fermo il **nesso di causalità** tra la posizione occupata, l'attività svolta e l'accesso all'informazione

INSIDER PRIMARI

- ✓ Membri di **organi** di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente
- ✓ **Partecipanti** al capitale dell'emittente
- ✓ **Esercenti** un'attività lavorativa, una professione, una funzione anche pubblica o un ufficio collegati alla fonte della notizia (Trib. Milano Sez. III, 23/01/07 include il personale delle SIM e in particolare i *salesmen* e i *traders*);
- ✓ **Criminal insiders**: coloro che hanno appreso l'informazione privilegiata a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose
- Art. 115 T.U.F.: Obbligo per gli emittenti di istituire e aggiornare registri delle persone che hanno **accesso** ad informazioni privilegiate

INSIDER SECONDARI

- ✓ Colui che ha **ricevuto** le informazioni privilegiate dagli insider primari
- Non è sanzionato in via penale ma in via **amministrativa** ai sensi dell'Art.187-*bis* comma 4 T.U.F.

4.2 MANIPOLAZIONE DI MERCATO

La Comunicazione Consob n. DME/5078692 del 29-11-2005 illustra a titolo esemplificativo una lista di fattispecie integranti la condotta illecita di «Manipolazione di mercato»:

- Art.187 ter cm. 3 a)
 - ✓ **Wash trades:** operazioni di acquisto o di vendita di uno strumento finanziario che non determinano alcuna variazione negli interessi, diritti, rischi di mercato del beneficiario;
 - ✓ **Painting the tape:** serie di operazioni che vengono mostrate al pubblico, anche su strutture telematiche, per fornire l'apparenza di una attività o di un movimento dei prezzi di uno strumento finanziario;
 - ✓ **Improper matched orders:** operazioni che derivano da ordini di acquisto e di vendita immessi da soggetti che agiscono di concerto contemporaneamente, aventi gli stessi prezzi e gli stessi quantitativi;
 - ✓ **Placing orders with no intention of executing them:** inserimento di ordini, specie nei mercati telematici, a prezzi più alti (bassi) di quelli delle proposte presenti dal lato degli acquisti (vendite);
- Art.187 ter cm. 3 b)
 - ✓ **Marking the close:** acquistare o vendere intenzionalmente strumenti finanziari verso la fine delle negoziazioni in modo da alterare il prezzo finale dello strumento finanziario;
 - ✓ **Excessive bid-ask spread:** intermediari che operando di concerto, abusano del loro potere di mercato per posizionare e/o mantenere intenzionalmente il *bid-ask spread* su livelli artificiali e/o lontani dal *fair value*;
- Art.187 ter cm. 3 c)
 - ✓ **Concealing ownership:** conclusione di un'operazione o di una serie di operazioni per nascondere la vera proprietà su uno strumento finanziario;
 - ✓ **Pump and dump/Trash and cash:** aprire una posizione lunga/ribassista su uno strumento finanziario in modo da aumentarne/diminuirne il prezzo;

4.3 SANZIONI

Market Abuse Directive 2003/6/CE prevede un sistema sanzionatorio a **doppio binario cumulativo**, con il limite della **proporzione**:

SANZIONI PENALI di competenza della Magistratura	SANZIONI AMMINISTRATIVE di competenza della Consob
<p>ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE</p> <ul style="list-style-type: none">✓ reclusione da 1 a 6 anni✓ multa da 20.000 a 3 mln di Euro <p>Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di 10 volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato.</p> <ul style="list-style-type: none">➤ Confisca del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo	<p>ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE</p> <ul style="list-style-type: none">✓ sanzione amministrativa pecuniaria da 20.000 a 3 mln di Euro <p>Sanzione incrementabile fino al triplo o fino al maggiore importo di 10 volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito</p> <ul style="list-style-type: none">➤ Il tentativo è equiparato alla consumazione➤ Si applicano anche agli insider secondari

Innovazione apportata dalla Direttiva 2014/57/UE: la piena discrezionalità lasciata agli Stati in ordine all'approntamento di eventuali sanzioni **penali** è sostituita con l'**obbligo di sanzioni penali almeno per i reati gravi di abusi di mercato** (*Considerando n. 8*) nel rispetto del principio del *ne bis in idem* (*Considerando n. 23*).

[*Corte di Strasburgo nel caso Grande Stevens e altri c. Italia*]

SANZIONI PENALI di competenza della Magistratura

MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

- ✓ reclusione da 1 a 6 anni
- ✓ multa da 20.000 a 5 mln di Euro

Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di 10 volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato

SANZIONI AMMINISTRATIVE di competenza della Consob

MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

- ✓ sanzione amministrativa pecuniaria da 20.000 a 5 mln di Euro

Sanzione incrementabile fino al triplo o fino al maggiore importo di 10 volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito

- Rileva anche la falsità delle «**voci**» (oltre che delle «notizie» e delle «informazioni»)
- Rileva non solo la falsità di voci/informazioni /notizie, ma anche il fatto che siano **fuorvianti** circa l'effettivo valore dello strumento finanziario
- La falsa informazione può essere veicolata solo attraverso i **mezzi di informazione**
- Non è richiesta l'«**alterazione sensibile**» del prezzo dello strumento finanziario

4.4 SAFE HARBOURS (Art. 183 T.U.F.)

Deroga al divieto di abusi in caso di operazioni di:

- ✓ politica monetaria, alla politica valutaria o alla gestione del debito pubblico compiute dallo Stato italiano, da uno Stato membro U.E., dal Sistema europeo delle Banche centrali o da qualsiasi altro ente ufficialmente designato;
- ✓ acquisto di azioni proprie (c.d. *buy back*);
- ✓ stabilizzazione di strumenti finanziari oggetto di sollecitazione

5. OBBLIGO DI DISCLOSURE

Art. 114 T.U.F.: «Gli **emittenti quotati** e le **società controllate** comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano **direttamente** detti emittenti e le società controllate.»

La **Consob** stabilisce le modalità e i termini della comunicazione all'Art. 66 del Regolamento Emittenti:

«Al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, gli emittenti **rendono pubbliche le informazioni regolamentate** assicurando un accesso:

- rapido,
- non discriminatorio e
- ragionevolmente idoneo a garantirne l'effettiva diffusione in tutta l'Unione Europea»



La diffusione può essere effettuata:

- in proprio;
- tramite Sistemi di diffusione delle informazioni regolamentate (**SDIR**)

La comunicazione deve avvenire tramite **strumenti idonei** a garantire:

- diffusione **simultanea**, nel testo **integrale** senza *editing*, al pubblico più **ampio** possibile;
- **sicurezza** della comunicazione e della ricezione;
- **minimizzazione** del **rischio** di alterazione e accesso non autorizzato;
- diffusione via **media** con indicazione di emittente, oggetto, data e ora della comunicazione

5. OBBLIGO DI DISCLOSURE Segue

- Possibilità di **ritardare** la diffusione delle informazioni (art 66*bis* R.E.) qualora:
 - ✓ la comunicazione possa **compromettere** la realizzazione di un'operazione;
 - ✓ per ragioni inerenti alla non adeguata definizione degli eventi o delle circostanze, la comunicazione possa dare luogo a **non compiute valutazioni** da parte del pubblico e purché:
 - ✓ il pubblico **non** sia indotto in **errore** su fatti e circostanze essenziali;
 - ✓ sia garantita la **riservatezza** delle informazioni per il tutto il periodo di durata del ritardo nella comunicazione
- **Stoccaggio** delle informazioni: sistema basato su un numero diversificato di operatori, autorizzati dalla Consob e in possesso di specifici requisiti, ognuno dei quali dovrà coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto
- **Deposito** delle informazioni: collegamento Consob - Operatori di stoccaggio autorizzati (teleraccolta)

5.1 SOGGETTI OBBLIGATI

Sono soggetti a obbligo di comunicazione:

- A. emittenti italiani o esteri **quotati**;
- B. emittenti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari per i quali sia stata presentata una **richiesta di ammissione** alle negoziazioni in un mercato regolamentato;
- C. emittenti che emettono strumenti finanziari “**diffusi** fra il **pubblico** in maniera **rilevante**”
- D. soggetti che li **controllano** (art. 93 T.U.F.)

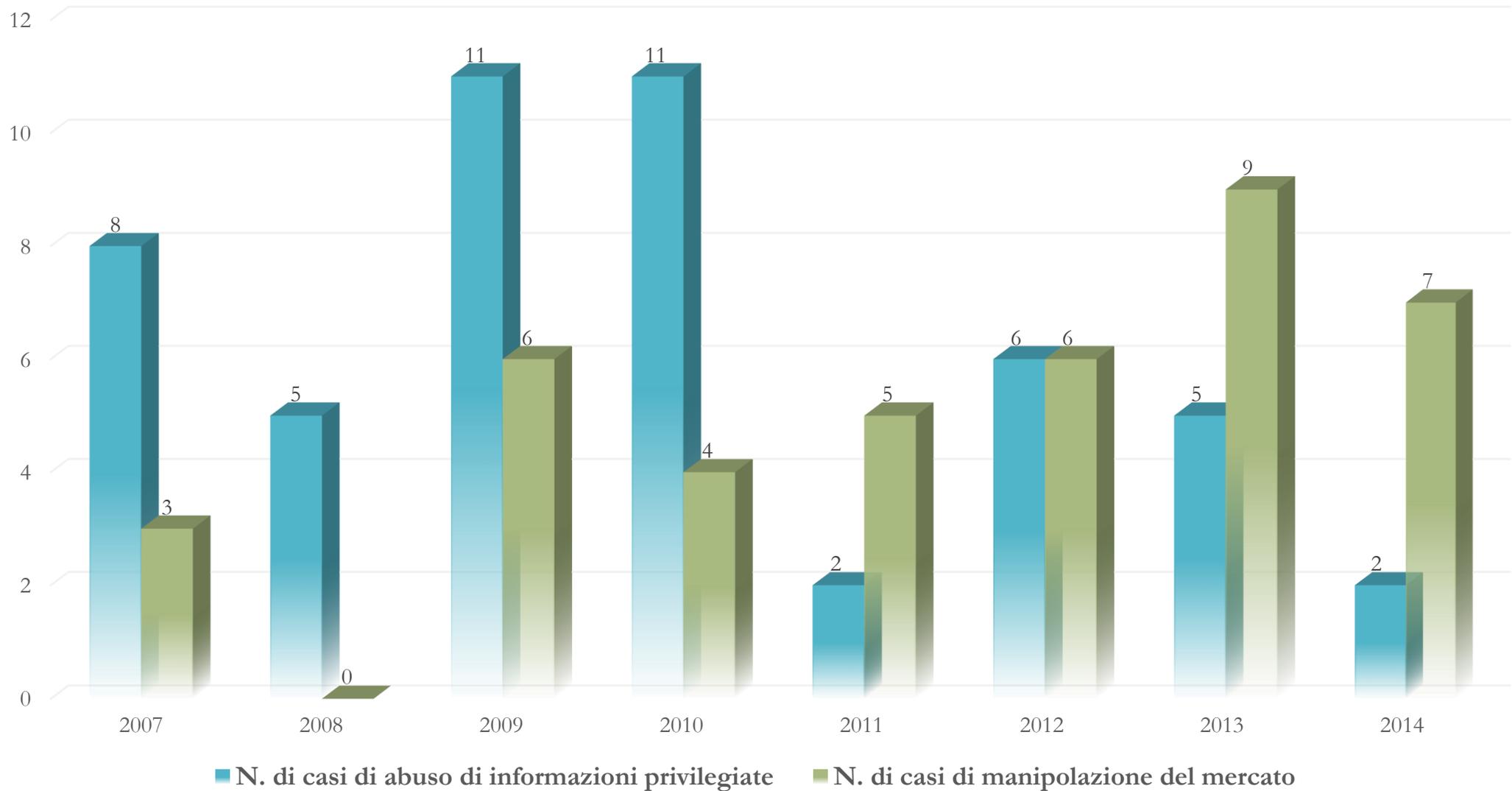
Art.2bis del Regolamento Emittenti

Emittenti di azioni	Emittenti di obbligazioni
<ul style="list-style-type: none">✓ azionisti diversi dai soci di controllo > 200✓ azionisti diversi dai soci di controllo detengono complessivamente almeno il 5% del capitale sociale✓ Azioni emesse sono state:<ul style="list-style-type: none">• oggetto di OPA o corrispettivo di OPS;• oggetto di un collocamento;• negoziate su sistemi di scambio organizzati;• emesse da banche e acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.	<ul style="list-style-type: none">✓ obbligazionisti > 200✓ patrimonio netto \geq 5 mln di Euro

6. POTERI DELLA CONSOB (Art. 187-octies T.U.F.)

- ✓ Attività di **vigilanza** sull'osservanza delle disposizioni in materia di *market abuse*
- ✓ Attività di **accertamento** delle violazioni. La Consob può nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti:
 - richiedere notizie, dati o documenti sotto qualsiasi forma stabilendo il termine per la relativa comunicazione;
 - richiedere le registrazioni telefoniche esistenti stabilendo il termine per la relativa comunicazione;
 - procedere ad audizione personale;
 - procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca;
 - procedere ad ispezioni;
 - procedere a perquisizioni;
 - avvalersi della collaborazione delle P.A., richiedendo la comunicazione di dati ed informazioni;
 - chiedere l'acquisizione presso il fornitore dei dati relativi al traffico telefonico;
 - accedere direttamente ai dati contenuti nella Centrale dei rischi della Banca d'Italia
- ✓ Ordina **in via cautelare** di porre termine alle presunte condotte illecite
- ✓ **Applica le sanzioni amministrative** sia alle persone fisiche sia agli enti
- ✓ Può costituirsi **parte civile** nel processo penale

7. CASISTICA MARKET ABUSE



Fonte: Relazioni Annuali Consob 2007-2014

8. RESPONSABILITA' DELL'ENTE (D.Lgs. 231/01)

I reati di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato rilevano anche ai sensi del **D.Lgs. 231/2001**.

L'art. 25^{sexies} qualifica i reati di cui all'Artt. 184 e 185 T.U.F. come **reati presupposto** da cui deriva la responsabilità diretta dell'ente, qualora il soggetto apicale o dipendente abbia compiuto l'illecito nell'**interesse** e a **vantaggio** dell'ente ed **eludendo** fraudolentemente i **modelli** di organizzazione, gestione e controllo predisposti dall'ente.

- ✓ Sanzione pecuniaria da 400 a 1000 quote (il valore monetario della singola quota va da un minimo di 258 euro ad un massimo di 1549 euro ed è determinato dal giudice).
- ✓ Se il prodotto o il profitto conseguito dall'ente è di rilevante entità, la sanzione è aumentata fino a dieci volte tale prodotto o profitto.
- ✓ Il profitto confiscabile non coincide con il solo profitto conseguito dall'autore del reato, potendo consistere anche in altri vantaggi di tipo economico che l'ente abbia consolidato e che siano dimostrati

9. PREVENZIONE E WHISTLEBLOWING

Il recente e non ancora vigente Regolamento UE n. 596/2014 prevede l'istituzione e il mantenimento da parte di gestori del mercato ed imprese d'investimento di **dispositivi, sistemi e procedure** di prevenzione.

Il principale è il sistema di **Whistleblowing**, ossia l'attività di denuncia pubblica/alle autorità da parte di un individuo dello svolgimento (presunto) di attività illecite o fraudolente all'interno dell'ente di appartenenza.

Si definiscono:

- ✓ **oggetto** della comunicazione : «violazioni effettive o potenziali» del Regolamento;
- ✓ **whistleblowers** : persone «impiegate in base a un contratto di lavoro» dagli intermediari finanziari;
- ✓ **atto** della comunicazione e **modalità** di gestione, «procedure interne adeguate» e «canali di comunicazione sicuri»

e si prevede:

- ✓ adeguata **protezione** dell'autore della segnalazione contro ritorsioni, discriminazioni o altri trattamenti iniqui;
- ✓ **protezione dei dati personali** dell'autore della segnalazione e del presunto autore della violazione;
- ✓ strutturazione di un sistema di **incentivi finanziari** per chi segnala.