

# **OPEN HEARING**

## **Regolamento UE Market Abuse**

### ***Modifica dei Regolamenti Consob***

### ***Parte I - Specificità del quadro normativo nazionale***

**14 novembre 2016**

**Auditorium Consob - Roma**

# Quadro Normativo

## PRINCIPALI TEMATICHE

- ✓ **MAR: STRUMENTO DI ARMONIZZAZIONE AI SENSI DEL TRATTATO UE**
- ✓ **LE DISPOSIZIONI DI MAR DIRETTAMENTE APPLICABILI**
- ✓ **INDIVIDUAZIONE DELLE DISPOSIZIONI NAZIONALI NON «INTACCATE» DA MAR**
- ✓ **LE PRINCIPALI DISPOSIZIONI NAZIONALI NON «INTACCATE» DA MAR**
- ✓ **ESEMPI DI DISPOSIZIONI NAZIONALI DA ABROGARE PERCHÉ «ASSORBITE» O INCOMPATIBILI CON MAR**
- ✓ **CENNI SUL SISTEMA SANZIONATORIO: LE SANZIONI AMMINISTRATIVE E PENALI**

## QUADRO NORMATIVO

### **MAR: STRUMENTO DI ARMONIZZAZIONE AI SENSI DEL TRATTATO UE**

- ✓ fonte regolamentare, prescelta proprio al fine di precludere “disallineamenti” e “disomogeneità” che inevitabilmente si verificano in sede di trasposizione delle direttive
- ✓ diretta applicabilità (valenza «*self executing*») all’interno degli ordinamenti nazionali senza necessità di «recepimento», salvo ipotesi particolari in vi sia necessità dell’intervento attuativo dello Stato membro (v. *infra*)
- ✓ conseguente «non applicazione» o «disapplicazione» delle norme domestiche, primarie e secondarie, contrastanti ovvero incompatibili con le disposizioni del Regolamento UE
- ✓ obbligo di applicazione del diritto UE, e di disapplicazione della norma nazionale contrastante, gravante anche sulle *Authorities*

## QUADRO NORMATIVO

### **LE DISPOSIZIONI DI MAR DIRETTAMENTE APPLICABILI (senza intermediazione del legislatore nazionale):**

- ✓ **capi I, II, III, VI, VII (ambito di applicazione, divieto di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, operazioni dei manager ed elenchi degli *insider*) e relative misure attuative - regolamenti di integrazione ed esecuzione - emanate dalla Commissione Europea**
- ✓ **trattasi di norme di natura «sostanziale», costitutive di obblighi, oneri, ovvero impositive di comandi o divieti, incidenti direttamente nella sfera giuridica dei destinatari di MAR**

## QUADRO NORMATIVO

### INDIVIDUAZIONE DELLE DISPOSIZIONI NAZIONALI NON «INTACCATE» DA MAR

- ✓ disposizioni nazionali funzionali a «coprire» fattispecie ulteriori e diverse, ovvero a regolare una «materia» diversa o a perseguire interessi diversi, anche in ragione delle particolari esigenze del mercato domestico
- ✓ introduzione della disciplina domestica «in costanza» di un analogo quadro normativo UE (direttiva 2003/6/CE, MADI)
- ✓ sostanziale immutazione, «in parte qua», delle previsioni sovranazionali, solo mutando la fonte: regolamento (MAR) vs direttiva (MADI)
- ✓ conseguente necessità per l'interprete, e per la Autorità, di ricostruire il quadro normativo nazionale

## QUADRO NORMATIVO

### LE PRINCIPALI DISPOSIZIONI NAZIONALI NON «INTACCATE» DA MAR (I)

- ❑ **Adozione da parte dell'emittente di misure idonee affinché le controllate trasmettano le notizie rilevanti per l'adempimento degli obblighi di pubblicazione delle informazioni privilegiate; tempestiva trasmissione delle notizie da parte delle controllate (art. 114, comma 2, TUF)**
- ✓ **art. 17, comma 1, MAR, analogamente ad art. 6, comma 1, MAD I, riferisce l'obbligo alle informazioni «che riguardano direttamente detto emittente»; anche le notizie relative alle controllate possono assumere carattere privilegiato per l'emittente**
- ✓ **norma TUF è compatibile con MAR e strumentale all'adempimento dell'obbligo per la controllante**

## QUADRO NORMATIVO

### LE PRINCIPALI DISPOSIZIONI NAZIONALI NON «INTACCATE» DA MAR (2)

#### ❑ **Emittenti strumenti finanziari diffusi** (artt. 114 e 116 TUF)

- ✓ art. 17, comma 1, MAR, analogamente ad art. 6, comma 1, MAD1, non contempla tale categoria di emittenti (solo estendendo l'ambito soggettivo di applicazione agli emittenti strumenti negoziati su MTF o OTF)
- ✓ il TUF ha espressamente assoggettato detti emittenti agli obblighi informativi in esame, pur in vigore di una norma UE analoga a quella di MAR (che, anzi, estende l'ambito anche a emittenti su MTF e OTF)
- ✓ in assenza di una espressa modifica del TUF –tenuto anche conto dell'estensione «soggettiva» prevista da MAR- continua ad applicarsi la specifica disciplina nazionale (ma non quella prevista dall'art. 17 MAR)
- ✓ la disciplina, peraltro, riguarderà un limitato numero di soggetti

## QUADRO NORMATIVO

### LE PRINCIPALI DISPOSIZIONI NAZIONALI NON «INTACCATE» DA MAR (3)

- ❑ **Operazioni dei manager:** obblighi gravanti anche sugli azionisti rilevanti, con almeno 10% capitale (artt. 114, comma 7, TUF)
- ✓ art. 19, comma 1, MAR non differisce dall'art. 6, comma 4, di MADI, nella parte in cui non include testualmente nel novero dei soggetti obbligati i partecipanti al capitale dell'emittente
- ✓ il TUF ha espressamente assoggettato gli azionisti rilevanti agli obblighi di comunicazione, pur in vigenza di una norma UE analoga a quella di MAR
- ✓ modalità di adempimento degli obblighi secondo le previsioni di MAR, con l'unica eccezione del mantenimento del termine più lungo attualmente previsto al fine di non aggravare gli oneri per gli obbligati



## QUADRO NORMATIVO

### LE PRINCIPALI DISPOSIZIONI NAZIONALI NON «INTACCATE» DA MAR (4)

- ❑ **Operazioni di acquisto di azioni proprie diverse da quelle governate dall'art. 5 MAR (artt. 132 e 172 TUF)**
- ✓ **gli acquisti condotti secondo le modalità sancite da MAR non costituiscono in nessun caso abusi di mercato (*safe harbour*)**
- ✓ **il TUF disciplina, di contro, l'ampio «genus» delle fattispecie di acquisto (anche della società controllata) al diverso ed esclusivo fine di assicurare la parità di trattamento degli azionisti (norma assistita da sanzione penale)**
- ✓ **modifica art. 144-bis RE al solo fine di includere alcune tipologie di operazioni, rientranti nella «species» MAR, che assicurano parità di trattamento (MTF e OTF; prassi di mercato e internalizzatore sistematico)**

## QUADRO NORMATIVO

### LE PRINCIPALI DISPOSIZIONI NAZIONALI NON «INTACCATE» DA MAR (5)

#### ❑ **Raccomandazioni di investimento** (art. 114, comma 10, TUF)

- ✓ art. 20, par. 3, MAR, nella parte in cui esclude i giornalisti dalla disciplina, purché sottoposti ad equivalenti norme nazionali anche di autoregolamentazione, in nulla differisce da MADI e dalla direttiva 2003/125CE
- ✓ il TUF ha attribuito alla Consob la valutazione di «equivalenza» delle norme di autoregolamentazione dei giornalisti
- ✓ modifica art. 69-octies RE al solo fine di prevedere l'invio delle norme di autoregolamentazione al MEF per la conseguente notifica alla Commissione europea

## QUADRO NORMATIVO

### LE PRINCIPALI DISPOSIZIONI NAZIONALI NON «INTACCATE» DA MAR (6)

- ❑ **Obbligo di pubblicazione** delle deliberazioni di approvazione del progetto di bilancio, della proposta di distribuzione del dividendo e, se del caso, delle informazioni periodiche aggiuntive (art. 66, comma 3, lett. b) RE)
- ✓ trattasi di obblighi che, al di là della eventuale natura privilegiata delle notizie, assolvono in ogni caso alle specifiche, e diverse rispetto a MAR, finalità di informativa societaria sottese alla direttiva *Transparency*
- ✓ mantenimento della norma e diversa collocazione, all'interno del capo del RE disciplinante l'informativa periodica

## QUADRO NORMATIVO

### ESEMPI DI DISPOSIZIONI NAZIONALI DA ABROGARE PERCHÉ INCOMPATIBILI CON MAR (I)

- ❑ **Dati previsionali, obiettivi quantitativi e dati contabili di periodo**, divieto di *selective disclosure* ed obbligo di pubblicazione di «ogni rilevante scostamento» (art. 68 RE)
- ✓ regole MAR (artt. 17, par. 1 e 8 e art. 10, par. 1) vietano in generale ogni forma di «**comunicazione selettiva**» (salvo che il destinatario della comunicazione sia tenuto alla riservatezza) e impongono l'obbligo di pubblicare ogni notizia che differisca in modo sensibile rispetto al quadro informativo in precedenza divulgato, quando tale informazione rivesta carattere privilegiato
- ✓ **Guidelines ESMA del 13 luglio 2016** sui casi di «ritardo» e sulla natura privilegiata delle informazioni «*materially different*» rispetto a quelle oggetto di «*previous public announcement*»

## QUADRO NORMATIVO

### ESEMPI DI DISPOSIZIONI NAZIONALI DA ABROGARE PERCHÉ INCOMPATIBILI CON MAR (2)

- ❑ **Preventiva comunicazione alla Consob e alla società di gestione del mercato (quindici minuti prima della diffusione) delle informazioni da pubblicare (art. 65-septies, comma 4, RE)**
- ✓ **un «filtro» preventivo della Autorità appare confliggere con il principio di «auto-responsabilità» che informa MAR (cfr. la disciplina sul ritardo)**

# QUADRO NORMATIVO

## CENNI SUL SISTEMA SANZIONATORIO: LE SANZIONI AMMINISTRATIVE

- ❑ **MAR** testualmente prevede l'intermediazione dello Stato Membro per le norme in tema di poteri delle Autorità nonché di «*sanzioni amministrative e altre misure amministrative*» (art. 39 e considerando 88)
- ✓ le norme del TUF appaiono sostanzialmente in linea con **MAR** per le fattispecie di abuso di mercato (*187-bis, 187-ter, 187-quinquies*) e per le relative sanzioni, e sono pertanto vigenti: il «massimo» edittale è superiore alla misura «minima» prescritta in **MAR**
- ✓ anche per le altre violazioni (obblighi di pubblicazione delle informazioni privilegiate, *internal dealing*, tenuta degli elenchi degli *insider*) le sanzioni ex art. 193 TUF (mod. dal d.lgs. 25/2016, in recepimento della direttiva *Transparency*) sono più afflittive del «minimo» richiesto da **MAR**

## QUADRO NORMATIVO

### CENNI SUL SISTEMA SANZIONATORIO: LE SANZIONI PENALI

#### ❑ **MAD2 e la normativa nazionale**

- ✓ Il nucleo delle fattispecie di reato individuate nel TUF (l. 62/05 di recepimento di MAD1) appare sufficientemente ampio ed adeguato ai contenuti di MAD2
- ✓ le «condotte dolose gravi di abuso di mercato», punibili con sanzioni penali secondo MAD2, sono quelle a suo tempo individuate dal legislatore del 2005 e coprono quasi tutte le fattispecie di abuso
- ✓ le pene previste dall'ordinamento nazionale (artt. 184 e 185 TUF e d.lgs. 231/2001 per le persone giuridiche) rientrano ampiamente nei parametri «minimi» richiesti da MAD2 (artt. 7 e 9)