



# CAMMINO DIRITTO

Rivista di informazione giuridica  
<https://rivista.camminodiritto.it>



## ABUSO DI MERCATO: IL QUADRO NORMATIVO EUROPEO

---

*Introduzione sistematica alle condotte abusive.*

---

di **Alessandro Re**  
IUS/04 - DIRITTO COMMERCIALE  
Estratto dal n. 10/2016 - ISSN 2532-9871

Direttore responsabile  
**Raffaele Giaquinto**

Put

**Sommario:** 1. Il collegamento tra trasparenza e crescita economica.; 2. Abuso di mercato: europeo. Dall'armonizzazione all'uniformità; 3. Le tre condotte tipiche di abuso di informazioni privilegiate; 3.2 Comunicazione illecita di informazioni privilegiate; 3.3 Mani Vieti ed eccezioni; 5. L'importanza della prevenzione; 5.1 Comunicazione al pubblico di 6. Conclusione: l'importanza dell'enforcement.

## 1. Il collegamento tra trasparenza e crescita economica.

Negli ultimi anni, la crisi finanziaria esplosa negli USA nel biennio 2007-08, ha reso legislatore e della pubblica opinione l'importanza di avere un alto livello di trasparenza dell'ordinamento bancario e finanziario. Questi elementi sono essenziali per lo sviluppo di soggetti, in particolare gli investitori retail, possano operare in sicurezza, essendo consapevoli di incontrare nello svolgimento dei rapporti interni ai mercati finanziari.

Tali nozioni sono ben impresse nei propositi dei regolatori, sia in Europa che nel resto del mondo. Tali nozioni sono ben impresse nei propositi dei regolatori, sia in Europa che nel resto del mondo. Tali nozioni sono ben impresse nei propositi dei regolatori, sia in Europa che nel resto del mondo. Tali nozioni sono ben impresse nei propositi dei regolatori, sia in Europa che nel resto del mondo. Tali nozioni sono ben impresse nei propositi dei regolatori, sia in Europa che nel resto del mondo.

Gli sforzi compiuti per ottenere gli auspicati miglioramenti in termini di integrità e trasparenza sono numerosi. L'analisi delle normative più recenti consente di comprendere meglio la descrizione del nuovo senso offerto dalle nuove regole europee in tema di unione bancaria (Reg. 1024/2013 e il cosiddetto single rulebook), requisiti patrimoniali delle banche (Reg. 575/2013 e la cosiddetta sviluppo di mezzi alternativi di risoluzione delle controversie (Dir. 2013/11 UE). Nell'ordine più importante riforma riguardante l'ordinamento bancario, i mercati finanziari e la protezione dei consumatori (Frank-Dodd Act del 2010).

## 2. Abuso di mercato: le fonti dell'ordinamento europeo. Dall'armonizzazione all'uniformità

Il campo che maggiormente rileva ai fini del presente lavoro è quello del diritto dei mercati finanziari. In questo campo si prefigge di analizzare come il legislatore nazionale e comunitario intendono raggiungere la stabilità, trasparenza ed equità del mercato, nell'interesse di tutti i soggetti coinvolti. È necessaria una disamina dell'evoluzione della normativa in tema di abuso di mercato e dei suoi effetti.

In primo luogo, è essenziale sottolineare le idee economiche alla base di questo specifico campo del diritto finanziario. Nell'ultima decade, una visione ultra-liberale ha lasciato spazio ad un approccio evidente che gli investitori non possono semplicemente fidarsi nella buona fede e nell'onestà degli emittenti strumenti finanziari e dei loro dirigenti. Per tali ragioni, è necessaria una regolamentazione che garantisca la trasparenza e la sicurezza del mercato.

vuole perseguire un miglior funzionamento del mercato<sup>[1]</sup>.

Integrità e trasparenza sono le principali idee di cui è permeata la legislazione in tema implementata dal legislatore europeo. Le Istituzioni comunitarie sono intervenute per la prima volta nel 2003, con la Direttiva 2003/6 CE recante la disciplina relativa alle informazioni privilegiate e alle manipolazioni di mercato. Si tratta della cosiddetta “MA Directive”.

Tuttavia, fu immediatamente chiaro che, per funzionare in modo appropriato, questo richiede un livello maggiore di attuazione negli ordinamenti nazionali. Tale aspetto fu evidenziato nel “Larosière Report”, redatto nel 2009<sup>[2]</sup>. Questo lavoro mise in evidenza che, per ottenere un mercato efficiente, è necessario acquisire maggiore uniformità, per rimuovere le distorsioni del recepimento delle direttive nei singoli Stati membri. Invero, si deve rilevare che la direttiva lascia troppo spazio a diversi modelli e gradazioni di attuazione all’interno di ciascuno Stato, e soprattutto, a consistenti ritardi nell’adozione della disciplina di recepimento.

Conseguentemente, il regolatore europeo ha deciso di cambiare tecnica legislativa, così la direttiva è stata abrogata per essere sostituita dal Regolamento 596/2014 EU (“MAR”) e dalla Direttiva 2014/65/EU (“MiFID II”). Questo approccio integrato dovrebbe consentire, nelle intenzioni del legislatore, un elevato livello di armonizzazione. È, dunque, possibile affermare che l’obiettivo perseguito in quest’ambito è l’uniformità degli ordinamenti statali, grazie all’uso del Regolamento applicabile in tutti gli Stati membri. Tale tendenza è sicuramente riscontrabile anche in altri settori, qualora sia richiesta, come nell’ipotesi degli investitori non istituzionali, la protezione dei quali è ritenuta in posizione di debolezza. Inoltre, il Regolamento del 2014 è stato recentemente integrato dal Regolamento Delegato 2016/522 EU, adottato dalla Commissione.

Il quadro normativo illustrato non è composto solo da atti legislativi, ma anche dai regolamenti emanati dall’ESMA nel Luglio 2016, che implementano il Regolamento per quanto riguarda le sanzioni penali da adottarsi da parte delle autorità nazionali competenti, e il passaggio di informazioni dall’ESMA, secondo il disposto degli artt. 30, 31, 32 del MAR<sup>[3]</sup>.

Venendo a un’analisi più approfondita dell’ambito di applicazione e del testo del regolamento, si può essere rilevato che i maggiori obiettivi perseguiti dal legislatore con il MAR non sono stati contemplati nella prima Direttiva. Questo dato emerge chiaramente dalle parole usate nel considerando 1 della direttiva, che sancisce «un mercato finanziario integrato, efficiente e trasparente non può esistere senza un regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati finanziari. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati finanziari sono essenziali per la crescita e benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l’integrità dei mercati finanziari e la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati».

Sebbene i termini essenziali utilizzati siano gli stessi, che sottolineano la relazione tra un corretto funzionamento, e la crescita economica, tuttavia il MAR rappresenta un significat

regolazione europea in ambito finanziario. Il Regolamento non solo riflette i cambiamenti realizzati negli anni tra il 2003 e il 2014<sup>[4]</sup>, ma prova inoltre a risolvere alcune delle difficoltà che hanno reso complicato raggiungere tutti gli obiettivi perseguiti dal regolatore<sup>[5]</sup>. In particolare, le differenze nel sistema punitivo tra uno Stato e l'altro, tramite la cooperazione tra ES competenti, e a semplificare le regole relative a piccoli e medi operatori<sup>[6]</sup>.

### 3. Le tre condotte tipiche di abuso di mercato

Vi sono tre tipologie di condotte che ricadono nell'alveo della disciplina del MAR: "informazioni privilegiate" (art. 8 MAR), la "comunicazione illecita di informazioni privilegiate" e "manipolazione del mercato" (art. 12 MAR).

#### 3.1 Abuso di informazioni privilegiate

A mente dell'art. 8, par. 1, MAR, si parla di abuso di informazioni privilegiate «una persona che, in violazione dell'art. 8, par. 1, MAR, utilizza tali informazioni acquisendo o cedendo, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui tali informazioni si riferiscono». Inoltre, l'abuso di informazioni privilegiate è la condotta che consiste nel cancellare o modificare un ordine di strumento finanziario cui le informazioni si riferiscono, quando tale ordine è stato inoltrato da una persona interessata entrasse in possesso di dette informazioni privilegiate. Infine, la disciplina del MAR raccomanda di non indurre un'altra persona a intraprendere tale attività illecita.

Pertanto, si nota che l'ambito della norma in oggetto è abbastanza ampio da includere un'ampia gamma di comportamenti. In particolare, il legislatore pone l'attenzione su tutte le possibili manifestazioni di abuso di informazioni privilegiate, anche quando avviene indirettamente o tramite l'influenza esercitata su un altro soggetto. Pertanto, devono essere chiariti per comprendere se un'azione ricade sotto il regime del MAR sia dal punto di vista oggettivo, "informazioni privilegiate" (art. 7), e da un punto di vista soggettivo, "persona che ha in possesso di informazioni privilegiate", in altre parole un "insider". Tali elementi definiscono l'ambito di applicazione della disciplina.

Si definisce informazione privilegiata, ai sensi del Regolamento, «un'informazione avente natura di informazione privilegiata, non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari derivati collegati»<sup>[7]</sup>. La scelta del regolatore è quella di natura generica dall'ambito di applicazione delle norme considerate.

Inoltre, per stabilire se una condotta è illecita, è decisivo determinare se l'informazione ha influenzato il prezzo degli strumenti finanziari cui è collegata. Tale questione costituisce un problema problematico relativo all'effettiva applicazione della disciplina relativa all'abuso di informazioni privilegiate, e specialmente qualora la controversia sia portata alla cognizione di un giudice. Il metodo di

può essere adottato è quello de “l’investitore medio”. Coerentemente con esso, l’informazi alterare il prezzo dello strumento derivato se l’investitore mediamente accorto e potrebbe u decisione, prendendo anche in considerazione la situazione preesistente, la credibilità dell: tutte le variabili di mercato<sup>[8]</sup>.

Sotto un altro punto di vista, l’art. 8, par. 4, MAR, chiarisce che la norma si applica a relazione qualificata con l’emittente degli strumenti finanziari considerati, cosiddetto “prr legislatore prende in considerazione anche la situazione del “secondary insider”, persona ch privilegiate per circostanze diverse da quelle di cui al primo comma, quando detta persona si tratta di informazioni privilegiate»<sup>[10]</sup>.

Al fine di rendere il Regolamento applicabile a tali tipologie di condotte, è altresì neces privilegiata sia effettivamente usata dall’insider e che questi ne tragga un vantaggio illecit nesso di causalità, che necessariamente deve sussistere, tra il possesso dell’informazione e stessa, l’art. 9 del Regolamento, stabilisce una presunzione, che va incontro ad alcune rileva

Inoltre, relativamente al nesso di causalità, è utile analizzare la decisione della CGUE nel c la Corte sancisce che «il fatto che una persona disponga di informazioni privilegiate sapen si tratta di informazioni privilegiate, o acquisisca o ceda strumenti finanziari che si riferi comporta, di norma, che questi “utilizzi” le informazioni. Nelle situazioni in cui è un’informazione privilegiata non influenza l’azione di una persona, la mera conosc privilegiata non ne comporta anche l’utilizzo »<sup>[13]</sup>. Il principio enunciato dalla CGUE rispo un equilibrio tra un’efficiente applicazione della normativa in tema di abuso di mercato, cl di difendere l’integrità del mercato e il diritto di difesa, che esige che un soggetto abbia ribaltare una presunzione di legge. Conseguentemente, deve essere provata la con dell’informazione e l’azione dell’insider, che è sospettata di integrare utilizzo illec privilegiato.

### 3.2 Comunicazione illecita di informazioni privilegiate

La seconda tipologia di condotta che costituisce abuso di mercato ai sensi del MAR è la “ informazioni privilegiate”. A mente dell’art. 10 MAR, tale fattispecie si realizza quando «u di informazioni privilegiate e comunica tali informazioni a un’altra persona», tranne q avviene nel normale esercizio di un’occupazione, una professione o una funzione.

L’aspetto più interessante del Regolamento, con riguardo a tale novero di condotte, è l’intr mercato (art. 11 MAR) fra i casi di «normale esercizio». Si tratta di uno sforzo compiuto da considerazione che questa pratica è utile, se non anche essenziale, per la raccolta di inve un’epoca caratterizzata dalla mancanza di confidenza nei mercati<sup>[14]</sup>. Tuttavia, l’art. 11, par sull’importanza della comunicazione, anche se effettuata nell’ambito di un sondaggio di n

partecipante al mercato che comunica le informazioni (disclosing market participant), sondaggio di mercato, esamina in particolare se il sondaggio di mercato comporte informazioni privilegiate». In tali ipotesi, il partecipante al mercato dovrà mettere per iscritto le informazioni privilegiate. In tali ipotesi, il partecipante al mercato dovranno essere trasmesse, su richiesta, all'autorità nazionale competente. Si nota, nuovo bilanciamento tra protezione degli investitori da un lato, e integrità ed efficienza del mercato dall'altro.

### 3.3 Manipolazione di mercato

Per concludere l'analisi delle tre tipologie di condotte che costituiscono abuso di mercato, si analizza l'art. 12 MAR, riguardante la "manipolazione di mercato". In questo caso, il legislatore ha compiuto un'operazione di bilanciamento, introducendo altresì una nuova fattispecie, non contemplata precedentemente.

La prima categoria di manipolazione di mercato è definita all'art. 12, par.1, (a), MAR, attività, che si svolgono in un particolare contesto. La norma in oggetto sancisce che, ai sensi del regolamento, per manipolazione di mercato si intendono le seguenti attività: a) l'avvio di un ordine di compravendita o qualsiasi altra condotta che: i) invii, o è probabile che invii, se merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, di un contratto a pronti o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni; oppure ii) consenta, o è probabile che consenta, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari, di un contratto a pronti su un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni a un livello anormale o artificiale, o applica a un'operazione o un ordine di vendita e mira ad evitare che il mercato possa essere ingannevole e conseguentemente che il prezzo dello strumento interessato possa essere influenzato. Un'eccezione è prevista se l'attività possa essere definita come "prassi mercato ammessa", [15].

La seconda categoria, definita dall'art. 12, par.1, (b), MAR, trova applicazione alle condotte che consistono in una transazione atta ad influenzare il prezzo di uno o più strumenti finanziari, servendosi di informazioni false o fuorvianti.

Inoltre, la terza figura sintomatica di manipolazione di mercato è la diffusione, tramite canali di comunicazione, di informazioni suscettibili di determinare indicazioni false o fuorvianti per quanto riguarda il prezzo di uno o più strumenti finanziari a un livello anormale<sup>[16]</sup>.

Infine, come già accennato, il Regolamento ha introdotto una nuova ipotesi di manipolazione di mercato, di cui all'art. 12, par.1, (d), MAR, si riferisce alla diffusione di informazioni false o fuorvianti su un indice di riferimento (benchmark), così da manipolare i calcoli attinenti a tale indice. Devo dire che, in norma in esame si riferisce al benchmark, diversamente da altre ipotesi che, generalmente, si riferiscono a un concetto più ristretto, quale il prezzo di un particolare strumento finanziario. Probabilmente, il legislatore ha voluto prevenire la diffusione di notizie non veritiere riguardo la capacità degli Stati di ripagare il proprio debito sovrano, un problema molto avvertito negli ultimi anni di crisi<sup>[17]</sup>.

#### 4. Divieti ed eccezioni

In conclusione, per avere un quadro più completo riguardo il concetto di abuso di mercato, deve essere analizzato il sistema di divieti ed eccezioni previsto dal MAR. Le norme di cui proibiscono di compiere, o anche solo tentare di compiere, una delle tre condotte tipiche contemplate dalla normativa comunitaria.

Tuttavia, il legislatore lascia un certo margine di flessibilità. In primo luogo, il divieto di manipolazione di mercato non si applica nei casi di operazioni su azioni proprie, per transazioni aventi finalità di stabilizzazione dei valori mobiliari coinvolti, se sussistono i presupposti del Regolamento. Inoltre, la normativa europea non si applica nei confronti delle autorità pubbliche per il perseguimento delle politiche monetarie e di controllo del debito pubblico<sup>[18]</sup>. Non v'è dubbio che ragioni di politica ed economica così rilevanti devono giustificare un'eccezione, altrimenti la disciplina risulterebbe eccessivamente rigida e non idonea a perseguire gli obiettivi per i quali è stata predisposta.

Inoltre, come già accennato, per favorire il corretto funzionamento del mercato, l'art. 13 del MAR per quanto riguarda le cosiddette «prassi di mercato ammesse», così da far in modo di finalizzare quelle operazioni che rientrano in tale definizione. Qualora, infatti, una determinata prassi suscettibile di alterare l'equilibrio del mercato, ma anzi potrebbe avere un impatto positivo sull'efficienza e sul funzionamento, allora deve essere consentita. In questa fattispecie, giocano un ruolo importante le autorità nazionali competenti, che devono dichiarare se vi sono le condizioni per cui una certa decisione viene presa a seguito di consultazione con l'ESMA e i rappresentanti di emittenti, intermediari finanziari e consumatori<sup>[19]</sup>.

#### 5. L'importanza della prevenzione

Il legislatore europeo è consapevole che un sistema basato solo su divieti ed eccezioni non garantisce l'efficacia della disciplina sull'abuso di mercato, in quanto si tratta di interventi successivi a condotte potenzialmente illecite. Così come avviene nel settore bancario, è cruciale prevenire comportamenti rischiosi prima che possano produrre i loro effetti, i quali potrebbero essere evitati con un intervento ex post.

Da un lato, gli operatori di mercato e le società di investimento devono predisporre un sistema di controlli interni per scoprire e combattere possibili abusi di mercato. Se un soggetto è al corrente di un comportamento che potrebbe essere illecito ai sensi del MAR, deve riferire «senza ritardo» all'autorità competente.

##### 5.1 Comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate

Da un altro punto di vista, uno degli aspetti più importanti disciplinati dal Regolamento comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate. Gli intermediari, invero, non sono negativi, ma sono anche posti in una situazione di trasparenza verso le autorità pubbliche e i confronti di tutto il mercato, in particolar modo degli investitori. Conseguentemente, essi comunicano una serie di informazioni, al fine di prevenire il concretizzarsi di abusi di mercato.

La sfida per i policy makers consiste nel determinare quando un'informazione deve essere divulgata e il contenuto della comunicazione. La disclosure rappresenta un elevato costo per le imprese, di quotarsi, probabilmente il più importante che devono tenere in considerazione nei loro calcoli. Tuttavia, si deve altresì sottolineare che la trasparenza in una transazione significa che l'investitore deve ponderare le proprie scelte e i vantaggi che potrebbero derivare da quella operazione. Inoltrando informazioni agli investitori ad esigere trasparenza, e sono quest'ultimi a convogliare le proprie risorse e a permettere la sopravvivenza<sup>[21]</sup>.

Lo scopo dell'art. 17 MAR, che disciplina la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate per l'integrità del mercato, per far ciò «l'emittente comunica al pubblico, quanto prima possibile, informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente». Risulta evidente che, per deterrenza, essere rivelata al pubblico, è ancora una volta cruciale la nozione di “informazione privilegiata precedentemente discusso brevemente, anche alla luce delle pronunce della CGUE. Invero, informazioni privilegiate sono rilevanti ai fini della comunicazione pubblica, ma solo quelle che riguardano l'emittente, dunque si tratta di un novero più ristretto. La norma stabilisce anche come le informazioni debbano essere divulgate pubblicamente, ossia in un modo che «un accesso rapido e una valutazione completa, con informazioni da parte del pubblico»<sup>[22]</sup>.

Le società operanti sui mercati finanziari sono dunque soggette, nello scenario europeo, a un regime costante di informazioni che esse devono mantenere pubbliche. Sotto questo punto di vista, differisce dalla disciplina statunitense, in cui il dovere di disclosure sorge solo in parte per gli intermediari, che sono generalmente autorizzati a mantenere le informazioni segrete. Tuttavia, negli USA devono modificare, correggere e garantire la veridicità degli elementi resi pubblici. La sostanziale convergenza col modello comunitario, una volta che la comunicazione sia avvenuta,

L'aspetto più problematico della normativa prevista dal Regolamento in questo ambito, è quello in cui la comunicazione deve avvenire. È essenziali infatti decidere quando l'informazione deve essere divulgata pubblicamente, per evitare che gli annunci eventualmente compiuti dal soggetto interessato siano falsi o contraddittori, il che potrebbe condurre a effetti negativi, in termini di instabilità finanziaria e, di riflesso, protezione degli investitori.

Pertanto, la scelta compiuta dal legislatore, a seguito di un lungo dibattito nelle istituzioni, è di adottare il cosiddetto “tie-in approach”, secondo il quale la comunicazione deve avvenire solo se qualificata come privilegiata, ma vi è il diritto a ritardarla in determinate circostanze, che v



processi che si protraggono nel tempo<sup>[23]</sup>. Tale approccio si riflette nel testo dell' art. 17, autorizza gli emittenti, sotto la loro responsabilità, a ritardare la disclosure se: «a) la disclosure pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente o del partecipante alle emissioni; b) il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di impedire all'emittente o al partecipante al mercato delle quote di emissioni di garantire l'accuratezza delle informazioni». La ratio della norma in esame è di evitare un grave pregiudizio agli investitori prevenendo la diffusione di informazioni fuorvianti tra il pubblico.

Inoltre, e ciò rappresenta l'elemento innovativo rispetto al "tie-in approach", il II cpv. del caso di processi prolungati nel tempo, che constano di diversi passaggi. In tali fattispecie è che il ritardo possa essere autorizzato quando il processo è in corso, poiché una disclosure prematura mette a rischio la prospettiva di concludere effettivamente l'operazione<sup>[24]</sup>. Peraltro, se l'investitore quando un processo di particolare complessità non si è ancora concluso, potrebbe ingannare l'art. 17, par. 3, richiede che l'intermediario che si sia avvalso della facoltà di ritardo dell'informazione, debba darne notizia all'autorità nazionale competente, così da rendere noto specificando quale delle condizioni previste dal MAR si siano realizzate.

Un'altra ipotesi è disciplinata dall'art. 17 MAR, il quale autorizza a ritardare la disclosure per salvaguardare la stabilità finanziaria (art. 17, par. 5 MAR), fermo restando l'obbligo di noti all'autorità competente, secondo lo stesso procedimento sopra descritto.

Con riguardo alla "selective disclosure", l'art. 17, par. 8, MAR sancisce che se l'intermediario parte terza «nel normale esercizio della propria attività professionale o della propria funzione di cui all'art. 10, paragrafo 1, ha l'obbligo di dare integrale ed effettiva comunicazione al pubblico contemporaneamente in caso di comunicazione intenzionale e tempestivamente in caso di comunicazione non intenzionale». Pertanto, la norma in esame di fatto impedisce qualsiasi possibile utile disclosure selettiva. Conseguentemente, le uniche informazioni che possono essere rivelate non pubbliche, sono quelle non qualificabili come privilegiate.

Infine, l'art. 18 MAR, con la medesima finalità di prevenire e rintracciare le condotte abusive sul mercato, tramite disposizioni imperative che forzano gli intermediari a porsi in una situazione di trasparenza, gli emittenti a redigere una «insider list». Tale lista deve contenere i nomi di tutti i soggetti in possesso di informazioni privilegiate e deve essere prontamente aggiornata e trasmessa all'autorità nazionale competente. Costituisce, nell'ottica del legislatore, uno strumento importante di prevenzione, che rende noto che più probabilmente vengono a conoscenza e controllano le informazioni più rilevanti della compagnia, così che il controllo e la scoperta di condotte integranti l'abuso di mercato possa essere facilitato. Per tale ragione, l'art. 18, par. 2 MAR sancisce che «gli emittenti e le persone che agiscono in loro nome adottano ogni misura ragionevole per assicurare che tutte le persone figuranti nell'elenco di cui all'art. 18, par. 1, abbiano accesso a informazioni privilegiate, prendano atto, per iscritto, degli obblighi giuridici e siano a conoscenza delle sanzioni applicabili in caso di abuso di informazioni privilegiate e

di informazioni privilegiate».

## 6. Conclusione: l'importanza dell'enforcement

La breve analisi appena svolta, dimostra quanto sia complessa la disciplina in ter Regolamentare tale settore della vita economica impone scelte suscettibili di avere un rile finanziario e, di converso, sull'economia reale. Il legislatore deve comporre e bilanc interessi.

Da questo punto di vista, il Regolamento appena entrato in vigore rappresenta un imp dall'UE, che si colloca in un più ampio conteso di interventi volti a stimolare stabilità econo

Tuttavia, si deve sottolineare che la reale efficacia di un apparato normativo si mi enforcement, sia pubblico che privato.

Per quanto riguarda l'attuazione sul versante pubblicistico, il MAR mira a una più stretta nazionali ed ESMA<sup>[26]</sup>. Le autorità nazionali devono assicurare l'applicazione della disciplin singoli Stati membri, collaborando con l'ESMA e irrogando le sanzioni amministrative nazionale, entro i limiti stabiliti in sede comunitaria<sup>[27]</sup>. Le sanzioni penali sono prevista d deve essere recepita all'interno dei codici statali.

Ulteriore ruolo dell'ESMA è di sviluppare regulatory technical standards (RTS) e impleme (ITS), riguardanti i principali punti del Regolamento. Inoltre, l'ESMA ha ricevuto dalla Co fornire assistenza tecnica a quest'ultima per la redazione dei regolamenti delegati. Ciò d coerente ed efficace la normativa comunitaria sull'abuso di mercato in tutta l'UE.

Sul versante privato, il Regolamento del 2014 dovrebbe rappresentare una garanzia per tu mercati finanziari, e in particolar modo per gli investitori. Importante sarà altresì l'ana nazionale e della CGUE, che potrà meglio definire la portata della normativa oggetto di ana

Tuttavia, la reale efficacia del MAR dipende dall'effettiva possibilità di ottenere tutela giuc dal Regolamento. A tal fine, è essenziale permettere un accesso alla giustizia rapido ed normativa comunitaria rischia di rimanere lettera morta. In quest'ottica, è importante fi alternative dispute resolutions (ADR), che consentono una risoluzione veloce e poco c giudiziali. In quest'ambito, va rilevato la tendenza delle istituzioni europee a favorire la Stati membri, da ultimo con la Direttiva 11/13 UE. Inoltre, lo sviluppo di strumenti alteri controversie è menzionato dall'art. 81, par.2, (g), TFUE, come funzionale agli obbiettivi pe sia l' Arbitro Bancario Finanziario (ABF), nel settore bancario, che il recentemente i controversie finanziarie (ACF), nel settore finanziario, sono due esempi di questa evoluzion

In conclusione, si deve rilevare che un rafforzamento dell'enforcement privato e u competenze fra le autorità nazionali competenti sono le due chiavi per assicurare il corr legislazione in materia finanziaria, e accelerare il percorso verso la crescita e la stabilità eco

## Note e riferimenti bibliografici

[1] M. Haentjens, P. De Gioia, *European banking and financial law*, Routledge, 2015, p. 42 sul Report, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf).

standards emanati dall'ESMA può essere reperit [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1171\\_final\\_report\\_mar\\_its\\_san](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1171_final_report_mar_its_san)

[4] Per esempio, il Regolamento si applica anche ai mercati MTF e OTC. Inoltre, trov riferimento ai «agli strumenti finanziari non contemplati dalle lettere a), b) o c), il cui prezzi strumento finanziario di cui alle suddette lettere, ovvero ha un effetto su tale prezzo o val via esclusiva, i credit default swap e i contratti finanziari differenziali», si veda l'art. 2, par un modo per imporre limiti uguali all'autonomia degli operatori sia nei mercati regolament

[5] M. Haentjens, P. De Gioia, *European banking and financial law*, cit., p. 43. [6] M. Sepe Capriglione, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, CEDAM, 2015, p. 791. [7] art. 7, par.

articolo, alle lettere (b) e (c), fornisce la definizione di informazioni privilegiate in relazio merci e quote di emissioni e prodotto oggetto d'asta collegati. [8] Per un chiarimento sul c privilegiata" e di "informazione che può avere un'influenza significativa sui prezzi", è utile enucleato dalla CGUE in (C 9/11), *Markus Gelll v Daimler*, per

<https://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=12466&doclan=EN>. Per una p veda (C 628/13), *Lafonta v AMF*.

[9] In particolare, la norma menziona le persone facenti p società, i principali azionisti, e i soggetti che conoscono l'informazione privilegiata perché l sono coinvolti in attività criminali. [10] art. 8, par. 4, MAR. [11] L'art. 9 MAR individua du presunzione, uno per le persone giuridiche, uno per quelle fisiche. Le eccezioni più rilevant

la società abbia instaurato procedure idonee a prevenire tali condotte illecite, ovvero la cir risulta da un accordo precedentemente preso o da un obbligo di legge, oppure abbia luogo pubblica di acquisto o di una fusione. [12] CGUE (C 45/08), *Spector photo v CBFA*. [13] *Ibid*

Gioia, *European banking and financial law*, cit., p. 48. [15] L'art. 13, par.2, MAR stabilisce i usati dall'Autorità competente per determinare se una condotta possa essere definita

accettata: « Un'autorità competente ha la facoltà di istituire una prassi di mercato am seguenti criteri: a) la prassi di mercato prevede o meno un notevole grado di trasparenza prassi di mercato assicura o meno un elevato livello di garanzie del gioco delle forze di

interazione tra offerta e domanda; c) la prassi di mercato ha o meno un impatto p sull'efficienza del mercato; d) la prassi di mercato tiene conto o meno del meccanismo di interessato e permette ai partecipanti al mercato di reagire in modo tempestivo e adeguate mercato creata da tale prassi; e) la prassi di mercato non crea o meno rischi per l'integrità c

indirettamente connessi, regolamentati o meno, su cui è negoziato lo stesso strumento finan: l'esito di eventuali indagini sulla prassi di mercato in questione svolte da un'autorità comp

in particolare inerenti al fatto che detta prassi abbia violato o meno norme o regole intese al mercato, ovvero codici di condotta, indipendentemente dal fatto che esse riguardino il mercato direttamente o indirettamente connessi nell'Unione; e g) le caratteristiche strutturali del mercato, inclusa la quota di partecipazione al mercato dell'investitore al dettaglio». <sup>[16]</sup> art. 5 and M. Haentjens, P. De Gioia, *European banking and financial law*, cit., p. 48. <sup>[18]</sup> art. 5 and sono previste, per esempio, nel quadro normativo attinente alla politica ambientale e agricola più dettagliata a riguardo all'eccezioni ai divieti in tema di <https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/market-abuse>. <sup>[19]</sup> L'art. 13, par. 2, MAR, e che devono essere presi in considerazione dall'autorità nazionale competente per il mercato. Principalmente, si riferiscono alla struttura del mercato entro il quale l'operazione deve avvenire. <sup>[21]</sup> J.L. Hansen, *Say when: when must an issuer disclose inside information?*, Nordic & European Company Law - LSN Research Paper Series, June 2016, p.2, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2795993](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2795993). <sup>[22]</sup> art. 17, par.1, MAR <sup>[23]</sup> Per il tema: J.L. Hansen, *Say when: when must an issuer disclose inside information?*, Nordic & European Company Law - LSN Research Paper Series, June 2016, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2795993](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2795993). <sup>[24]</sup> Ibid., p. 27. <sup>[25]</sup> art. 18, par. 1, del MAR. <sup>[27]</sup> Capitolo 5 del MAR. <sup>[28]</sup> La Chiarificazione di competenze e poteri delle autorità di vigilanza: obiettivi principali di molte delle riforme recentemente entrate in vigore sia in Europa che negli Stati Uniti sono senz'altro il Frank Dodd Act (2010), negli Stati Uniti, e il Financial Service and Markets Act (2009) nel Regno Unito. Haentjens M., De Gioia P., *European banking and financial law*, Routledge, 2015.

<https://www.esma.europa.eu>

[https://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2795993](https://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2795993)

<https://www.curia.europa.eu> <https://ec.europa.eu>