

L'Italia inasprisce le sanzioni penali per gli abusi di mercato e modifica la disciplina della confisca

3 febbraio 2022

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*”, pubblicata in Gazzetta Ufficiale lo scorso 17 gennaio (la “Legge Europea”), la quale, tra le altre cose, apporta alcune modifiche alla disciplina degli **abusi di mercato**.

In particolare, l’art. 26 della Legge Europea interviene direttamente sulle disposizioni sanzionatorie previste dal Testo unico sulla finanza (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58; il “T.U.F.”).

Tra le principali novità, la Legge Europea:

- inasprisce le pene previste per il c.d. *insider* primario;
- introduce espressamente la punibilità anche del c.d. *insider* secondario;
- limita l’applicabilità della confisca obbligatoria *ex art.* 187 T.U.F. al solo profitto derivante dal reato (che non si estende più anche al prodotto e ai mezzi necessari per commetterlo).

Per qualsiasi questione relativa ai temi discussi in questa nota, potete contattare qualsiasi avvocato del nostro studio con cui siete abitualmente in contatto o gli autori di seguito.

MILANO

Pietro Fioruzzi
+39 02 7260 8214

pfioruzzi@cgsh.com

Giulia Checcacci
+39 02 7260 8224
gcheccacci@cgsh.com

ROMA

Giuseppe Scassellati Sforzolini
+39 06 6952 2220
gscassellati@cgsh.com

Bernardo Massella Ducci Teri
+39 06 6952 2290
bmassella@cgsh.com

Paola Maria Onorato
+39 06 6952 2654
ponorato@cgsh.com



1. Le modifiche alla disciplina sanzionatoria degli abusi di mercato

La modifica principale apportata dall'art. 26 della Legge Europea riguarda il delitto di abuso di informazioni privilegiate o *insider trading* (art. 184 T.U.F.), che costituisce anche reato presupposto della responsabilità degli enti ai sensi dell'art. 25-sexies D. Lgs. 8 giugno 2001, n. 231 (il "Decreto 231"). Nello specifico, la Legge Europea interviene sull'art. 184 T.U.F.:

- **modificandone la rubrica** e rinominandolo "*Abuso o comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate*"¹;
- **inasprendo il trattamento sanzionatorio previsto per il c.d. *insider* primario**, vale a dire colui che sia a conoscenza di informazioni privilegiate "*in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio*", e per il c.d. *criminal insider*, ovvero colui che possieda informazioni privilegiate "*a motivo della preparazione o dell'esecuzione di attività delittuose*": l'attuale pena della reclusione da uno a sei anni viene innalzata fino a due anni nel minimo e dodici anni nel massimo, unitamente alla previsione di una multa da 20.000 a 3 milioni di euro;
- **introducendo la responsabilità penale del c.d. *insider* secondario**, ovvero il soggetto in possesso di informazioni privilegiate per ragioni diverse da quelle poc'anzi citate: per costui viene, infatti, prevista la reclusione da un anno e

sei mesi fino a dieci anni e la multa da 20.000 a 2,5 milioni di euro, salvi i casi di concorso con gli *insider* primari (nel qual caso si applicano le sanzioni previste per questi ultimi).

- **estendendo anche all'*insider* secondario l'aggravante prevista all'art. 184, comma 3, T.U.F.** che permette di aumentare la multa fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando questa appaia inadeguata per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito;
- **inserendo un nuovo comma 5** che prevede l'applicazione delle previsioni contenute nel nuovo art. 184 T.U.F. anche per le condotte o operazioni relative "*alle aste su una piattaforma regolamentata di quote di emissioni o di altri prodotti oggetto d'asta correlati, anche quando i prodotti oggetto d'asta non sono strumenti finanziari*".

La Legge Europea interviene anche su altre disposizioni sanzionatorie in materia di abusi di mercato, in particolare:

- modificando l'ambito di applicazione dei reati e degli illeciti amministrativi previsti dal T.U.F. (che viene esteso, ad esempio, ai *credit default swap* e ai contratti differenziali);
- includendo le "*negoziazioni di valori o strumenti collegati*" – così come definiti dal Regolamento europeo sugli abusi di mercato del 16 aprile 2014² – tra quelle esenti dalle disposizioni sanzionatorie, "*quando tali negoziazioni sono effettuate conformemente all'articolo 5, paragrafi 4 e 5, del medesimo regolamento*"³;

¹ La precedente rubrica era "*Abuso di informazioni privilegiate*".

² Ai sensi dell'art. 3, paragrafo 2, lettere a) e b), del Regolamento (UE) n. 596/2014 sugli abusi di mercato ("*MAR*"), per "*valori mobiliari*" devono intendersi "*i) le azioni e gli altri valori mobiliari equivalenti ad azioni; ii) le obbligazioni e le altre forme di titoli di credito; ovvero iii) i titoli di credito convertibili o scambiabili in azioni o in altri valori equivalenti ad azioni*", mentre per "*strumenti collegati*" si intendono "*gli strumenti finanziari specificati di seguito, compresi gli strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione, o per i quali non è stata richiesta l'ammissione alla negoziazione in una sede di negoziazione: i) contratti o diritti di sottoscrizione, acquisizione o cessione di valori mobiliari; ii) strumenti finanziari derivati su valori mobiliari; iii) 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; iv) strumenti emessi o garantiti dall'emittente o dal garante dei valori mobiliari e in cui il prezzo di mercato possa influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari o viceversa; v) 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*".

³ Il riferimento è al già richiamato MAR. Più nel dettaglio, il divieto di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione

- limitando l'ambito di applicazione della confisca obbligatoria al solo profitto del reato di abuso o comunicazione illecita di informazioni privilegiate o manipolazione del mercato: viene eliminata, dunque, la confisca del prodotto e dei mezzi utilizzati per commettere il reato.

2. La punibilità dell'*insider* secondario

La previsione di un'autonoma responsabilità penale dell'*insider* secondario rappresenta, senza dubbio, una delle novità più significative apportate dalla Legge Europea.

La condotta dell'*insider* secondario, infatti, era stata oggetto di depenalizzazione ad opera della L. 18 aprile 2005, n. 62, la quale aveva abrogato la precedente disciplina⁴ e previsto la sua punibilità solo a titolo di illecito amministrativo, sebbene punito con sanzioni pecuniarie particolarmente gravose⁵.

Fino ad oggi, dunque, il T.U.F. distingueva fra lo sfruttamento illecito di informazioni privilegiate posto in essere dall'*insider* primario – punito penalmente ai sensi dell'art. 184 T.U.F. – e la medesima condotta abusiva realizzata da chi avesse invece ottenuto in altro modo tali informazioni (*insider* secondario), punito solo come illecito amministrativo ai sensi dell' art. 187-bis T.U.F.

Naturalmente anche l'*insider* secondario poteva essere sottoposto alle sanzioni penali stabilite dall'art. 184 T.U.F., qualora fosse stato dimostrato il concorso con l'*insider* primario, ovvero che avesse consapevolmente posto in essere condotte di istigazione, aiuto morale o materiale all'*insider* primario nella commissione del delitto.

In sintesi, sino ad oggi l'*insider* secondario poteva essere destinatario a) di una mera sanzione amministrativa ex art. 187-bis T.U.F., ove avesse sfruttato l'informazione privilegiata a proprio esclusivo vantaggio, oppure b) della sanzione penale

prevista dall'art. 184 T.U.F., nei casi di concorso con l'*insider* primario.

Con l'entrata in vigore della Legge Europea, come anticipato, si prevede nuovamente la responsabilità penale dell'*insider* secondario sebbene punito con una sanzione meno gravosa rispetto a quella dell'*insider* primario.

Nessuna modifica, invece, viene apportata agli elementi essenziali della fattispecie.

L'*insider* secondario sarà punito per le medesime condotte previste per l'*insider* primario a condizione che:

- abbia acquisito la disponibilità delle informazioni privilegiate per ragioni diverse da quelle dell'*insider* primario;
- sia a conoscenza del carattere privilegiato di tali informazioni, senza che rilevinò tuttavia la fonte e le modalità di acquisizione delle stesse.

Resta ferma, ad ogni modo, l'applicabilità del più gravoso trattamento sanzionatorio previsto per l'*insider* primario (art. 184, comma 1, T.U.F.), ove la condotta integri un concorso nel reato di quest'ultimo.

3. Le modifiche apportate dalla Legge Europea in tema di confisca

Altra modifica di importante rilevanza pratica è quella apportata alla disciplina della confisca prevista all'art. 187 T.U.F. Tale norma, nella precedente formulazione, prevedeva nei casi di condanna per abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato la confisca del prodotto conseguito dal profitto del reato e dei beni utilizzati per commetterlo, da attuarsi anche nella forma per equivalente. Tale misura, che aveva suscitato aspre critiche per il suo carattere eccessivamente punitivo, permetteva di confiscare somme ingenti, comprensive, ad esempio, anche delle azioni e dei titoli utilizzati per commettere il reato di *insider trading*.

del mercato non si applica “alla negoziazione di valori mobiliari o strumenti collegati a fini di stabilizzazione dei valori mobiliari quando: a) la stabilizzazione è effettuata per un periodo limitato; b) sono comunicate e notificate le pertinenti informazioni in merito alla stabilizzazione all'autorità competente del luogo della sede di negoziazione a norma del paragrafo 5; c) sono rispettati limiti adeguati in merito al prezzo; e d) tale negoziazione è conforme alle condizioni di stabilizzazione previste dalle norme tecniche di regolamentazione di cui al paragrafo 6”.

⁴ L'originario art. 180 T.U.F. sottoponeva, infatti, a sanzione penale sia l'*insider* primario sia quello secondario che avesse ottenuto l'informazione privilegiata dal primo.

⁵ Sulla natura comunque punitiva delle sanzioni amministrative previste dal T.U.F. e sull'ampiamiento delle garanzie riconosciute nell'ambito dei relativi procedimenti amministrativi, si vedano anche [Corte Costituzionale: più tutele anche per le sanzioni amministrative "punitive"](#) e [Abusi di mercato: la Corte di Giustizia riconosce il diritto al silenzio dinanzi a Consob](#).

Con l'entrata in vigore della Legge Europea, la confisca *ex art.* 187 T.U.F. viene da oggi limitata unicamente al profitto⁶.

CLEARY GOTTlieb

⁶ Tale novità si pone in linea con quanto già affermato di recente dalla Corte Costituzionale in tema di confisca con riferimento ai soli illeciti amministrativi previsti dal T.U.F. Con sentenza del 6 marzo 2019, n. 112, infatti, la Corte ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-*sexies* T.U.F. nella parte in cui prevedeva la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto e dei beni utilizzati per commettere i predetti illeciti amministrativi.