

Stefano Vincenzi

GLI ABUSI DI MERCATO

*Dalle norme
alla prassi operativa*




TANGRAM
EDIZIONI SCIENTIFICHE
TRENTO

Stefano Vincenzi, *Gli abusi di mercato*
Copyright © 2012 Tangram Edizioni Scientifiche
Gruppo Editoriale Tangram Srl – Via Verdi, 9/A – 38122 Trento
www.edizioni-tangram.it – info@edizioni-tangram.it

Prima edizione: 2007, *Il market abuse*, Bancaria Editrice
Seconda edizione: febbraio 2012, *Printed in Italy*

ISBN 978-88-6458-038-8

Progetto grafico di copertina: 

Stampa su carta ecologica proveniente da zone in silvicoltura, totalmente priva di cloro.
Non contiene sbiancanti ottici, è acid free con riserva alcalina

SOMMARIO

Prefazione	11
<i>Carla Bedogni Rabitti</i>	
Premessa	15
Premessa all'edizione del 2007	17
Glossario	29

PARTE PRIMA:

LA DISCIPLINA "MARKET ABUSE" IN SINTESI

1	Nozioni e ambito di applicazione	33
1.1	L'abuso di mercato	33
1.1.1	<i>Safe harbour</i> : esimente presuntiva	35
1.2	L'ambito di applicazione	36
1.2.1	Elemento soggettivo	36
1.2.2	Elemento oggettivo	36
1.3	Conclusioni	37
2.	Le principali norme vigenti in Italia in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato	38
2.1	Le informazioni privilegiate	38
2.1.1	Abuso di informazioni privilegiate	38
2.1.2	Nuova Disciplina penale dell'Abuso di informazioni privilegiate	39
2.1.3	Nuova Disciplina amministrativa	40
2.1.4	Gestione delle Informazioni privilegiate	42
2.1.5	L'obbligo di comunicazione delle "Informazioni Privilegiate"	42
2.1.6	Informazioni Confidenziali, Dati Riservati, <i>Rumors</i>	44
2.1.7	Commento ai <i>Rumors</i>	45
2.2	Manipolazione di mercato	46
2.2.1	Nuova Disciplina penale della Manipolazione di mercato	47
2.2.2	Nuova Disciplina amministrativa della Manipolazione di mercato	47
2.2.3	Cenni sulla disciplina nel Codice Civile e Codice Penale	48
2.3	Conclusioni	49

PARTE SECONDA:

L'APPLICAZIONE DELLA DISCIPLINA "MARKET ABUSE"

Premessa	51
1. Registri delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate (Registri "Insider")	52

1.1	La disciplina dei Registri Insider	52
1.2	Le barriere informative	55
1.3	I Registri “Insider”	57
1.4	Le “Restricted List”	61
2.	Ricerche, comunicazioni di marketing e valutazioni di merito creditizio	64
2.1	La nozione di Raccomandazione	64
2.2	Raccomandazioni – Contesto normativo	67
2.3	Ambito di applicazione della disciplina	67
2.3.1	Obblighi di diligenza	69
2.3.2	Ulteriori obblighi di diligenza	69
2.3.3	Comunicazioni al pubblico degli interessi o conflitti di interesse rilevanti	70
2.3.4	Ulteriori obblighi relativi alla comunicazione al pubblico di interessi o di conflitti di interesse degli Analisti finanziari e dei soggetti abilitati	71
2.3.5	Sintesi di Raccomandazioni, Raccomandazioni in forma non scritta e Raccomandazioni Personalizzate	72
2.4	La disciplina vigente in Italia in materia di pubblicità e diffusione di Raccomandazioni	75
2.4.1	La pubblicazione delle Raccomandazioni	75
2.4.2	Pubblicazione delle Raccomandazioni prodotte nei ruoli di sponsor, specialist, lead manager e co-lead manager	77
2.4.3	Diffusione delle Raccomandazioni	79
2.5	Modelli di lavoro predisposti da Analisti finanziari	81
2.6	Research Guidelines	82
2.6.1	Disclaimers	84
2.6.2	Gestione dei conflitti di interesse e indipendenza nella produzione di ricerche	86
2.6.3	Comunicazioni al pubblico	86
2.7	Obblighi di correttezza e indipendenza degli Analisti finanziari	87
2.8	Remunerazione degli Analisti finanziari	88
2.9	Incontri con gli Analisti finanziari	89
2.10	Partecipazione degli Analisti finanziari ad attività commerciali e di marketing	91
2.11	Valutazioni del merito creditizio	92
2.12	Comunicazioni di marketing	93
2.13	“Trading Ideas”	93
2.14	Autorità di Controllo	94
2.15	Disciplina applicabile alle ricerche prodotte fuori dall’Italia	94
3.	Segnalazione operazioni sospette	96
3.1	Le operazioni sospette di abuso di mercato	96
3.2	Elementi e circostanze indicative di manipolazioni di mercato	97

3.3	Elementi e circostanze indicative di abuso di informazioni privilegiate	99
3.4	La disciplina della segnalazioni di operazioni sospette	100
3.4.1	I soggetti tenuti all'obbligo di segnalazione	100
3.4.2	Le operazioni rilevanti: l'elemento oggettivo	100
3.4.3	La Segnalazione	101
3.4.4	Identificazione delle operazioni sospette e sistemi di detecting	102
3.4.5	Tempistica e modalità di segnalazione	104
3.4.6	Operazioni sospette e negoziazione in conto proprio	104
3.5	Responsabilità e segreto professionale	105
3.6	Procedure e modalità di segnalazione	106
4	Negoziazione di azioni proprie e attività di stabilizzazione	111
4.1	La negoziazione di azioni proprie e della società controllante	111
4.2	Obblighi di comunicazione	112
4.3	Operazioni di stabilizzazione	113
4.4	Stabilizzazione conforme al Regolamento CE	115
4.5	Informativa preventiva	116
4.6	Informativa continua	116
4.7	Informativa successiva	116
4.8	Condizioni di prezzo e ulteriori requisiti per la safe harbour	117
4.9	Comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'Art. 120 TUF	118
4.10	Stabilizzazione non conforme al Regolamento CE	118
4.11	Refreshing greenshoe	118
5	Internal Dealing	120
5.1	Modalità e tempi di comunicazione al pubblico ed al mercato	121

PARTE TERZA:

CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

1	La nozione di Consulenza in materia di investimenti	123
1.1	La profilatura del cliente	125
1.2	Clienti al dettaglio e clienti professionali	126
2	Conflitti di interesse nella prestazione del Servizio di Consulenza	130
2.1	Ulteriori considerazioni sull'oggetto della consulenza in relazione al tipo di prodotti e strumenti	130
2.2	Ricerca in materia di investimenti e Consulenza	131
2.3	Fattispecie diverse dalla Consulenza	131
2.4	Autorità di vigilanza competente in tema di consulenza	133
2.5	Conclusioni	134

PARTE QUARTA:

CONFLITTI D'INTERESSE

1	Conflitti d'interesse	135
---	-----------------------	-----

**PARTE QUINTA:
MAD NEWS**

Market Abuse: l'evoluzione	143
<i>Massimiliano Carnevali</i>	
Premessa	143
1. Un nuovo regolamento	144
2. Le nuove venues e il nuovo concetto di strumento finanziario rilevante per la disciplina degli abusi di mercato	144
3. I tentativi di abuso di mercato, i "Safe Harbour" e le prassi di mercato	146
4. Informativa societaria	147
5. Registri "Insider"	150
6. "Internal Dealing"	151
7. Sanzioni	152
8. Conclusioni	153

APPENDICI

Appendice I – Comunicazione Consob 29 novembre 2005, n. 5078692	157
Appendice II – Comunicazione Consob 28 marzo 2006 n. 6027054	171

GLI ABUSI DI MERCATO

*Dalle norme
alla prassi operativa*

PREFAZIONE

*Carla Bedogni Rabitti*¹

Mai come in questo periodo di turbolenza dei mercati finanziari appare importante fare chiarezza sulla disciplina del *Market Abuse*, con riguardo non solo al quadro normativo ma anche alle prassi operative di mercato, allo scopo di delineare il confine tra attività comportamenti e abitudini di mercato che possono ritenersi corretti e attività comportamenti e abitudini che devono invece essere considerati fortemente antisociali ed illeciti e devono, conseguentemente, essere contrastati senza riserve.

È di percezione generale, infatti, come le conseguenze degli abusi di mercato travalichino sempre più la sfera degli interessi privati divenendo causa di rischi sistemici gravissimi non solo per i mercati in sé ma persino per le costituzioni democratiche. Come è sotto gli occhi di tutti, le crisi dei mercati finanziari stanno ampliandosi a dismisura, trasformandosi in crisi anche di istituzioni nazionali e sovranazionali e non di rado le caratteristiche dei fenomeni di mercato che stiamo vivendo inducono il sospetto che non si tratti sempre e soltanto di fatti genuini di mercato, ma che talvolta possano prevalere spinte, al di fuori di ogni regola e controllo, poste in essere da grandi operatori economici motivati dalla ricerca di profitti a qualsiasi costo.

Tali tendenze risultano agevolate e aggravate da molteplici fattori. In primo luogo ha certamente un peso notevole la altissima volatilità dei mercati determinata dalle crescenti incertezze connesse ai cambiamenti geo economici in atto.

Non meno rilevanti, tuttavia, risultano ulteriori aspetti. In particolare, si fa riferimento alla concentrazione tra imprese finanziarie, che si è rafforzata a seguito e per effetto dei problemi di stabilità causati dalla

¹ Professoressa, Commissario Autorità Garante Concorrenza e Mercato.

esplosione della bolla dei *subprime* avvenuta nel biennio 2007-2008. Il gigantismo dei grandi operatori internazionali, ad oggi non adeguatamente contrastato a livello sovranazionale oltre ai problemi di *moral hazard* connessi al noto assioma “*too big to fail*” favorisce certamente fenomeni collusivi e manipolativi. Ma un ruolo non secondario è giocato da problemi attinenti alla potenza di fuoco degli strumenti utilizzati dalla speculazione sia con riguardo all’oggetto delle negoziazioni che comprende, tra l’altro, volumi enormi di prodotti derivati sia con riguardo alle nuove tecniche ad altissimo potenziale, come ad esempio i sistemi programmati per effettuare il cosiddetto *high frequency trading*. Da ultimo va, poi, chiamato in causa il ruolo del sistema bancario ombra che, oltre ai rischi di instabilità finanziaria che comporta, ha effetti dirompenti nella formazione dei prezzi di beni essenziali quali gli alimentari e il petrolio. Gli operatori del sistema bancario ombra, infatti, in certi casi, dispongono di risorse finanziate talmente cospicue da poter influenzare e talora anche manipolare l’andamento dei mercati.

L’obiettivo di intervenire su tali profili problematici rappresenta, dunque, per le autorità internazionali di vigilanza una sfida davvero molto impegnativa che non va tuttavia disattesa. La manipolazione dei mercati che può essere favorita dalla massa, quasi illimitata, di denaro disponibile per scopi speculativi, oltretutto, laddove riguardi prodotti essenziali quali il petrolio e le derrate alimentari, non limita le sue conseguenze al settore finanziario ma produce contraccolpi non trascurabili anche sul benessere dei consumatori e quindi sugli equilibri sociali e politici.

Non vi è dubbio che la disciplina del *Market Abuse*, di cui questo volume si occupa, è, dunque, una delle risposte più importanti tra quelle che i legislatori e le Autorità di vigilanza possano dare rispetto alle disfunzioni dei mercati in quanto diretta a sanzionare pratiche illecite di soggetti che fanno uso, a vantaggio proprio o di altri di informazioni non accessibile al pubblico ovvero falsano il meccanismo di formazione dei prezzi sui mercati finanziari divulgando informazioni ingannevoli o con altri artifici.

Dal punto di vista dell'architettura della vigilanza su tali fenomeni, occorre sottolineare che si tratta di una materia di competenza in primo luogo della Consob, a livello nazionale, e dell'ESMA, a livello europeo, per la quale residuano, tuttavia, importanti poteri spettanti alle autorità di vigilanza sulla concorrenza in ordine al problema della forte concentrazione di imprese a cui si sta assistendo nel mondo della finanza. Concentrazioni che come si è detto implicano il rischio che gli abusi sia, in termini di *insider* sia di manipolazione, si moltiplichino e divengano sempre meno controllabili.

Rispetto ai problemi del *market abuse*, che costituiscono uno dei problemi centrali del nostro tempo, il volume offre una ricostruzione del quadro normativo di riferimento apprezzabile ed utilissima per completezza e organicità sistematica.

dicembre 2011

PREMESSA

L’emanazione nel 2003 della Direttiva relativa all’abuso delle informazioni privilegiate ed alla manipolazione del mercato è stato il primo atto normativo di attuazione del Piano d’azione per i Servizi Finanziari, approvato dal Consiglio Europeo nel 2000 nel perseguimento del progetto finalizzato alla realizzazione di un mercato unico europeo degli strumenti finanziari e di un *level playing field* comune a tutti gli Stati membri.

Il mio precedente lavoro sul tema (“Il Market Abuse” – Bancaria Editrice – Roma, 2007) proponeva un’analisi del nuovo scenario normativo tracciato dal legislatore europeo in materia di abusi di mercato e recepito nel nostro ordinamento attraverso l’entrata in vigore di norme e istituti giuridici parzialmente innovativi rispetto alla nostra cultura codicistica di matrice latino-germanica. Ricordo la disciplina dei Registri *Insider*, delle “operazioni sospette”, l’evoluzione della disciplina delle Ricerche e delle Raccomandazioni, nonché l’innovativa nozione di *Safe Harbour*: strumenti e nozioni che hanno richiesto una comprensione delle prescrizioni non solo formale, ma anche culturale ed etica. Le norme non possono essere solo scritte e imposte, devono essere anche condivise ed accettate, in questo modo possono sostituirsi alle vecchie o colmare lacune e trasformarsi in prassi e cultura. Questo è quello che è successo, in tempi giuridicamente brevissimi, alle disposizioni europee.

La rapida trasformazione delle norme, nel caso specifico quelle in tema di abusi di mercato, in prassi e la loro integrazione nel nostro tessuto giuridico e culturale ha dimostrato come le stesse siano state culturalmente accettate e condivise, soprattutto dal mercato finanziario.

Questo libro, che riparte dal tracciato del 2007, non è un’ulteriore esposizione sistematica della disciplina degli abusi di mercato, ma una rilettura approfondita, a volte critica, finalizzata ad illustrare come le norme e i regolamenti abbiano generato prassi e comportamenti con

cui si confronta ogni giorno chi opera nel mercato finanziario e chi lo vigila.

La disciplina degli abusi di mercato, inizialmente descritta dalla Direttiva del 2003 e sino a pochi anni racchiusa in norme e regolamenti, è diventata oggi parte integrante della nostra cultura giuridica ed etica. Questo è il passaggio che avrei l'ambizione di illustrare nel presente lavoro.

gennaio 2012

Ringrazio Francesco Vella per la preziosa e paziente collaborazione.

PREMESSA ALL'EDIZIONE DEL 2007

“Il diritto non è solo un fatto; è anche un’idea, un concetto; nonché una misura di valori, esso ha inevitabilmente una dimensione razionale e morale”.

Harold J. Berman

Perché nel contesto del mercato finanziario si sente ancora l’esigenza di definire il concetto di trasparenza?

Partiamo dal giudizio di Guido Rossi: «*Il vero difetto del capitalismo italiano è la sua totale opacità: il resto sono favole*»².

La trasparenza è «*la qualità di ciò che lascia apparire completamente la realtà, di ciò che esprime la verità senza alterarla*»³, è la condizione per dare un carattere di universalità alle regole giuridiche che si introducono o si debbono introdurre nella nostra legislazione. Passiamo ora dalla visione letteraria a quella giuridica precisando che il diritto in una società aperta come quella che si profila nell’Unione Europea, non è solo un fatto nel quale si condensano norme, disposizioni e regolamenti, ma un *corpus* di prescrizioni non telecomandate per gli interessi di questa o quella categoria (siano essi risparmiatori od operatori finanziari), ma sotto-ordinate al valore teleologico che una determinata società vuol raggiungere. Infatti nel mercato finanziario l’operatività quotidiana è complessa e coinvolge molteplici esigenze che rendono opaca la percettibilità della situazione e può sfiduciare piccoli e medi risparmiatori e vi confluiscono attività che rappresentano modelli di vita comunitaria, interessi individuali e conflitti di interesse. Emergono nuove esigenze e nuove regole

² GUIDO ROSSI, Intervista, in *Corriere della sera*, 17 febbraio 2006.

³ TULLIO DE MAURO, Dizionario della lingua italiana, Paravia, 2000.

nell'organizzazione sociale ed innovabili scenari politici, e differenziabili connessioni fra etica e politica. È un fenomeno dovuto allo scontro fra differenti visioni dell'organizzazione politica in sede nazionale – più mercato e meno Stato, oppure più *welfare* e meno liberismo – come pure dell'armonizzazione del mercato finanziario europeo, ove la dicotomia fra alcune nazioni del continente e alcune di origine anglo-sassone è così chiaramente descritta: «*Il codice civile struttura la tradizione romanista contro l'ancien regime, e ciò provoca, sin dal suo sorgere lo stabilirsi della grande frattura con il common law, il quale rappresenta l'evoluzione dell'ancien regime senza il verificarsi dell'evoluzione*»⁴.

I principi giuridici che ispirano i distinti comportamenti dei responsabili della politica europea richiedono che sia inequivocabilmente definito il concetto di trasparenza⁵. Assumiamo quello di uno studioso inglese: «*La trasparenza crea un legame tra le operazioni di mercato ed il principio di legalità*»⁶.

È al principio di legalità che devono attenersi gli operatori qualificati, perché il mercato da solo, proprio per la complessa articolazione degli interessi, non può svolgere la funzione di coordinamento. Perché i liberi mercati sono caratterizzati dal processo decisionale decentrato, il quale a sua volta spiega l'esigenza della nozione del contratto che è ricorrente nel moderno pensiero politico liberale.

Nelle procedure di definizione che vedono la massa monetaria trasformarsi da risparmio in investimento si intersecano varie forme di contratto alle quali la normativa europea tenta di dare una regolamentazione che per ora si evidenzia con varie direttive tra le quali spicca quella sul

⁴PIER GIUSEPPE MONATERI, in *Biblioteca della libertà*, n. 181, p. 30.

⁵Nella letteratura politica anglosassone, oltre che nella pubblicistica continentale, emerge spesso che l'Europa politica è divisa in due: a) Gran Bretagna e associati a favore del completamento del Mercato Unico, avendo come finalità comunque un'Europa pacifica e fiorente; b) Francia e Germania, ed associati a favore di nuove istituzioni pubbliche che salvaguardino i diritti umani e promuovano la giustizia sociale in Europa.

⁶LARRY SIEDENTOP, *La democrazia in Europa*, Einaudi, 2000 p. 199.