



L'ESPERTO LEGALE

DI DECIO MORGESE \*

# Market Abuse Regulation tra le molte luci, si fa strada anche qualche ombra

L'utilizzo di strumenti quali le presunzioni, per sanzionare comportamenti personali fa a cazzotti con il principio costituzionale di presunzione di innocenza e con qualche concetto di base del nostro sistema giuridico.

L'

UE nel corso del 2014 ha innovato profondamente la materia il regime di disciplina degli abusi di mercato, attraverso l'emanazione di un regolamento e di una direttiva che sono entrate in vigore all'inizio di luglio. Scopo dichiarato del regolamento (noto agli operatori come *Market Abuse Regulation*, o at-

traverso l'acronimo MAR) è quello di allargare l'ambito di tutela dell'integrità dei mercati, di affinare i presidi e gli strumenti necessari ad evitare che l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione di mercato danneggino la credibilità e l'operatività degli stessi e, al contempo, proporre di nuovi.

Il primo dato normativo sul quale è bene soffermarsi riguarda la novità dell'uso del regolamento, quale strumento legislativo per disciplinare la materia. In precedenza, la regolamentazione degli abusi di mercato, è stata affidata ad una direttiva.

È una variazione significativa del *modus operandi* sinora seguito, giustificata dalla necessità di uniformare il più possibile la disciplina nei vari stati membri.

Come noto, infatti, i regolamenti del Parlamento e del Consiglio Europeo, al contrario delle direttive, sono strumenti legislativi che presuppongono



Decio Morgese

l'applicazione diretta delle norme in essi contenute, non avendo bisogno di recepimento attraverso atti legislativi a carattere nazionale.

L'elezione di questa strada è tanto più giustificata quanto più si pensa alla varietà di interpretazioni tra diversi stati membri ed alla conseguente varietà di vantaggi/svantaggi tra giurisdizioni che si è vista negli anni precedenti a proposito della MAD (*Market Abuse Directive*) emanata nell'ormai lontano 2003. Come noto, il prodotto dell'assenza del cosiddetto *level playing field*, come sempre accade, è l'emersione di fenomeni di *jurisdiction shopping*, inaccettabili sul piano della concorrenza, per i quali gli stati con obblighi meno stringenti diventano il paese di elezione per gli operatori che vedono l'insieme di norme di cui discutiamo come un ostacolo alla crescita e non un pezzo fondamentale dell'infrastruttura di un mercato sano.

Ad oggi, dunque, la materia verrà disciplinata da un regolamento unico in tutti gli stati membri, accompagnato, comunque, da una direttiva nella quale vengono disciplinati i principi di armonizzazione dei corpi normativi che non possono essere oggetto di legislazione europea come accade per la disciplina penale in senso stretto.

Senza alcuna pretesa di esaustività, per comprendere le direttrici generali della nuova disciplina, è bene provare a sottoporre qualche riflessione iniziale e non sistematica, dando conto di alcuni dei principi e delle scelte di politica legislativa sottesi alla MAR. Ovviamente, è necessario rinviare a trattazioni più specifiche, visto che non può essere questa la sede per una analisi di dettaglio delle novità introdotte.

Lo stesso imponente progresso tecnologico cui assistiamo, soprattutto nel campo della comunicazione, impone, una profonda revisione, prima di tutto delle norme relative alle sedi di negoziazione, e poi dei meccanismi di interconnessione tra le possibili forme di investimento cui è possibile accedere attraverso la varietà di piattaforme disponibili.

Preso atto del mutato contesto sociale e tecnologico, il primo dato interessante è l'allargamento, dal punto di vista oggettivo, dell'ambito applicativo della MAR, la quale, al contrario della MAD, non limita la sua sfera di influenza agli "strumenti finanziari" (titoli di debito e di capitale, quote di fondi, derivati etc.), negoziati sui "mercati regolamentati", ma la estende ad altri tipi di investimenti quali

indici, *commodities*, derivati sugli stessi, negoziati anche al di fuori dei mercati regolamentati e, quindi, sulle famose *Multi Trading Facilities* o sulle *Organised Trading Facilities* o, infine, anche a tipologie di investimenti negoziati *over the counter*, quando possano essere ravvisati comportamenti consistenti nell'abuso di informazioni privilegiate o nella manipolazione dei prezzi relativi a tali forme di investimento. V'è da dire che nel passato le autorità di vigilanza hanno assistito, talvolta impotenti, ad abusi perpetrati attraverso la manipolazione o la trasmissione di informazioni privilegiate di dati relativi a strumenti non qualificabili come strumenti finanziari, eppure strettamente connessi ad essi.

Si pensi, ad esempio agli indici di borsa, oppure, per restare alla cronaca, agli abusi commessi attraverso le manipolazioni degli indici relativi ai tassi interbancari nel famoso caso Barclays. Da un lato vi è la sensazione di un allargamento - non necessariamente sistematico - dell'area di tutela, dall'altro è evidentemente apprezzabile che fenomeni quali quelli ultimamente descritti possano venire perseguiti, se non altro, per i riflessi che hanno sulla integrità dei mercati finanziari.

Sia ben chiaro che non si vuole affer-



mare qui che la prassi, l'opera della magistratura e delle autorità di sorveglianza non avessero consentito in molti casi - già sotto il regime della MAD - di definire, delimitare e sanzionare molte condotte abusive relative ad ipotesi *borderline*.

La MAR, tuttavia, oggi chiarisce, sia dal punto dei fini, sia dal punto di vista sistematico, gli strumenti ed i presidi per il controllo e la repressione di condotte scorrette non esplicitamente previste nel precedente corpo normativo. Proprio a questo proposito, sono sicuramente un notevole passo avanti, ad esempio, i chiarimenti in materia di ricerche. È noto che la MAD nei fatti non consentisse un percorso argomentativo agevole ai fini della repressione degli abusi collegati alla diffusione delle ricerche.

Oggi la MAR stabilisce con relativa chiarezza, che nell'ipotesi in cui sia sufficiente la pubblicazione della ricer-

ca stessa - magari di uno *star analyst* - a muovere la quotazione di un certo titolo, le informazioni relative alla pubblicazione potrebbero dover essere considerate informazioni privilegiate.

Altro chiarimento di rilevante portata è quello relativo alla legittimità delle pratiche di sondaggi di mercato svolte dai *book runner*.

Il dubbio circa la legittimità della condotta del *book runner* che - al fine di una corretta formazione del prezzo - comunica informazioni potenzialmente privilegiate ad un certo numero di potenziali investitori, dando luogo, in questo modo, una evidente disparità informativa. Nel passato molti avvocati hanno affrontato la materia con molti dubbi, risolta attraverso il riconoscimento di una prassi consolidata e la tolleranza delle autorità di vigilanza.

Oggi la MAR chiarisce limiti, condotte e presidi che consentono di svolgere questo tipo di attività.

Ovviamente, tra le molte luci, si fa strada qualche ombra derivante dall'utilizzo di strumenti quali le presunzioni, per sanzionare comportamenti personali.

L'irrogazione di sanzioni solo sulla base di presunzioni, vale a dire con l'inversione dell'onere della prova, laddove autore della supposta condotta non conforme non riesce a dimostrare la propria estraneità ai fatti, fa un po' a cazzotti con il principio costituzionale di presunzione di innocenza e con qualche concetto di base del nostro sistema giuridico. Ma questa è un'altra storia che ha a che fare principalmente con la materia disciplinata dalla MAD2. Così come è un tema da sviluppare in altra sede quello relativo agli obblighi informativi.

\* Avvocato Decio Morgese, partner dello Studio LMCR - La Torre Morgese Cesàro Rio

