



**COUNCIL OF
THE EUROPEAN UNION**

Brussels, 26 July 2012

**Interinstitutional File:
2011/0297 (COD)**

12893/12

**DROIPEN 111
EF 180
ECOFIN 723
CODEC 1974
INST 482
PARLNAT 300**

OPINION

from: The Italian Senate
dated: 24 July 2012

No Cion doc.: 16000/11 DROIPEN 125 EF 145 ECOFIN 717 CODEC 1811
COM(2011) 645 final

Subject: Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF
THE COUNCIL on criminal sanctions for insider dealing and market
manipulation
*Opinion on the application of the Principles of Subsidiarity and
Proportionality¹*

Delegations will find attached the above mentioned opinion.

¹ Translation(s) of the opinion may be available at the Interparliamentary EU information exchange site IPEX at the following address: <http://www.ipex.eu/IPEXL-WEB/search.do>

Senato della Repubblica
Il Presidente

Roma, 23 LUG. 2012
Prot. n. 869/UC

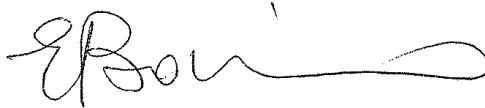
Signor Presidente,

mi è gradito inviarLe il testo della risoluzione approvata dalla Commissione finanze e tesoro del Senato della Repubblica italiana a conclusione dell'esame dei seguenti atti:

- proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) (COM (2011) 651 definitivo);
- proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato (COM (2011) 654 definitivo).

Tale risoluzione reca osservazioni in merito alla conformità dell'atto ai principi di sussidiarietà e proporzionalità.

Con i migliori saluti.



(All.)

Dimitris Christofias
Presidente del Consiglio dell'Unione europea

1048 BRUXELLES

SENATO DELLA REPUBBLICA

XVI LEGISLATURA

Doc. XVIII
n. 166

RISOLUZIONE DELLA 6^a COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e tesoro)

(Estensore FONTANA)

approvata nella seduta del 27 giugno 2012

SULLA

**PROPOSTA DI REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO
E DEL CONSIGLIO RELATIVO ALL'ABUSO DI INFORMAZIONI
PRIVILEGIATE E ALLA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO
(ABUSI DI MERCATO) (COM (2011) 651 DEFINITIVO)**

E SULLA

**PROPOSTA DI DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL
CONSIGLIO RELATIVA ALLE SANZIONI PENALI IN CASO DI
ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E DI MANIPOLA-
ZIONE DEL MERCATO (COM (2011) 654 DEFINITIVO)**

ai sensi dell'articolo 144, commi 1 e 6, del Regolamento

Comunicata alla Presidenza il 3 luglio 2012

TIPOGRAFIA DEL SENATO (150)

INDICE

Testo della risoluzione	Pag. 3
Osservazioni della 14 ^a Commissione permanente	» 7

La Commissione, esaminate, ai sensi dell'articolo 144 del Regolamento del Senato, la proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) COM (2011) 651 def. (MAR) e la proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato COM (2011) 654 def. (MAD), e accertata la loro conformità ai principi di sussidiarietà e proporzionalità, formula un parere favorevole con le seguenti osservazioni.

In primo luogo la Commissione condivide gli obiettivi generali delle proposte MAD e MAR, che consistono nell'accrescere l'integrità del mercato e la protezione degli investitori, assicurando contestualmente, mediante il regolamento, una normativa uniforme e pari condizioni di operatività in tutta l'Unione, nonché una maggiore attrattività, in generale, di tutto il mercato, e in particolare di quelli specializzati nella raccolta di capitali per la crescita delle piccole e medie imprese (PMI). Nello specifico, la Commissione apprezza anche gli altri obiettivi della proposta di regolamento, in particolare quello di impedire gli abusi di mercato, oltre che sui mercati regolamentati, anche sulle altre piattaforme organizzate (MTF e OTF) e nei contratti fuoriborsa (OTC), nonché di impedire tali illeciti nei mercati delle merci e dei connessi strumenti derivati. Inoltre, è apprezzabile lo sforzo di armonizzare la disciplina delle sanzioni amministrative.

Nel merito, in relazione alla proposta di direttiva COM (2011) 654 def. e in particolare al trattamento sanzionatorio da applicare alle condotte di abuso di mercato che gli Stati membri saranno tenuti a prevedere come reati, la Commissione giudica di fondamentale importanza introdurre sanzioni penali uniformi all'interno degli ordinamenti di tutti gli Stati membri dell'Unione europea, giacché risulta del tutto evidente e innegabile come un'armonizzazione parziale e non generalizzata della disciplina penalistica rappresenterebbe una soluzione intrinsecamente debole e inefficace, priva di un effetto realmente deterrente rispetto alla commissione delle fattispecie che si intende vietare.

Tuttavia, viste le riserve espresse dal *Bundesrat* tedesco e il mancato *opt in* espresso sinora dal Regno Unito, sede della principale piazza finanziaria europea, la Commissione ritiene opportuno un approfondimento sull'utilità di una direttiva separata dal regolamento, al fine di evitare il possibile svuotamento di contenuto sostanziale dell'obiettivo di armonizzazione.

In riferimento alla proposta di regolamento COM (2011) 651 def., la Commissione ritiene quindi opportuno formulare le seguenti osservazioni.

1) Per la nozione di «informazione privilegiata», è necessario chiarire con maggior dettaglio quali sono le caratteristiche di tale informazione al fine di configurare la sussistenza per gli emittenti dell'obbligo di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate. La proposta della Commissione europea di distinguere due nozioni differenti di informazione privilegiata, una per il divieto di utilizzo e l'altra per l'obbligo di comunicazione, può essere condivisibile ma occorre fare attenzione a non estendere eccessivamente la prima nozione, alla quale nell'ordinamento italiano, come del resto anche in altri, è ancorata la fattispecie penale. A tal riguardo, la formulazione di «informazione privilegiata» di cui all'articolo 6, paragrafo 1, lettera e), della proposta di regolamento risulta eccessivamente ampia in quanto non ancorata al parametro di «precisione». La Commissione sottolinea l'opportunità di sopprimere dal testo tale lettera. La nozione di «informazione privilegiata» rilevante per l'abuso dovrebbe pertanto rimanere quella già stabilita dalla direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003.

2) Riguardo alla manipolazione del mercato, la proposta di regolamento aggiunge alcuni esempi relativi ad operazioni o ordini trasmessi automaticamente sulla base di *software* appositamente predisposti (*algorithmic trading*) e che fanno leva sulla sempre più elevata velocità di trasmissione degli ordini consentita dai mercati (*high frequency trading*). Premesso che l'utilizzo di tali *software* è lecito e ampiamente diffuso, ciò che verrebbe esplicitamente proibito è la trasmissione di ordini nel mercato sulla base di tali algoritmi che, invece di essere diretta all'esecuzione di operazioni, è finalizzata a ritardare o bloccare il funzionamento del mercato (cosiddetto *stuffing*), ovvero a ingolfare la piattaforma di negoziazione con un numero elevato di proposte così da rendere difficoltosa agli altri operatori la partecipazione al mercato (cosiddetto *layering*) o, comunque, a fornire loro una rappresentazione falsa o fuorviante sulla domanda e sull'offerta relativa allo strumento finanziario (cosiddetto *spoofing*). Sulla scorta di quanto rilevato dalla Consob in audizione, la Commissione valuta con favore la definizione di tali esempi perché costituiscono utili punti di riferimento nell'ancora incerta valutazione dei temi relativi alla crescente operatività tramite *algorithmic trading*. Sarebbe tuttavia più coerente con l'approccio della disciplina sugli abusi di mercato il fatto che gli esempi indicati vengano basati sugli effetti che la condotta produrrebbe sul mercato piuttosto che sull'intenzionalità dell'operatore o, in questo caso, del *software*. La Commissione constata comunque con favore che i negoziati presso il Consiglio dell'Unione europea tendono a confermare l'orientamento citato. Più in generale, rispetto alla più ampia questione del controllo, anche per evitare abusi di mercato e manipolazione delle negoziazioni, la Commissione suggerisce di valutare, mutuando le prescrizioni contenute nel regolamento di Borsa italiana, l'introduzione di una penale per i *trader* allo scattare di alcune soglie di or-

dini immessi e poi cancellati, in considerazione del fatto che tale pratica può influire in maniera non corretta sull'andamento delle negoziazioni.

3) Circa l'autorizzazione a ritardare la pubblicazione di informazioni di impatto sistemico, si propende per una modifica che preveda forme di cooperazione fra l'autorità competente per i mercati finanziari e quella competente per la stabilità e il contenimento del rischio sistemico. Inoltre, l'autorità dovrebbe sempre essere nella condizione di richiedere all'emittente di ritardare la diffusione, quando ne sia assicurata la riservatezza, tenuto conto che una visione completa della rilevanza sistemica può non essere nota o compresa dall'emittente.

4) Nella proposta di regolamento (MAR) non è più prevista la possibilità per gli Stati membri di esentare determinate prassi di mercato dall'applicazione della disciplina. Pur condividendo l'approccio volto a garantire quanto più possibile le pari condizioni di operatività, la Commissione ritiene necessario evidenziare le difficoltà derivanti da tale abrogazione, in particolare per le operazioni di sostegno della liquidità e per l'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente, date le notevoli incertezze, per operatori e autorità, nella valutazione di condotte operative di possibile ambiguità. In tale contesto, la Commissione valuta con favore la soluzione di compromesso proposta dalla Presidenza danese, che reintroduce tale possibilità, sebbene attualmente limitata solo alle PMI. Oltre all'estensione di queste verso le imprese di maggiori dimensioni, si è anche a favore della previsione di un ruolo specifico per l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) nel processo di ammissione di tali prassi.

5) Riguardo agli obblighi di *reporting*, la Commissione propende per l'ampliamento del campo di applicazione soggettivo al fine di comprendere anche i soggetti che controllano l'emittente o che comunque detengono una partecipazione superiore al 10 per cento del capitale sociale. Ciò condurrebbe peraltro ad un allineamento della disciplina europea a quella italiana e a quella statunitense.

6) Riguardo al mantenimento di un registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate, la Commissione ritiene che questo sia uno strumento rilevante per l'attività di vigilanza e suggerisce inoltre di esplicitare più chiaramente che non soltanto l'emittente ma anche le persone che agiscono per conto dello stesso siano tenute al mantenimento del registro. In aggiunta, il regolamento dovrebbe chiarire che tra le persone legate contrattualmente all'emittente con contratti d'impiego, consulenza e simili, sono incluse anche le agenzie di *rating*, ritenendo già il CESR (comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari, ora ESMA) che esse ricadano nell'obbligo di stilare la lista essendo entità che tipicamente hanno accesso alle *inside information*.

7) La Commissione ritiene necessario che siano più incisivamente sanzionate le condotte di abuso di mercato che possano avere un impatto sul mercato dei titoli di Stato, ancorché realizzate su strumenti finanziari diversi dai titoli di Stato, ma ad essi correlati.

8) La Commissione fa integralmente proprie infine le osservazioni espresse sugli atti in titolo dalla Commissione politiche dell'Unione europea del Senato in data 20 giugno 2012.

OSSERVAZIONI E PROPOSTE DELLA 14ª COMMISSIONE PERMANENTE

(POLITICHE DELL'UNIONE EUROPEA)

(Estensore: FONTANA)

Roma, 20 giugno 2012

La Commissione, esaminati gli atti COM (2011) 651 e COM (2011) 654 def.,

considerato che la proposta di regolamento e la proposta di direttiva in esame mirano, nel quadro inaugurato dalla direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dal 28 gennaio 2003, (cosiddetta *market abuse directive*), ad accrescere ulteriormente la fiducia degli investitori e l'integrità del mercato tenendo conto in particolare dei nuovi sviluppi sul piano tecnologico e normativo e delle lacune che ne sono derivate nella regolamentazione dei nuovi mercati, piattaforme e strumenti *over the counter*, nonché nella regolamentazione delle merci e degli strumenti derivati a esse collegati;

tenuto conto dello svolgimento del negoziato in corso sui due atti in titolo, che appare prossimo alla conclusione per la proposta di regolamento, essendo stata presentata da parte della presidenza danese del Consiglio dell'Unione una proposta di compromesso che tiene conto delle posizioni espresse dalle delegazioni nel corso del negoziato, mentre la proposta di direttiva sta avendo un *iter* legislativo più articolato;

avuto riguardo, a quest'ultimo profilo, al parere motivato espresso dal *Bundesrat* tedesco il 16 dicembre 2011, che ha ritenuto la proposta di direttiva contrastante con il principio di sussidiarietà in quanto nella proposta della Commissione europea non vi sarebbe alcun riferimento alla questione se e per quale motivo norme minime europee sulle sanzioni penali siano indispensabili al fine di impedire le forme più gravi di manipolazione del mercato;

avuto riguardo anche al fatto che, in aderenza a quanto previsto dal protocollo (n. 21) allegato al trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) sulla posizione del Regno Unito e dell'Irlanda rispetto allo spazio di libertà, sicurezza e giustizia, l'8 febbraio 2012 l'Irlanda ha notificato l'intenzione di partecipare all'adozione e all'applicazione della proposta di direttiva sugli abusi di mercato (cosiddetto *opt in*), mentre il Regno Unito ha deciso di non esercitare tale facoltà;

acquisiti utili elementi informativi dalle audizioni informali svolte presso la 6^a Commissione permanente del Senato dai rappresentanti del Ministero dell'economia e delle finanze, della Consob e da esperti del settore; tenuto conto che la direttiva 2003/6/CE, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, e le direttive della Commissione 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE, rispettivamente del 27 dicembre 2003, del 22 dicembre 2003 e del 29 aprile 2004, di attuazione della prima, sono state recepite con l'articolo 9 della legge 18 aprile 2005, n. 62 (legge comunitaria per il 2004), che ha novellato in più parti il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF);

valutato che, mentre l'adozione della proposta di direttiva comporterà necessariamente una normativa di attuazione interna, l'adozione del regolamento europeo si imporrà automaticamente sulla legislazione interna incompatibile, in base a quanto previsto dall'articolo 288 del TFUE, secondo cui il regolamento europeo ha portata generale, è «obbligatorio in tutti i suoi elementi ed è direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri»;

ricordato anche che la Commissione affari economici e monetari del Parlamento europeo ha avviato da tempo la discussione delle due proposte ed è prossima alla conclusione dell'esame, con l'approvazione delle relazioni dell'on. Arlene McCarthy sia sulla proposta di regolamento che sulla proposta di direttiva;

ricordato infine che in base all'articolo 47 della Costituzione italiana, «la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme» e «favorisce l'accesso del risparmio ... al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese»;

formula, per quanto di competenza, osservazioni favorevoli con rilievi di seguito formulati.

In riferimento alla proposta di regolamento (COM (2011) 651 def.):

1. si ritiene che la base giuridica proposta, costituita dall'articolo 114 del TFUE, sul ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno, sia corretta.

2. Non si ravvisano obiezioni circa la conformità della proposta ai principi di sussidiarietà e proporzionalità.

3. Nel merito, si dovrebbe garantire un'adeguata differenziazione della nozione di informazione privilegiata valevole al fine di costituire il presupposto delle condotte di abuso di mercato e della nozione di informazione privilegiata valevole al fine di determinare l'obbligo di comunicazione al mercato, da parte delle società emittenti, dei fatti rilevanti che le riguardano. La prima nozione dovrebbe essere più ampia della seconda, in quanto riferita ad accadimenti temporalmente precedenti la seconda nozione e necessariamente non ancora formalmente definiti. Tuttavia, la nozione di informazione privilegiata valevole al fine di costituire il presup-

posto delle condotte di abuso di mercato dovrebbe essere caratterizzata dalla cosiddetta precisione, ossia dal suo riferirsi a «una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o ad un evento che si è verificato o che si può ragionevolmente ritenere che si verificherà». Al riguardo, la formulazione di informazione privilegiata di cui all'articolo 6, paragrafo 1, lettera e), della proposta di regolamento appare eccessivamente ampia in quanto non è ancorata al parametro di «precisione», come sopra ricordato; pertanto dovrebbe valutarsi l'opportunità di sopprimere dal testo tale lettera.

Ai fini invece della nozione di informazione privilegiata da comunicare al mercato ai sensi dell'articolo 12 della proposta, il grado di «precisione» dovrebbe essere maggiore e quindi riferirsi a «una serie di circostanze esistenti o ad un evento che si è verificato».

4. Si dovrebbe valutare l'opportunità di reinserire i considerando 29 e 30 della direttiva 2003/6/CE, non compresi nella proposta di regolamento, che permettono di escludere che la decisione di lanciare un'offerta pubblica di acquisto configuri di per sé un'informazione privilegiata.

5. Si auspica la reintroduzione della possibilità per le autorità di vigilanza nazionali di esentare dall'applicazione delle discipline sugli abusi di mercato alcune condotte che sono funzionali a garantire importanti interessi di mercato, quali ad esempio le operazioni di sostegno della liquidità o quelle di acquisto di azioni proprie. Al riguardo, tale possibilità dovrebbe essere prevista all'interno di criteri normativamente predefiniti e in stretto coordinamento con l'ESMA.

6. In riferimento al *trading* algoritmico e, in particolare, all'*high frequency trading*, di per sé non illecito, si condivide l'impostazione della Commissione europea volta a sanzionare tale operatività sui mercati qualora commessa con determinate modalità, individuate dall'articolo 8, paragrafo 3, lettera c), della proposta di regolamento. Tale elenco di condotte, tuttavia, costituente potenzialmente abuso di mercato, non dovrebbe essere considerato esaustivo, posto che le esigenze connesse alla fornitura di liquidità al mercato non dovrebbero determinare una minaccia all'integrità delle ordinarie contrattazioni. Si auspica che l'ESMA fornisca delle adeguate *guidelines* che orientino le autorità di vigilanza nazionali in modo uniforme e tale da evitare disallineamenti regolamentari e nelle prassi.

7. Per quanto concerne gli obblighi di segnalazione delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione, di cui all'articolo 14 della proposta di regolamento, l'area di esenzione delle operazioni sino a 20.000 euro dovrebbe essere ridotta, mentre al contrario, una volta superata la soglia si dovrebbe garantire che non ogni successiva operazione sia comunicata, ma solo quelle che, cumulate tra loro, superino la soglia prevista. La ratio della disposizione non dovrebbe, invero, essere quella di conoscere ogni singola negoziazione realizzata dai *manager* delle società, ma solo quelle che raggiungano una soglia di significatività. Inoltre, l'ambito di applicazione degli obblighi di segnalazione dovrebbe essere esteso anche ai soggetti che detengono partecipazioni di controllo al capitale dell'emittente, o comunque partecipazioni superiori al 10 per

cento del capitale sociale. Infine, per quanto riguarda la tempistica della segnalazione delle operazioni, le stesse dovrebbero essere comunicate all'emittente entro tre giorni di mercato aperto e l'emittente dovrebbe comunicarle al mercato e all'autorità di vigilanza entro il giorno successivo.

8. Si ritiene fondamentale adottare un approccio regolatorio che possa essere semplificato per gli emittenti che siano quotati solo sui sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). La proposta estende la disciplina degli abusi di mercato e degli obblighi di comunicazione anche a tali emittenti. Tuttavia, il fatto che gli emittenti quotati solo sui MTF siano costituiti prevalentemente da piccole e medie imprese lascia preferire un approccio regolatorio che, ferma restando la disciplina sanzionatoria, consenta all'autonomia degli Stati membri e delle società di gestione del mercato la scelta sull'applicazione degli obblighi di informazione al mercato, di tenuta dei registri e di segnalazione delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione.

9. Si condivide l'articolo 26, paragrafo 3, della proposta nella parte in cui consente la pubblicazione delle sanzioni e delle misure adottate nei confronti degli autori di abusi di mercato senza pubblicazione dell'identità dei soggetti, siano essi persone fisiche che giuridiche, qualora vi possa essere un danno sproporzionato alle parti coinvolte. La conoscenza da parte del pubblico di una condotta costituente abuso di mercato ancorché si ritenga, per le ragioni dette, di non divulgare i nomi delle parti coinvolte è di importanza fondamentale per segnalare agli investitori comportamenti illeciti lesivi dell'integrità dei mercati. La funzione deterrente della sanzione è invero imprescindibilmente collegata alla sua pubblicità.

10. Si ritiene infine necessario che siano più incisivamente sanzionate le condotte di abuso di mercato che possano avere un impatto sul mercato dei titoli di Stato, ancorché realizzate su strumenti finanziari diversi dai titoli di Stato, ma ad essi correlati.

In riferimento alla proposta di direttiva (COM (2011) 654 def.):

1. la base giuridica è individuata nell'articolo 83, paragrafo 2, del TFUE, secondo il quale, laddove il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri in materia penale si riveli indispensabile per garantire l'attuazione efficace di una politica dell'Unione in un settore che è stato oggetto di misure di armonizzazione, norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni nel settore in questione possono essere stabilite tramite direttive adottate secondo la procedura legislativa ordinaria. Si tratta, in assoluto, della prima proposta legislativa presentata con il nuovo articolo 83, paragrafo 2, TFUE come base giuridica.

2. Al riguardo, si ritiene che gli abusi di mercato possono verificarsi ovunque un determinato strumento finanziario sia quotato, con evidenti implicazioni transfrontaliere e con il rischio concreto che qualunque iniziativa assunta a livello nazionale venga aggirata o resa inefficace in assenza di un'analogia iniziativa a livello europeo. Ecco perché lo stru-

mento penale si rivela indispensabile e la proposta è conforme al principio di sussidiarietà.

3. Non si ritiene di dover attivare il cosiddetto freno di emergenza, previsto dall'articolo 83, paragrafo 3, del *tfue*, nei casi di incidenza di un progetto di direttiva su aspetti fondamentali del proprio ordinamento giuridico penale.

4. Nel merito, si ritiene importante mantenere l'assetto sanzionatorio ora previsto dal sistema italiano per gli abusi di mercato, coerentemente attuativo «della direttiva 2003/6/CE (*rectius* 2003/6/CE) la quale, nel prevedere l'obbligo di sanzionare in via amministrativa gli abusi *de quibus*, lascerà poi libero il legislatore nazionale di prevedere in via cumulativa e non alternativo-sostitutiva, l'irrogazione (anche) di sanzioni penali, scelta, quest'ultima, concretamente attuata da parte di quello italiano, onde rafforzare la tutela del bene protetto attraverso il sistema del doppio binario, con conseguente, legittima cumulabilità di fattispecie ex art. 185 e 187-ter» (Cassazione civile, sezioni unite, sentenza n. 20936 del 30 settembre 2009).

Si dovrebbe, tuttavia, valutare se l'elemento della intenzionalità, che in sede europea (considerando n. 10 della proposta di direttiva) costituisce l'elemento distintivo dell'abuso di mercato «penale» rispetto a quello «amministrativo», possa in qualche modo interferire con il cumulo di sanzioni attuato oggi in Italia con il TUF. Se, quindi, secondo la nuova direttiva sugli abusi di mercato, i reati dovranno essere applicati solo in presenza dell'elemento intenzionale – e cioè solo nei casi di dolo – ciò potrebbe comportare che in caso di sussistenza dell'intenzionalità si potrebbe applicare solo la disciplina penale, lasciando la disciplina amministrativa per i casi in cui difetti tale elemento. Tale approccio potrebbe comportare l'abbandono del modello del cumulo di sanzioni adottato ora dalla legislazione interna e andrebbe quindi chiarito in sede europea, anche prevedendo clausole che sanciscano espressamente la legittima cumulabilità di sanzioni amministrative e penali.

5. Infine, a fronte delle riserve espresse dal *Bundesrat* tedesco all'adozione di una direttiva che contempla sanzioni penali in materia di abusi di mercato e al mancato *opt in* espresso sinora dal Regno Unito – sede della principale piazza finanziaria europea – l'utilità di una direttiva separata dal regolamento sarebbe una questione da approfondire, anche per l'inevitabile svuotamento di contenuto sostanziale dell'obiettivo di armonizzazione.