

# Market abuse, si tiene conto delle sanzioni doppie

## ILLECITI FINANZIARI

Pubblicato in «Gazzetta» il decreto legislativo in vigore dal 29 settembre

Entrerà in vigore il 29 settembre il decreto legislativo 107/2018 che adegua la disciplina italiana al regolamento Ue 596 del 2014 in materia di abusi di mercato.

Nel provvedimento, pubblicato sulla «Gazzetta ufficiale» di ieri, c'è la norma sul ne bis in idem ma sparisce il riferimento al ragguglio tra sanzioni pecu-

niarie e pene detentive. E c'è la possibilità per la Consob di applicare cumulativamente sanzioni pecuniarie, misure alternative e confisca.

Tra le misure più sensibili, la norma che modifica il Tuf (all'articolo 187 terdecies, commi 1 e 2) sulla questione del doppio binario penale/amministrativo per la repressione delle medesime condotte di market abuse.

Un doppio binario censurato sotto molti aspetti dalle sentenze della Corte di giustizia europea del 20 marzo. La soluzione messa in campo dal decreto prevede la necessità che l'autorità giudiziale

o la Consob, nella determinazione delle sanzioni di loro competenza, tengano conto delle misure punitive già decise.

Cosa complicata quando si dovrà trattare del ragguglio tra pene detentive e misure amministrative.

Per quanto riguarda l'area del penalmente rilevante, il decreto interviene sulla fattispecie della manipolazione del mercato, allargando la misura della contravvenzione, oltre che alle condotte che hanno per oggetto strumenti finanziari negoziati su Mtf, anche a quelle relative a strumenti finanziari negoziati, come prevede

Mifid, su Otf, derivati e quote di emissioni.

In maniera esplicita rientreranno nel penale anche le condotte di manipolazione del benchmark.

L'intervento sul versante amministrativo dell'abuso di informazioni privilegiate fa aumentare il massimo della misura pecuniaria che può essere inflitta, facendola salire da 3 a 5 milioni.

Per quanto riguarda la confisca, questa potrà prevedere il prodotto oppure il profitto dell'illecito, ma non i beni utilizzati per commettere la violazione.

—N.T.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## DIRITTO SOCIETARIO

# Pmi sempre lontane dalla Borsa

Convegno a Courmayeur: la quotazione comporta un aumento dei profitti

Giovanni Negri

Se non nuovo è almeno un po' più affollato il mondo delle Pmi. Che, se cresce nei numeri, è però a caccia di risorse per permettere una fuoriuscita da microdimensioni tuttora tali da impedire una crescita almeno sostenibile. Il punto è stato fatto al tradizionale convegno dedicato ai temi più caldi del diritto societario, organizzato a Courmayeur dal Centro nazionale di difesa e prevenzione sociale, dal titolo «Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?».

Una fotografia di un settore in progressiva effervescenza, visto che il legislatore, come sottolineato dalla re-

lazione di Paolo Montalenti, docente di Diritto commerciale all'Università di Torino, è andato progressivamente affastellando modelli e tipologie giuridiche diverse che hanno permesso di rivoltare la classica Srl, facendola diventare, di volta in volta, piccola Spa a modello plasmabile, dalla società personale a responsabilità limitata alla società capitalistica per quote. Ma, a rafforzare la caratteristica di architrave del sistema produttivo nazionale delle imprese piccole e medie, si è aggiunta la strada delle start up: start up innovative, start up a vocazione sociale, incubatore di start up innovative certificato. La stessa categoria di Pmi si è potestesa sino a quelle innovative, con il limite di 250 dipendenti e 50 milioni di fatturato, vicine ormai all'area dell'impresa medio grande.

E nella relazione di Paolo Sestito di Banca d'Italia è emerso come a metà luglio sono iscritte al registro imprese 9.488 start up innovative (con 1.444

Srl semplificate), attive per larga maggioranza (70%) nel settore dei servizi, mentre alla medesima data, solo 823 erano le Pmi innovative. Per Banca d'Italia il fervore normativo sta provando a mettere rimedio ad alcuni aspetti negativi: le Pmi italiane sono più che negli altri Paesi Ue, ma meno produttive e più impermeabili all'innovazione, inoltre sono poche le imprese giovani che crescono.

Di qui, allora, la centralità del tema del finanziamento e delle modalità, che vanno dal crowdfunding al PIR alla collocazione di quote di Srl sul mercato. Come dimostrato da **Dante Santosuosso**, docente di Diritto commerciale alla Sapientia, la pluralità delle vie di finanziamento e accesso al mercato dei capitali pone problemi inediti anche nel caso di libertà di scelta, con la disintermediazione dell'incontro della volontà delle parti. L'intervento di **Santosuosso** ha dimostrato la problematicità della regolamentazione delle modalità

di finanziamento. Qualche esempio? L'esperienza del Regno Unito insegna che per le forme di crowdfunding dove si è applicato in maniera massiccia il diritto del consumatore, questa forma di tutela non ha attecchito, mentre negli Usa i risultati non sono stati più brillanti con il ricorso al securities law.

Tradizionale punto critico delle Pmi è la resistenza ad avviare, in alternativa a un credito bancario che si è drammaticamente contratto (-180 miliardi lo stock di impieghi bancari dal 2011), il percorso della quotazione. Eppure, come dimostrato dalla relazione dell'avvocato dello studio Nctm Lukas Plattner, i dati, al 31 dicembre 2017, mostrano un aumento medio dei ricavi complessivi delle società quotate ad Alti dell'11% e dell'Ebitda del 28 per cento. L'incremento dei ricavi ha interessato il 75% delle società quotate che danno lavoro a oltre 20 mila dipendenti.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



COIMA REAL ESTATE FORUM 2018, SCENARIO DEL MERCATO IMMOBILIARE