

Consultazioni

Nota per le Commissioni riunite II Giustizia e VI Finanze della Camera dei deputati sullo schema di decreto legislativo recante «Attuazione della delega di cui all'articolo 19-bis della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio e di tutte le procedure sanzionatorie recati dal Testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58».

14/4/2026

Signori Presidenti, Onorevoli Deputati,

Assonime – che riunisce tra i propri associati un numero di emittenti quotati che rappresentano circa il 90% della capitalizzazione della Borsa Italiana – desidera ringraziare le Commissioni riunite II Giustizia e VI Finanze della Camera dei deputati per l’invito a fornire il proprio contributo in merito allo schema di decreto legislativo recante l’attuazione della delega per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio del Testo unico della Finanza, prevista dall’articolo 19-bis della legge 5 marzo 2024, n. 21 (come successivamente modificata dalla legge 11 marzo 2025, n. 28). Tale intervento si inserisce nel più ampio progetto di riforma della disciplina dei mercati finanziari¹ volto ad accrescere l’attrattività del mercato dei capitali italiano nei confronti degli investitori internazionali.

L’obiettivo della delega è ambizioso e mira a una complessiva riscrittura della disciplina, sia sul piano sostanziale – con riferimento alle fattispecie e ai trattamenti sanzionatori – sia sul piano procedurale, attraverso l’introduzione di meccanismi di definizione alternativa dei procedimenti e il rafforzamento delle garanzie per i soggetti sanzionati.

Assonime valuta favorevolmente l’obiettivo della riforma del sistema sanzionatorio del Testo unico della finanza, considerandolo parte essenziale di un più ampio progetto di modernizzazione del mercato dei capitali italiano. Un mercato più attrattivo, efficiente e competitivo richiede infatti non solo regole adeguate per favorire la quotazione e l’attività d’impresa, ma anche un apparato sanzionatorio capace di assicurare effettività delle regole, tutela degli investitori e certezza del diritto.

In questa prospettiva, lo schema di decreto legislativo contiene interventi apprezzabili, soprattutto sul piano procedurale, ma realizza solo in parte gli obiettivi della delega e rinuncia a una revisione organica dei nodi strutturali del sistema.

¹ Un primo schema di decreto legislativo è intervenuto sui sistemi di amministrazione e controllo delle società per azioni disciplinati dal codice civile, nonché sulla normativa in tema di intermediari, mercati ed emittenti contenuta nel Testo unico della Finanza di cui al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, introducendo innovazioni rilevanti su molti ambiti e perseguendo importanti semplificazioni e razionalizzazioni della disciplina degli emittenti, nonostante alcune criticità già segnalate da Assonime nel corso dell’Audizione presso le Commissioni riunite Giustizia e Finanze di Camera e Senato, su cui v. ASSONIME, Audizione presso le Commissioni riunite Giustizia e Finanze di Camera e Senato sullo schema di d.lgs. per la riforma del testo unico della finanza, Consultazione n. 20 del 3 dicembre 2025

Il decreto introduce innovazioni significative: rafforza le garanzie del procedimento, chiarisce i tempi della contestazione, valorizza il contraddittorio, la piena conoscenza degli atti, la separazione tra istruttoria e decisione, e punta a ridurre il contenzioso attraverso strumenti di definizione alternativa. Si tratta di misure coerenti con i principi del giusto procedimento e idonee a rendere l'azione delle Autorità più trasparente, efficiente e prevedibile.

Resta però irrisolto il problema principale: il sistema sanzionatorio del TUF continua a presentare profili di forte complessità, elevata afflittività e scarsa coerenza. Dopo anni di stratificazione normativa, molte fattispecie risultano ancora costruite attraverso rinvii e clausole generali che rendono difficile identificare con chiarezza le condotte vietate. A ciò si aggiunge un livello sanzionatorio molto severo, sia sul versante amministrativo sia su quello penale, che incide in misura significativa sulle persone fisiche e sulle imprese. Un sistema di questo tipo rischia di compromettere i principi di tassatività, prevedibilità e proporzionalità, che dovrebbero invece costituire l'asse portante della riforma a svantaggio del nostro ordinamento nel quadro competitivo europeo.

Una criticità centrale riguarda la disciplina degli abusi di mercato, ancora fondata sul cosiddetto doppio binario penale e amministrativo. L'attuale assetto consente che il medesimo fatto sia perseguito parallelamente davanti al giudice penale e alla Consob, con duplicazione di procedimenti e sanzioni, incertezza sugli esiti complessivi e possibili tensioni rispetto al principio del *ne bis in idem*. Assonime ritiene che la delega offrisse l'occasione per superare questo modello, distinguendo in modo più netto le fattispecie in base al grado di offensività e costruendo un sistema più razionale ed efficiente. La mancata attuazione di questo criterio rappresenta uno dei limiti più rilevanti dello schema di decreto.

Accanto a queste criticità, si riconoscono però alcuni elementi di forte interesse. In particolare, sono da valutare positivamente sia l'introduzione del principio di rilevanza della violazione, che può orientare l'azione delle Autorità verso le sole condotte realmente significative, evitando procedimenti per fatti marginali; sia l'estensione di strumenti sanzionatori alternativi alle pene pecuniarie, in una logica di maggiore proporzionalità e razionalizzazione del sistema.

Molto positiva è la valutazione sugli strumenti di definizione alternativa del procedimento. In particolare, il rafforzamento dell'istituto degli "impegni" che consente di chiudere il procedimento senza accertamento formale dell'infrazione né irrogazione di sanzioni, a fronte di misure idonee a rimuovere gli effetti pregiudizievoli della condotta, nonché il nuovo *settlement*, cioè l'applicazione concordata della sanzione. Si tratta di passi importanti verso modelli di vigilanza più collaborativi, meno conflittuali e più efficienti. Assonime invita

tuttavia a rafforzare ulteriormente questi strumenti, prevedendo meccanismi ancora più incisivi di conciliazione o transazione, capaci di chiudere anticipatamente le contestazioni ed evitare, ove possibile, l'adozione di provvedimenti formali con relativi effetti reputazionali. Questi modelli conciliativi, presenti in altri ordinamenti, possono contribuire a rafforzare l'efficacia del sistema sanzionatorio e a rendere più efficiente il contenzioso.

La riforma va sicuramente nella direzione giusta, ma resta incompleta. Le innovazioni procedurali e gli strumenti deflattivi meritano di essere valorizzati, ma non bastano a realizzare quella revisione organica dell'apparato sanzionatorio richiesta dalla legge delega. Per Assonime occorre un intervento più coraggioso sui profili sostanziali: maggiore chiarezza delle fattispecie, sanzioni più proporzionate, superamento delle duplicazioni tra penale e amministrativo e piena attuazione dei principi di offensività, certezza e competitività dell'ordinamento. Solo così la riforma potrà davvero contribuire al rafforzamento del mercato dei capitali italiano.

1. Considerazioni generali

In via preliminare, si ritiene opportuno svolgere alcune considerazioni di ordine generale e rappresentare il quadro sistematico attuale del sistema sanzionatorio dei mercati finanziari, al fine di cogliere l'importanza di dare piena attuazione ai principi e criteri direttivi della delega conferita al Governo in materia.

Il sistema sanzionatorio dei mercati finanziari attualmente vigente si caratterizza per la presenza di una pluralità di illeciti, sia amministrativi sia penali, posti a tutela di interessi diffusi di particolare rilievo, quali il corretto funzionamento del mercato, la stabilità del credito e la protezione del risparmio. La configurazione normativa di tali illeciti, esito di una stratificazione ventennale di fonti europee e nazionali e fondata in larga parte sull'impiego di rinvii e clausole generali, è da tempo oggetto di critiche, in ragione dell'incertezza delle fattispecie, che rende difficile individuare con sufficiente chiarezza le condotte rilevanti ai fini della risposta sanzionatoria.

L'evoluzione del quadro normativo e il progressivo inasprimento del regime sanzionatorio hanno determinato reiterati innalzamenti dei limiti edittali, contribuendo a delineare un sistema di sanzioni, penali e amministrative, connotato da un'elevata afflittività. Tale sistema incide in misura significativa non solo sulle libertà personali, ma anche sul patrimonio delle persone fisiche e degli enti, attraverso l'applicazione di sanzioni pecuniarie di importo rilevante e la confisca del profitto. A ciò si aggiunge un articolato apparato di sanzioni accessorie di natura interdittiva – quali la sospensione o la revoca di autorizzazioni, il divieto

di esercitare funzioni di vertice o la sospensione da albi professionali – frequentemente applicate in via automatica, con effetti particolarmente incisivi sulla libertà di iniziativa economica e sull'esercizio dell'attività dei soggetti interessati. Il cumulo tra sanzioni irrogate alle persone fisiche e quelle applicate alle società contribuisce, infine, ad accrescere ulteriormente la severità complessiva della risposta sanzionatoria.

Con specifico riferimento alla disciplina degli abusi di mercato, il sistema presenta significative criticità derivanti dalla perdurante coesistenza di un c.d. "doppio binario" sanzionatorio, penale e amministrativo. In tale ambito, i delitti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato (artt. 184 e 185 TUF) si sovrappongono ai corrispondenti illeciti amministrativi di abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato (artt. 187-bis e 187-ter TUF), determinando una duplicazione delle fattispecie rilevanti. Tale assetto consente che il medesimo fatto sia oggetto di una duplice qualificazione e sanzione, con conseguente instaurazione di procedimenti distinti e tra loro non coordinati – l'uno dinanzi al giudice penale, l'altro dinanzi alla Consob – destinati a svilupparsi e concludersi in tempi diversi. Il meccanismo di coordinamento previsto dall'art. 187-terdecies TUF, che impone al giudice che procede successivamente di tener conto della sanzione già irrogata, appare idoneo a evitare soltanto esiti manifestamente sproporzionati, senza incidere sulle criticità strutturali derivanti dalla duplicazione dei procedimenti e delle sanzioni.

A tali profili si aggiunge, inoltre, un ulteriore livello di complessità e aggravio sanzionatorio in capo alla persona giuridica, in ragione del parallelo "doppio binario" derivante, da un lato, dalla responsabilità da reato ai sensi dell'art. 25-sexies del d.lgs. n. 231/2001 e, dall'altro, dagli illeciti amministrativi previsti dall'art. 187-quinquies TUF. Ne risulta un sistema caratterizzato da un'elevata frammentazione e da rilevanti rischi di duplicazione sanzionatoria, con possibili tensioni rispetto ai principi di proporzionalità, ragionevolezza e *ne bis in idem*.

Alle criticità connesse ai profili sostanziali del regime sanzionatorio sopra richiamati si affianca l'esigenza di un possibile ripensamento della funzione sanzionatoria delle Autorità di vigilanza. In tale prospettiva, potrebbe risultare opportuno affiancare al tradizionale paradigma punitivo-afflittivo modelli maggiormente orientati a valorizzare la funzione preventiva della sanzione e a incentivare forme di collaborazione del privato, anche ai fini della rimozione o attenuazione delle conseguenze antigiuridiche della condotta, in un'ottica di più efficace tutela degli interessi protetti, come avviene da tempo in altri paesi europei.

La delega (art. 1, comma 1, lett. a) della Legge 5 marzo 2024, n. 21) conferita al Governo era finalizzata a fornire una risposta alle esigenze e alle criticità sopra richiamate. In particolare, i principi e criteri direttivi prevedevano: (i) l'intervento sulle condotte illecite e sui relativi trattamenti sanzionatori, anche in base alla loro rilevanza e alla eventuale reiterazione, nonché la distinzione tra ambito penale e amministrativo secondo il criterio di offensività; (ii) l'individuazione dei casi di applicazione del principio del *ne bis in idem* e delle ipotesi di retroattività della *lex mitior* in materia di sanzioni amministrative; (iii) la revisione delle procedure sanzionatorie, con la previsione di strumenti di definizione anticipata o alternativa dei procedimenti amministrativi; (iv) la ridefinizione delle competenze giurisdizionali e del rito applicabile ai ricorsi; (v) l'adeguamento alle garanzie individuate dalla giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea in materia di abusi di mercato; (vi) l'introduzione di sanzioni alternative, nonché la revisione della disciplina delle sanzioni interdittive e degli istituti della confisca e del sequestro, anche mediante eventuali interventi soppressivi.

Lo schema di decreto legislativo adottato dal Governo, pur introducendo innovazioni di rilievo, non incide sui nodi strutturali dell'apparato sanzionatorio sostanziale, connessi in particolare all'indeterminatezza delle fattispecie, all'elevata afflittività delle sanzioni e agli effetti problematici derivanti dal doppio binario penale e amministrativo. Tali profili appaiono, pertanto, solo parzialmente affrontati, con conseguente incompleta attuazione dei criteri di delega relativi alla dimensione sostanziale del sistema.

In questa prospettiva, la mancata piena attuazione della delega sui profili sostanziali rischia di lasciare irrisolte criticità rilevanti, che ricadono sulla certezza del diritto e sulla prevedibilità delle conseguenze sanzionatorie, con possibili riflessi sull'efficienza complessiva del sistema e sulla competitività dell'ordinamento.

Si ritiene, tuttavia, che le innovazioni introdotte dal decreto meritino di essere evidenziate e valorizzate per la significativa portata modernizzatrice, in particolare il riordino e la razionalizzazione degli strumenti alternativi alle pene pecuniarie, l'introduzione del nuovo istituto di applicazione della sanzione concordata (*settlement*), la previsione di un principio di rilevanza delle sanzioni che consente alla Consob di non avviare il procedimento sanzionatorio per questioni non rilevante entità, nonché le maggiori garanzie che assistono il procedimento stesso. Sono sicuramente da apprezzare gli sforzi compiuti dal Governo in questa direzione e si invita il Governo a valutare la possibilità di compiere passi più significativi per una piena attuazione della delega, attraverso l'introduzione di ulteriori meccanismi di conciliazione e/o transazione delle contestazioni dell'Autorità, finalizzati alla definizione delle stesse in assenza di un accertamento formale delle violazioni. Questi meccanismi hanno già dato ottima prova in alcuni ordinamenti europei e hanno una reale

portata deflattiva del contenzioso di cui beneficerebbe l'intero sistema Giustizia, in quanto consentono di pervenire a una chiusura anticipata e consensuale del procedimento sanzionatorio mediante il pagamento di una somma, evitando l'adozione di un provvedimento formale e i relativi effetti reputazionali.

Nel documento che Assonime produce in questa sede vengono prospettate alcune osservazioni alle misure introdotte dallo schema di decreto legislativo, con l'auspicio di un ulteriore rafforzamento della riforma, nella direzione indicata dal legislatore delegante e nello spirito di semplificazione e competitività dell'ordinamento rappresentato dalla proposta del Governo.

2. Gli interventi sulla disciplina delle sanzioni amministrative

La legge delega attribuisce al Governo, tra gli altri, il compito di individuare, selezionare, determinare e coordinare le condotte illecite e i relativi trattamenti sanzionatori, anche in funzione della loro rilevanza e dell'eventuale reiterazione, nonché di distinguere l'ambito delle sanzioni amministrative e penali sulla base del criterio di offensività. Tuttavia, lo schema di decreto legislativo si limita a dare un'attuazione solo parziale a tali criteri, senza incidere in modo sistematico sui profili più critici. In tale contesto, risultano comunque apprezzabili alcune disposizioni che, in linea con i principi della delega, mirano a favorire un regime sanzionatorio più graduato in relazione alla concreta gravità e offensività delle condotte, nonché a promuovere un più ampio ricorso a sanzioni amministrative diverse da quelle pecuniarie.

1. In questa direzione si colloca, in primo luogo, la **introduzione del principio generale di "rilevanza della violazione"**, destinato a orientare sia l'attività di vigilanza dell'Autorità sia l'applicazione delle sanzioni. In particolare, il nuovo articolo 194-bis prevede che le sanzioni amministrative stabilite dal TUF possano essere applicate solo in presenza di violazioni aventi carattere rilevante, da determinarsi sulla base di criteri definiti con regolamento dalla Banca d'Italia e dalla Consob. Tali criteri attengono, in particolare: (i) all'incidenza della condotta sull'organizzazione e sui rischi aziendali; (ii) al carattere sistematico o diffuso delle violazioni; (iii) alla rilevanza del pericolo per la tutela degli investitori; (iv) all'impatto della condotta sulla trasparenza e sull'integrità dei mercati dei capitali e del controllo societario; (v) all'entità del profitto conseguito o del pregiudizio arrecato; (vi) all'incidenza della condotta sul tempestivo esercizio delle funzioni di vigilanza da parte delle Autorità.

Si tratta di un principio di particolare rilievo, in quanto idoneo a favorire un sistema sanzionatorio maggiormente coerente con il criterio di offensività della condotta,

consentendo all'Autorità di concentrare la propria azione sui soli illeciti che incidano in modo significativo sugli interessi tutelati, evitando l'avvio di procedimenti per violazioni di scarsa rilevanza. Tuttavia, occorre osservare come i criteri di valutazione individuati dalla disposizione – in alcuni casi connotati da un apprezzabile margine di indeterminatezza (quale, ad esempio, la valutazione della rilevanza del pericolo) – unitamente alla previsione secondo cui devono considerarsi in ogni caso rilevanti le violazioni punite con una sanzione il cui minimo edittale superi i 10.000 euro, rischiano di ridurre significativamente l'ambito applicativo dell'istituto, attenuandone gli effetti positivi.

Commento e proposta

Potrebbe risultare maggiormente coerente con le finalità della delega evitare l'introduzione di soglie rigide di punibilità attribuendo all'Autorità un ampio margine di discrezionalità nella valutazione della rilevanza delle condotte. Una simile soluzione si porrebbe in linea con l'evoluzione della funzione di vigilanza sottesa allo schema di decreto (su cui si rinvia ai paragrafi successivi), orientata al superamento di una logica meramente punitiva in favore di modelli più efficaci e tempestivi di ripristino del corretto funzionamento del mercato.

2. Un'ulteriore misura da valutare positivamente, nella prospettiva di una risposta sanzionatoria maggiormente calibrata sulle specificità del caso concreto, è rappresentata dalla **estensione a tutti gli illeciti della facoltà della Consob di applicare l'ordine di eliminare le infrazioni e la dichiarazione pubblica**, in via alternativa o cumulativa rispetto alle sanzioni pecuniarie. Tali strumenti risultano attualmente limitati a specifiche fattispecie connotate da ridotta offensività o pericolosità – e, nel caso della dichiarazione pubblica, anche a violazioni già cessate – mentre, con l'introduzione del nuovo articolo 194-bis.1, ne viene generalizzata l'applicazione a tutti gli illeciti. Ciò favorisce l'adozione di risposte sanzionatorie più proporzionate e modulabili.

Nella medesima direzione di semplificazione procedurale e di rafforzamento del principio di proporzionalità si colloca, inoltre, l'introduzione del principio generale di cui all'art. 195.1 TUF, che consente la **instaurazione di un unico procedimento sanzionatorio e l'applicazione della sanzione prevista per la violazione più grave** per le ipotesi di concorso formale di illeciti e di continuazione. Il primo ricorre quando il medesimo soggetto, con un'unica azione, viola più disposizioni; il secondo quando, mediante una pluralità di azioni od omissioni esecutive di un medesimo disegno unitario, vengono commesse più violazioni della stessa o di diverse disposizioni. In entrambe le ipotesi, la nuova disciplina prevede l'instaurazione di un unico procedimento e l'applicazione della sanzione prevista per la violazione più grave, suscettibile di aumento fino al triplo. La regola del cumulo

giuridico risulta, in realtà, già applicabile in via generale ai sensi dell'art. 8, comma 1, della legge n. 689/1981.

Commento e proposta

Appare condivisibile l'intento di razionalizzazione perseguito dal Governo, volto da un lato a rafforzare la proporzionalità della sanzione per tutti gli illeciti e, dall'altro, a ricondurre la disciplina nell'ambito del TUF mediante la definizione di principi generali espressamente applicabili a tutte le fattispecie, superando così il ricorso a fonti esterne per colmare eventuali lacune del sistema.

3. Fattispecie e trattamenti sanzionatori: i nodi irrisolti

Come già evidenziato nelle considerazioni introduttive, i criteri individuati dalla lettera a) della legge delega risultano sostanzialmente inattuati proprio con riferimento ai profili centrali di una riforma del sistema sanzionatorio. Tale mancata attuazione incide sugli aspetti essenziali per assicurare una tutela del mercato al contempo effettiva ed efficace, senza comprometterne la competitività.

Lo schema di decreto lascia, in primo luogo, invariati i limiti edittali delle sanzioni, continuando così a conferire al sistema sanzionatorio amministrativo in materia di mercato mobiliare una natura sostanzialmente penale, secondo i criteri stabiliti dalla Corte di giustizia dell'Unione europea a partire dal noto caso *Engel*². Si tratta, infatti, di sanzioni formalmente qualificate come amministrative, ma connotate da un livello di afflittività tale da ricondurle, sul piano sostanziale, alla materia penale. Ne deriva che esse dovrebbero essere assistite da un adeguato statuto di garanzie, volto ad assicurare, in primo luogo, il rispetto del principio di proporzionalità, quale diritto fondamentale riconosciuto anche a livello costituzionale.

Sebbene siano apprezzabili gli interventi compiuti in questa direzione – in particolare l'eliminazione dell'automatismo nell'applicazione delle sanzioni interdittive per i reati di abuso di mercato, ora rimessa alla valutazione discrezionale dell'Autorità ai sensi del nuovo articolo 187quater TUF, nonché la limitazione della confisca a una somma pari al profitto dell'illecito³ – il quadro sanzionatorio continua a presentare profili di significativa severità, che appaiono, in alcuni casi, non pienamente allineati con le soluzioni adottate in altri ordinamenti europei. A ciò si aggiunge l'ampiezza dei limiti edittali minimi e massimi, che

² V. C. Eur. Dir. Uomo, 8 giugno 1976, ricorso n. 5100/1 *Engel* e a. c. Paesi Bassi.

³ V. modifica all'articolo 187 sexies che ha dato attuazione ai principi espressi dalla sentenza della Corte Costituzionale, n. 112 del 2019, senza tuttavia valutare l'opportunità di eliminare la confisca obbligatoria per alcune fattispecie, come previsto dalla lettera g) della legge delega.

determina una marcata latitudine nella commisurazione della sanzione, contribuendo ad accrescere il grado di indeterminatezza della risposta punitiva e a ridurne la prevedibilità ex ante.

In particolare, con riferimento agli illeciti di insider trading e di manipolazione del mercato, sia sul versante penale sia su quello formalmente amministrativo, il sistema prevede sanzioni pecuniarie di elevatissima entità: il massimo edittale raggiunge, rispettivamente, i 3 e i 5 milioni di euro⁴, con la possibilità di incremento fino al triplo o fino a dieci volte il prodotto o il profitto conseguito, qualora tali importi risultino inadeguati anche se applicati nel massimo. A tali sanzioni si affiancano misure interdittive dagli effetti particolarmente incisivi – sebbene ora rimesse alla valutazione discrezionale della Consob – nonché la confisca del profitto, ancorché limitata al prodotto dell'illecito. Sul piano penale, inoltre, è prevista la pena detentiva da due a dodici anni, collocandosi così tra le più elevate nell'ambito del diritto penale dell'economia, cui si aggiunge la possibilità per la Consob di costituirsi parte civile per il risarcimento dei danni. Un simile assetto sanzionatorio, considerato nel suo complesso, appare difficilmente conciliabile con il principio di proporzionalità, che la riforma intende perseguire.

Un'efficace funzione di contrasto degli illeciti non si esaurisce nella sola severità della sanzione, ma presuppone la chiarezza e la determinatezza delle condotte vietate. In tale prospettiva, la diffusa tecnica del rinvio a fonti primarie e secondarie – spesso connotate da elementi qualitativi o valutativi quali, ad esempio, gli obiettivi delle politiche di remunerazione o la *price sensitivity* delle informazioni privilegiate – rende particolarmente complessa la ricostruzione del precetto normativo e impedisce di cogliere con immediatezza i contenuti delle condotte vietate. Ciò finisce per incidere negativamente anche sulla funzione di deterrenza della sanzione.

Commento e proposta

Si rende necessario un più incisivo intervento riformatore, già consentito dai criteri di delega, volto a rideterminare le fattispecie di illecito che oggi non sono coerenti con i principi di tassatività e determinatezza, attraverso una loro riscrittura autonoma, chiara e definitiva, nonché svincolata da rinvii a disposizioni nazionali, primarie o secondarie, o a fonti europee.

In via meramente esemplificativa, un simile intervento appare quanto meno opportuno con riguardo alle seguenti fattispecie: offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita di prodotti finanziari e ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (art. 191 TUF); informazioni

⁴ Che può essere aumentata fino a sei milioni di euro se il fatto è commesso mediante l'impiego di sistemi di intelligenza artificiale.

sul governo societario, politiche di remunerazione e compensi corrisposti (art. 192-bis TUF); operazioni con parti correlate (art. 192-quinquies TUF); informazione societaria e doveri dei sindaci, dei revisori legali e delle società di revisione (art. 193 TUF); abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato (artt. 187-bis, 187-ter e 187-ter.1 TUF).

4. Eliminazione dei casi di bis in idem per gli abusi di mercato: un criterio inattuato

La legge delega (lettera b dell'articolo 1) richiede espressamente di *"individuare i casi di applicazione del principio del ne bis in idem ai fini della più adeguata valorizzazione di tale principio"*. Lo schema di decreto non prevede, tuttavia, alcun intervento in tal senso per adeguare al principio la disciplina degli abusi di mercato.

In via preliminare, va osservato che la previsione di un duplice procedimento e di una duplice sanzione, penale e amministrativa, non è di per sé incompatibile con il diritto dell'Unione europea. Il c.d. doppio binario è infatti consentito sia dal Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR), che riconosce agli Stati membri la facoltà di prevedere congiuntamente sanzioni penali e amministrative, sia dalla direttiva 2014/57/UE (MAD II), la quale richiede tuttavia che l'applicazione di tali sanzioni non comporti una violazione del principio del *ne bis in idem*.

Secondo la giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea tale principio⁵ non risulta violato qualora: (i) il cumulo sanzionatorio sia fondato su una base legale chiara e precisa, idonea a consentire al destinatario di prevedere i casi di possibili duplicazioni dei procedimenti e delle sanzioni; (ii) il doppio binario persegua finalità complementari, riferite a profili differenti della medesima condotta; (iii) il trattamento sanzionatorio complessivo rispetti il principio di proporzionalità in rapporto alla gravità dell'illecito. In termini analoghi, la Corte europea dei diritti dell'uomo richiede, ai fini della compatibilità con il *ne bis in idem*, un adeguato bilanciamento tra l'interesse pubblico perseguito e il sacrificio imposto al singolo.

Al fine di assicurare il rispetto di tali principi, le principali opzioni percorribili sono: (i) la differenziazione delle fattispecie, mediante la configurazione di illeciti distinti per l'ambito penale e amministrativo; (ii) l'introduzione di meccanismi che consentano l'applicazione della sola sanzione più grave, con assorbimento di quella meno severa.

⁵ Sancito dall'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'unione europea e dall'articolo 4 Protocollo 7 della Convenzione EDU.

In sede di adeguamento della disciplina nazionale alla direttiva MAD e al Regolamento MAR in materia di abusi di mercato, il legislatore italiano ha optato per il mantenimento del doppio binario sanzionatorio, consentendo l'instaurazione parallela del procedimento amministrativo e di quello penale anche in presenza di fattispecie sostanzialmente equivalenti. A tale scelta si è accompagnata la previsione secondo cui ciascuna autorità – Consob e autorità giudiziaria – è tenuta a tener conto, in sede di irrogazione della sanzione, di quella eventualmente già applicata all'esito del procedimento conclusosi per primo⁶.

Tale meccanismo, tuttavia, non individua criteri idonei a orientare la valutazione di adeguatezza della sanzione complessiva, né tiene conto in modo espresso dell'incidenza di misure quali le sanzioni interdittive o la confisca. Ne deriva che la determinazione finale del trattamento sanzionatorio risulta affidata, in larga misura, a fattori contingenti – quali la diversa durata dei procedimenti – e alla discrezionalità delle autorità coinvolte, con evidenti ricadute negative in termini di certezza e prevedibilità. Inoltre, la soluzione adottata non considera che il principio del *ne bis in idem* tutela non solo rispetto alla duplicazione delle sanzioni, ma anche rispetto alla reiterazione del procedimento per il medesimo fatto.

Sotto altro profilo, tale assetto determina un impiego non ottimale delle risorse e rilevanti diseconomie processuali, in quanto consente lo svolgimento parallelo di due procedimenti, uno dei quali – frequentemente quello penale, in ragione della maggiore durata – può concludersi senza l'applicazione di ulteriori sanzioni, essendo già intervenuta una risposta all'esito dell'altro procedimento. Ne derivano effetti negativi anche sull'efficienza complessiva del sistema giudiziario.

La legge delega offre l'opportunità di una complessiva revisione del sistema e appaiono ormai maturi i tempi per un superamento del modello di enforcement fondato sul doppio binario. Tale modello risulta, peraltro, già oggetto di ripensamento in altri ordinamenti europei: la Francia ha introdotto forme di coordinamento tra l'*Autorité des marchés financiers* e la Procura prima dell'esercizio dell'azione penale, mentre la Spagna ha optato per una differenziazione delle fattispecie. Quest'ultimo approccio appare particolarmente efficace e maggiormente compatibile con le caratteristiche del nostro ordinamento, nel quale vige il principio di obbligatorietà dell'azione penale.

⁶ V. articolo 187 terdecies TUF modificato dal D.lgs 10 agosto 2018, n. 107.

Commento e proposta

È auspicabile l'attuazione della delega relativamente alla valorizzazione del principio del ne bis in idem. In tale prospettiva, si chiede al Governo di valutare l'opportunità di ridisegnare la disciplina degli abusi di mercato attraverso la costruzione di fattispecie di illecito differenziate in base al grado di offensività, superando così il meccanismo del doppio binario sanzionatorio cumulativo. Una simile soluzione, oltre a risultare coerente con i principi del ne bis in idem sostanziale, affermati a livello sovranazionale, e a favorire un più efficiente funzionamento del sistema giudiziario, non comporterebbe alcun indebolimento della tutela del mercato, atteso che le condotte meno gravi resterebbero comunque assoggettate a sanzioni effettive, ancorché formalmente qualificate come amministrative. Anzi la maggiore chiarezza delle fattispecie e della risposta sanzionatoria contribuirebbe a rafforzare il profilo di deterrenza della sanzione.

5. Le nuove garanzie del procedimento sanzionatorio

Lo schema di decreto interviene in modo organico sulla disciplina del procedimento sanzionatorio, estendendone l'ambito applicativo a tutte le sanzioni previste dal TUF irrogabili dalla Banca d'Italia e dalla Consob. Al contempo, introduce misure volte ad assicurare una maggiore certezza dei tempi del procedimento e a rafforzare le garanzie riconosciute all'interessato.

In particolare, le nuove disposizioni (art. 195 TUF): (i) chiariscono che, ai fini della decorrenza del termine per la contestazione dell'addebito (entro centottanta giorni dall'accertamento ovvero entro trecentosessanta giorni se l'interessato risiede o ha la sede all'estero), l'accertamento si considera raggiunto nel momento in cui emergono elementi sufficienti a formulare la contestazione; (ii) sanciscono espressamente che il procedimento è regolato dai principi del contraddittorio, della piena conoscenza degli atti, della parità delle armi istruttorie, della sollecita verbalizzazione, nonché della separazione tra funzioni istruttorie e decisorie; (iii) riconoscono all'interessato la facoltà di accedere agli atti, presentare deduzioni, indicare elementi di prova nella fase istruttoria e richiedere un'audizione personale, anche nella fase decisoria; (iv) attribuiscono alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo le controversie relative all'impugnazione dei provvedimenti sanzionatori, in linea con quanto previsto per le altre Autorità indipendenti.

Commento

Si condivide pienamente il complesso di tali disposizioni, che appare coerente con i criteri di delega e in linea con i principi del giusto procedimento e del fair trial, contribuendo a rafforzare le garanzie dell'interessato e l'effettività del sistema sanzionatorio.

6. Gli strumenti di chiusura preventiva o alternativa del procedimento e il nuovo strumento del *settlement*

1. Lo schema di decreto interviene sulla **disciplina degli impegni** prevista dall'articolo 196-ter TUF, con il condivisibile obiettivo di estenderne l'ambito di applicazione agli illeciti di competenza della Banca d'Italia e di semplificarne il funzionamento procedurale.

L'istituto degli impegni costituisce un meccanismo di definizione alternativa del procedimento sanzionatorio ordinario – introdotto inizialmente, per le violazioni di competenza della Consob, dalla legge 5 marzo 2024, n. 21 – mediante il quale il soggetto destinatario della contestazione può presentare, entro trenta giorni dalla notifica degli addebiti, impegni idonei a rimuovere i profili di lesione degli interessi degli investitori e del mercato. L'Autorità può accogliere tali impegni con una decisione unilaterale, determinando la chiusura del procedimento senza accertamento dell'infrazione né irrogazione della sanzione, ferma restando la possibilità di riapertura del procedimento al ricorrere di specifiche condizioni.

Si tratta di un istituto di particolare rilievo, sia per le imprese sia per l'Autorità, in quanto espressione di una significativa evoluzione della funzione sanzionatoria. Esso segna il passaggio da un modello punitivo-afflittivo, incentrato sull'accertamento formale dell'illecito e sull'irrogazione della sanzione con finalità deterrenti, a un modello maggiormente orientato alla rimozione degli effetti antigiusuridici della condotta e alla tutela sostanziale dell'interesse pubblico al corretto funzionamento del mercato, attraverso forme di collaborazione del privato incentivate dalla possibilità di una rapida definizione del procedimento senza applicazione di sanzioni.

In tale contesto, l'Autorità non è chiamata ad accertare l'infrazione, ma a valutare e monitorare l'adeguatezza e l'attuazione degli impegni assunti. Ciò consente una più rapida definizione dei procedimenti, un impiego più efficiente delle risorse e una riduzione del contenzioso, anche in ragione della natura consensuale del meccanismo. Per le imprese coinvolte, l'istituto presenta evidenti vantaggi, sia sul piano reputazionale sia su quello economico. Le decisioni con impegni consentono, inoltre, di conseguire risultati più immediati e concreti rispetto agli strumenti sanzionatori tradizionali, favorendo da un lato l'adozione di comportamenti virtuosi nel mercato di riferimento e, dall'altro, un'applicazione più aderente al caso concreto delle disposizioni normative. Dalla sua introduzione ad oggi, la prassi ha evidenziato un significativo ricorso allo strumento, con 21 proposte presentate, di cui 16 accolte, producendo effetti complessivamente positivi per il sistema di enforcement a tutela del mercato.

Risultano, pertanto, condivisibili le modifiche introdotte dallo schema di decreto legislativo, volte a semplificare il procedimento e a ridurre ulteriormente i tempi e le occasioni di contenzioso. In particolare, appare apprezzabile sia l'eliminazione della fase di consultazione degli operatori di mercato, sia la previsione che vincola il proponente a impugnare il provvedimento di rigetto esclusivamente unitamente al provvedimento sanzionatorio, nonché a rinunciare all'impugnazione del provvedimento di accoglimento degli impegni.

Commento e proposta

Alla luce dell'efficacia e dei benefici che l'istituto degli impegni ha già dimostrato nella prassi, dovrebbe valutarsi l'opportunità di estenderne l'ambito applicativo anche a una fase antecedente all'avvio formale del procedimento sanzionatorio, attribuendo alla Consob la facoltà di esaminare impegni presentati già nella fase preistruttoria, precedente alla notifica della contestazione degli addebiti. In tale fase, infatti, l'Autorità – nell'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza e dei penetranti poteri istruttori ad essa riconosciuti (quali ispezioni, acquisizione documentale, richieste informative, audizioni e altri strumenti investigativi) – dispone, di regola, degli elementi necessari per valutare la sussistenza di un'irregolarità sanzionabile, avendo di fatto già accertato l'infrazione. È proprio da tale momento che decorrono i termini per la contestazione degli addebiti.

L'anticipazione della possibilità di presentare impegni alla fase preistruttoria potrebbe determinare un duplice effetto positivo: da un lato, favorirebbe la collaborazione del privato già nella fase di vigilanza, agevolando l'accertamento di fattispecie complesse (in particolare nei casi di condotte omissive o di abusi di mercato); dall'altro, consentirebbe una più tempestiva ed efficace rimozione degli effetti della condotta, contribuendo al rapido ripristino delle condizioni di corretto funzionamento del mercato. Inoltre, l'eventuale accoglimento degli impegni in tale fase permetterebbe di evitare l'avvio del procedimento sanzionatorio, con evidenti benefici in termini reputazionali per le imprese e di economia procedimentale per l'Autorità.

Una simile soluzione risulterebbe coerente con i principi della legge delega, che prevedono la possibilità di favorire il ricorso non solo a strumenti di definizione alternativa, ma anche preventiva dei procedimenti sanzionatori amministrativi. Essa troverebbe, peraltro, un precedente significativo nell'ordinamento settoriale, essendo stata recentemente introdotta nel Codice delle assicurazioni private (art. 188-bis), che attribuisce all'IVASS – nel rispetto dei principi eurounitari e del contraddittorio – la facoltà di accettare impegni idonei a far venir meno i profili di violazione, con conseguente mancato avvio del procedimento sanzionatorio.

In tale prospettiva, potrebbe dunque valutarsi l'introduzione di una disciplina analoga anche per le violazioni del TUF di competenza della Consob.

2. Un'ulteriore novità di rilievo introdotta dallo schema di decreto riguarda l'istituto dell'**applicazione concordata delle sanzioni**. Si tratta di uno strumento che consente all'interessato di presentare – entro trenta giorni dalla contestazione degli addebiti ovvero dal rigetto degli impegni – un'istanza finalizzata alla definizione concordata della sanzione. Qualora la richiesta sia ritenuta ammissibile, anche alla luce dei precedenti dell'interessato e all'esito dell'interlocuzione con l'Autorità, quest'ultimo può formulare una proposta contenente l'indicazione della tipologia di sanzioni, della loro entità e durata, nonché di eventuali misure di adeguamento. Contestualmente, può essere avanzata richiesta di pagamento rateale della sanzione pecuniaria. Quest'ultima è determinata entro un intervallo compreso tra il minimo e il massimo edittale, entrambi ridotti di un quinto.

In caso di mancato o inesatto adempimento degli obblighi derivanti dal provvedimento di applicazione concordata – il cui rispetto è oggetto di verifica da parte della Banca d'Italia e della Consob nell'esercizio dei rispettivi poteri di vigilanza ai sensi dell'articolo 196 *sexies* – l'Autorità applica la sanzione amministrativa pecuniaria prevista per la violazione originariamente contestata, aumentata fino a un terzo, nel rispetto dei limiti edittali massimi. Le sanzioni così applicate rilevano, per un periodo di cinque anni, quali precedenti in materia bancaria o finanziaria.

Commento e proposta

Si tratta di una misura pienamente condivisibile, che contribuisce ad allineare l'ordinamento nazionale alle migliori prassi internazionali, favorendo modelli di vigilanza improntati alla collaborazione tra Autorità e soggetti vigilati. L'istituto consente, infatti, una maggiore modulazione della risposta sanzionatoria in funzione delle caratteristiche del soggetto e delle condotte riparatorie poste in essere, nonché una riduzione dei tempi procedurali e del contenzioso, con effetti positivi anche in termini di efficienza complessiva del sistema e competitività del mercato.

Al contempo, appare opportuno che l'applicazione dell'istituto sia accompagnata da criteri chiari e trasparenti, al fine di evitare possibili profili di disomogeneità applicativa o di disparità di trattamento tra i destinatari. In particolare, potrebbe risultare utile una più puntuale definizione dei presupposti di ammissibilità e dei parametri di determinazione della sanzione concordata, così da rafforzare la prevedibilità dell'esito del procedimento e la coerenza complessiva del sistema.

Lo schema di decreto da' corso unicamente alla "previsione di meccanismi di applicazione concordata della sanzione" di cui all'art. 19-bis della delega. Appare invece auspicabile una piena attuazione della delega, attraverso l'introduzione di strumenti più incisivi, sia in termini di effettivo alleggerimento del contenzioso sia sotto il profilo della semplificazione procedurale. In questa prospettiva, si invita a valutare l'introduzione di ulteriori meccanismi di conciliazione e/o transazione delle contestazioni dell'Autorità, idonei a produrre un impatto più significativo in quanto finalizzati alla definizione delle stesse in assenza di un accertamento formale delle violazioni. Esperienze in tal senso sono già riscontrabili in alcuni ordinamenti europei — quali Germania, Belgio e Bulgaria — nonché negli Stati Uniti e in altri sistemi di common law. Si tratta di strumenti di recente introduzione che consentono di pervenire a una chiusura anticipata e consensuale del procedimento sanzionatorio mediante il pagamento di una somma, evitando l'adozione di un provvedimento formale e i relativi effetti reputazionali.