

ATTUALITÀ

La riforma del sistema sanzionatorio del TUF

Riflessioni su alcuni possibili miglioramenti

18 Agosto 2026

Salvatore Providenti, Partner, Carbonetti e Associati



Salvatore Providenti, Partner, Carbonetti e Associati

> Salvatore Providenti

Salvatore Providenti ha una consolidata e riconosciuta esperienza nei settori del diritto societario, degli intermediari e dei mercati finanziari e del diritto bancario, in incarichi di contenzioso e di consulenza. È iscritto all'Ordine degli Avvocati di Roma e abilitato al patrocinio presso le Giurisdizioni Superiori e Professore a contratto Diritto dei mercati finanziari presso la LUISS - Guido Carli, facoltà di Giurisprudenza. Già Responsabile della Consulenza Legale della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob).

1. Cosa c'è nella riforma: riforme attese e possibili miglioramenti

All'interno dello schema di attuazione della delega di riforma organica del sistema sanzionatorio (di 7 articoli) del TUF sono presenti alcune delle principali riforme a cui il legislatore delegante puntava quando, con la legge 11 marzo 2025, ha inserito nella legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. legge capitali) l'art. 19-bis; nello stesso tempo, mancano alcune di tali riforme (principalmente in materia penale e di "più adeguata valorizzazione" del principio *ne bis in idem*), rinviate ad un testo ulteriore che, pare, sia in fase di avanzata elaborazione, ed, inoltre, non è stato ancora realizzato l'intervento di coordinamento della materia tra varie discipline di settori contigui (coordinamento tra TUF e TUB, codice delle assicurazioni private, d.lgs. 252/2005, in materia di previdenza, legge 262/2005, d.lgs. 39/2010, in materia di revisione contabile, e d.lgs. 231/2007, in materia di anticiclaggio) previsto dalla lett. i) dello stesso art. 19-bis (come del resto chiarito nella stessa relazione illustrativa).

Il presente articolo si sofferma su alcuni dei principali interventi presenti nello Schema, ipotizzando possibili miglioramenti e scelte di maggior coraggio, che potrebbero essere compiute in vista dell'approvazione definitiva. In tale ambito ci si sofferma specialmente sugli interventi - diversi da quelli più noti (l'introduzione di nuovi strumenti deflattivi del contenzioso o lo spostamento della giurisdizione sulle sanzioni TUF al Tar Lombardia) - di cui si è parlato meno ma che assumono anch'essi grande rilievo.

Le ipotesi di modifica effettuate in questa sede rimangono valide, anche alla luce del Parere delle Commissioni Riunite Giustizia e Finanze del Senato appena emesso, rispetto alle quali sono coerenti anche se talvolta integrative.

2. La generalizzazione del presupposto del carattere rilevante delle violazioni

La riforma sancisce, con il nuovo art. 194-bis.01 ed in attuazione della lett. a) della delega di cui all'art. 19-bis, un principio di fondo di carattere generale che sia la Consob che la Banca d'Italia dovranno seguire in sede di applicazione delle sanzioni previste dal TUF: la condizione del carattere rilevante della violazione. È contestualmente abrogato per coordinamento il previgente più limitato art. 194-sexies, che aveva in effetti ricevuto ben poca attuazione.

Tale carattere rilevante dovrà essere definito dalle due autorità con regolamenti da emanarsi entro 9 mesi dall'entrata in vigore, sulla base di alcuni criteri *"anche fra loro alternativi"* (incidenza della condotta sulla complessiva organizzazione e sui profili di rischio aziendali; carattere sistematico o diffuso delle violazioni; significatività del pericolo per la tutela degli investitori, della sana e prudente gestione dell'impresa o della stabilità finanziaria; incidenza sul tempestivo esercizio delle funzioni di vigilanza o mancata ottemperanza a specifiche prescrizioni provenienti dall'Autorità di vigilanza competente; significatività del profitto conseguente alla violazione o del pregiudizio causato purché determinabile; incidenza della condotta sulla trasparenza o l'integrità dei mercati dei capitali e del controllo societario). La riforma però esclude dall'applicazione del principio le violazioni per cui è prevista nel TUF una sanzione minima superiore a € 10.000, che non sono molte, ma comprendono, ad esempio, quelle di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione (artt. 187-bis e 187-ter TUF), che prevedono una sanzione minima di 20.000 euro (ma non quelle, sempre attuative della disciplina del regolamento UE sugli abusi di mercato - MAR - relative a tempistica e contenuti dei comunicati stampa "price sensitive", dove invece la sanzione minima è di 5.000 euro).

Si ricorda che un intervento simile era già stato fatto a partire dal 2015 per alcune delle violazioni previste dal Testo Unico Bancario (TUB), essenzialmente in materia di trasparenza e correttezza nei rapporti con la clientela e, in modo diverso ma analogo, di antiriciclaggio, con l'inserimento dell'art. 144, comma 8¹, e con la conseguente attuazione nell'ambito del provvedimento che disciplina la procedura sanzionatoria Banca d'Italia (Provvedimento 18 dicembre 2012 *"Disposizioni di vigilanza in materia di sanzioni e procedura sanzionatoria amministrativa"* e successive modifiche), che indica criteri guida in parte simili a quelli previsti dal nuovo articolo del TUF², nel quale sono presenti anche criteri maggiormente atti-

¹ Secondo cui, nel testo modificato da ultimo nel 2024, *"Le sanzioni previste dai commi 1, lettere b), c), d), e), e-bis ed e-ter e 4 si applicano quando le infrazioni rivestono carattere rilevante, secondo i criteri definiti dalla Banca d'Italia, con provvedimento di carattere generale, tenuto conto dell'incidenza delle condotte sulla complessiva organizzazione e sui profili di rischio aziendali"*.

² Si vedano, in particolare, i criteri indicati per le violazioni relative alla trasparenza delle condizioni contrattuali e alla correttezza dei rapporti con i clienti: idoneità a determinare significativi rischi legali o reputazionali; carattere diffuso o sistematico in relazione all'articolazione territoriale o all'operatività dell'intermediario; mancata ottemperanza a richiami o indicazioni dell'Autorità di Vigilanza; inadeguatezza dei presidi organizzativi e di controllo adottati dall'intermediario ad assicurare il rispetto della normativa in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari e correttezza delle relazioni con la clientela. Banca d'Italia, Provvedimento 18 dicembre

nenti alle materia dell'intermediazione finanziaria, come *"significatività del profitto o del pregiudizio"* ed *"incidenza sulla trasparenza e integrità dei mercati di capitali e del controllo societario"*.

3. Applicabilità della *lex mitior e favor rei*

Un'ulteriore riforma molto attesa è quella della generalizzazione del principio della retroattività della legge più favorevole, o *favor rei*, attuativa della lettera b) della delega di cui all'articolo 19 bis.

Al riguardo, il nuovo art. 195.1, commi 1 e 2, si muove con precisione sartoriale tra i limiti che all'istituto sono stati posti dalle sentenze della Corte Costituzionale, operando una misurata estensione rispetto al diritto vivente. In sostanza, ci si è limitati a poco più di un recepimento degli orientamenti giurisprudenziali già consolidati.

Infatti, confermando il punto a cui era già arrivata la Corte, con la sentenza n. 63/2019, riconoscendo la natura *"penale"* delle sanzioni, viene reso esplicitamente applicabile un *favor rei* quasi integrale (riguardante sia la fattispecie, che il trattamento sanzionatorio) alle violazioni più gravi in materia di abusi di mercato (quelle per abuso di informazione privilegiata - in tutte le diverse forme di insider trading, comunicazione e raccomandazione/induzione - e manipolazione, di cui agli artt. 187-bis, 187-ter e 187-quater del TUF), lasciando però fuori il caso in cui la sanzione sia già definitiva (in quanto non impugnata o confermata da sentenza passata in giudicato).

Una estensione rispetto allo stato della giurisprudenza è operata per le altre violazioni sanzionate dal TUF (quelle per le quali i giudici non sono ancora arrivati a riconoscere la natura *"penale"*), come, ad esempio, quelle in materia di MIFID, offerte al pubblico, informazione societaria, governance, operazioni con parti correlate, comunicati price sensitive, dove il *favor rei* viene introdotto *ex novo*, anche se solo per il trattamento sanzionatorio e non per la fattispecie. È infatti previsto (art. 195.1, comma 2, secondo periodo) che *"Resta fermo che l'individuazione della violazione avviene sulla base delle disposizioni ... e relative disposizioni di attuazione vigenti al momento della commissione dell'illecito"*.

2012, *"Disposizioni di vigilanza in materia di sanzioni e procedura sanzionatoria amministrativa"*, Sezione II, par. 1.1 (Accertamento delle violazioni).

Si tratta comunque di una significativa innovazione, anche se la soluzione adottata potrebbe dar luogo al rischio che, mentre nel caso in cui la *lex superveniens* mantenga l'illecito con trattamento più mite si applicherà la sanzione più lieve, in caso di completa abrogazione dell'illecito si applicherà la sanzione pregressa, vigente al momento del compimento dell'illecito, il che può dar luogo a situazioni di ingiustizia sostanziale.

Una scelta diversa, nel senso di estendere integralmente il *favor rei* anche alle altre sanzioni, apparirebbe oggettivamente realizzabile ed in linea con la delega (che chiede genericamente l'*individuazione delle ipotesi di retroattività della lex mitior in materia di sanzioni amministrative*), alla luce della sostanziale coincidenza della gravità ed incisività ormai di tutte le sanzioni previste per le violazioni di regole dettate dal TUF. La natura "penale" è dunque ormai predicabile per ciascuna di tali sanzioni (pecuniarie ed interdittive), specialmente ove applicate a persone fisiche, ed è ragionevole ritenere che la giurisprudenza possa arrivarvi presto.

Pertanto, anche a prescindere dalla natura penale ma soffermandosi esclusivamente sulla natura comunque "afflittiva" delle sanzioni, il *favor rei* come principio generale anche per le sanzioni amministrative (suscettibile di deroghe in via eccezionale) è ormai riconosciuto in vari settori dell'ordinamento. Si veda, ad esempio, l'art. 3 commi 2 e 3 del D Lgs. n. 472/ 1997, come da ultimo modificato con d.lgs. n. 87 del 2024, secondo cui

"2. Salvo diversa previsione di legge, nessuno può essere assoggettato a sanzioni per un fatto che, secondo una legge posteriore, non costituisce violazione punibile. Se la sanzione è già stata irrogata con provvedimento definitivo il debito residuo si estingue, ma non è ammessa ripetizione di quanto pagato.

3. Se la legge in vigore al momento in cui è stata commessa la violazione e le leggi posteriori stabiliscono sanzioni di entità diversa, si applica la legge più favorevole, salvo che il provvedimento di irrogazione sia divenuto definitivo".

Particolarmente significativa sul tema è anche la recente sentenza della Corte costituzionale n. 73 del 12/05/2026, in materia di lavoratori dello spettacolo, secondo cui *"In materia di sanzioni amministrative aventi natura e funzione "punitiva" ai sensi della CEDU, il divieto generale di retroattività di cui all'art. 11 preleggi e all'art. 1 della L. n. 689 del 1981 non può impedire, senza adeguata giustificazione costituzionale,*

l'applicazione retroattiva della disciplina sopravvenuta più favorevole: in assenza di una clausola transitoria che la preveda, spetta al giudice comune sollevare questione di legittimità costituzionale, spettando invece alla Corte costituzionale il vaglio, in base agli artt. 3 e 117, primo comma, Cost., della ragionevolezza delle deroghe alla retroattività in mitius".

Per tutte le violazioni è poi esclusa, come già accennato, l'applicabilità del *favor rei*, in caso di definitività/passaggio in giudicato del provvedimento. Anche tale soluzione - apparentemente di buon senso mancando un giudice dell'esecuzione in materia di sanzioni amministrative (nonché conforme alla già richiamata norma in materia di sanzioni tributarie e ad alcuni orientamenti giurisprudenziali, cfr., ad esempio, da ultimo, Cass. civ., Sez. V, Sent., 11/05/2026, n. 13623.) - appare un limite superabile specialmente per le sanzioni pecuniarie per le quali esiste sempre la possibilità di restituzione e per le quali il relativo procedimento può trovare una sede, sufficientemente tutelante per tutti gli interessi in gioco, nella stessa autorità che ha comminato la sanzione. Occorre anche considerare che, a differenza della materia tributaria, appare nel caso delle sanzioni TUF di minor rilievo il tema della salvaguardia del bilancio dello Stato.

Un ulteriore limite all'applicazione del *favor rei* è dato dal regime transitorio che, sempre per le violazioni diverse da abuso di informazioni privilegiate e manipolazione (per le quali il *favor rei* era già stato introdotto dalla Corte costituzionale), consente l'applicazione delle nuove disposizioni alle violazioni pregresse sole se il procedimento sia avviato dopo la data di applicazione. Anche in tal caso emerge una volontà limitatrice, poco consona alla rilevanza costituzionale del principio della prevalenza della *lex mitior*, anche se la scelta può essere dovuta ad una comprensibile preoccupazione di evitare il rischio che si possa pensare ad un "colpo di spugna" retroattivo (sarebbe in proposito da capire quanti sarebbero i casi effettivi, che a prima vista non dovrebbero essere molti).

D'altra parte, però, proprio tale soluzione prudente sul regime transitorio, rende ancora più evidente come una soluzione più coraggiosa in ordine all'estensione del *favor rei*, almeno per il futuro, sarebbe stata tecnicamente praticabile, senza comportare una riapertura generalizzata delle situazioni ormai definite.

4. L'eliminazione dei casi di automatismo delle sanzioni interdittive accessorie

Le sanzioni accessorie interdittive in materia di abusi di mercato cessano di essere automatiche: secondo il nuovo testo dell'art. 187-quater, infatti, Consob può applicarle con il provvedimento di irrogazione delle sanzioni pecuniarie, secondo una logica discrezionale. Analoga facoltatività è introdotta per le sanzioni accessorie (perdita dei requisiti di idoneità degli esponenti aziendali) prevista dall'art. 191-ter, comma 6, in materia di OICR aperti.

Viene così superata una oggettiva anomalia delle suddette previsioni rispetto alle regole europee (che, in generale, non prevedono mai automatismi) e al principio generale sancito per tutte le altre sanzioni del TUF dall'art. 190-bis, comma 3, secondo cui *“con il provvedimento di applicazione della sanzione, in ragione della gravità della violazione accertata e tenuto conto dei criteri stabiliti dall'articolo 194-bis, la Banca d'Italia o la Consob possono applicare la sanzione amministrativa accessoria dell'interdizione”*.

In materia di sanzioni interdittive vi è, peraltro, un'ulteriore previsione oggi vigente e non imposta dalle regole UE, che genera frequenti problematiche nella pratica, ma non modificata dallo Schema. Si tratta dell'immediata esecutività delle sanzioni interdittive che, in caso di soggetti che rivestano un incarico interdetto nel momento in cui la sanzione viene comminata, può comportare che gli stessi siano costretti a dimettersi (a volte creando problemi alle società di cui sono esponenti) pur essendo la sanzione non definitiva (in quanto impugnata), salve eventuali sospensive decise dalla Corte d'Appello competente.

Si tratta di una soluzione diversa da quella vigente in via generale per le sanzioni amministrative di natura interdittiva (cfr. art. 20 della legge generale sulle sanzioni amministrative, n. 689/81) che potrebbe essere modificata in sede di coordinamento.

5. Le novità sulla confisca ed il mantenimento dell'automatismo

La principale modifica in materia di confisca (quale conseguenza dell'applicazione delle sanzioni) è un semplice adeguamento a quanto già deciso dalla Corte costituzionale con la sentenza n. 112/2019, in base alla quale la confisca in materia di abusi di mercato (art. 187-sexies TUF) è stata circoscritta a una somma di denaro pari al profitto dell'illecito, eliminando il riferimento al prodotto e ai beni utilizzati per

commettere l'illecito. È inoltre introdotta la possibilità di disporre la confisca tramite ingiunzione di pagamento. Il medesimo regime è esteso alle confische previste in materia di benchmark e vendite allo scoperto dagli artt. 190-bis.1 e 193-ter TUF.

L'applicazione della misura in questione rimane però nei tre casi automatica, il che non è imposto da alcuna fonte europea ed, in particolare, non è previsto dalle regole europee nelle materie interessate. Infatti, né il Regolamento MAR (596/2014), né il Regolamento BMR (2016/1011), né il Regolamento SSR (236/2012), impongono la confisca come misura obbligatoria e automatica.

Tali regolamenti prevedono, come tutte le norme UE in materia di sanzioni, i requisiti generali di effettività, proporzionalità e dissuasività delle sanzioni; inoltre, i primi due regolamenti UE citati (non SSR) impongono che fra gli strumenti da mettere a disposizione delle autorità di vigilanza vi sia «la restituzione dei guadagni realizzati o delle perdite evitate grazie alla violazione, quando possono essere determinati», che presenti elementi di similitudine con la confisca.

In proposito l'introduzione di una maggiore flessibilità, sia in ordine all'automatismo sia in ordine allo strumento da usare (che in qualche caso potrebbe andare a vantaggio di soggetti diversi dallo Stato che è l'unico destinatario dei beni confiscati) appare possibile ed in linea con il diritto UE.

6. Sintesi di alcune ipotesi di modifica

Da quanto sopra detto emergono alcune possibili proposte di modifica in coerenza con i principi generali della riforma e con l'esigenza di coordinamento auspicata anche dal Parere sopra citato delle Commissioni Riunite del Senato. Fra queste, oltre alla possibile estensione del presupposto del carattere rilevante a tutte le sanzioni già presente nel suddetto Parere, si segnalano le seguenti.

1. Con riguardo alla riforma in tema **applicabilità della Lex mitior / favor rei** si potrebbe:

- **Estendere** il *favor rei* integralmente (fattispecie + trattamento sanzionatorio) a tutte le violazioni TUF, non solo a quelle di abuso di mercato, data la natura ormai “penale” predicabile per tutte le sanzioni pecuniarie e interdittive
- **Superare** il limite della definitività del provvedimento, almeno per le sanzioni pecuniarie,

attribuendo alla stessa autorità irrogante la competenza a gestire il relativo procedimento di restituzione

- **Eliminare o attenuare il limite del regime transitorio**, che circoscrive l'applicazione del favor rei ai soli procedimenti avviati dopo l'entrata in vigore.
2. Con riguardo all'intervento in materia di **sanzioni interdittive accessorie**, posto che lo Schema elimina l'automatismo per gli abusi di mercato (art. 187-quater) e per gli OICR aperti (art. 191-ter, co. 6), ma non interviene sull'immediata esecutività delle sanzioni interdittive, si potrebbe sospendere **l'efficacia fino alla definitività**, allineandosi al regime generale dell'art. 20, L. 689/1981.
 3. Con riguardo alla **confisca**, posto che lo Schema mantiene il carattere automatico della confisca nei tre settori interessati (abusi di mercato, benchmark, vendite allo scoperto), pur non essendo tale automatismo imposto dalle norme europee (rispettivamente i regolamenti MAR, BMR o SSR) si potrebbe **introdurre maggiore flessibilità**: eliminare l'automatismo e prevedere la possibilità di destinare i beni confiscati a soggetti diversi dallo Stato (es. investitori danneggiati), nel rispetto dei requisiti UE di effettività, proporzionalità e dissuasività.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

