

DB non solo diritto bancario

leggi l'articolo nel sito www.dirittobancario.it

ATTUALITÀ

# Gli abusi di mercato dopo la riforma del procedimento sanzionatorio

19 Novembre 2026

**Mariafrancesca De Leo**, Partner, Greenberg Traurig
**Giulia Pandini**, Senior Associate, Greenberg Traurig



DB non solo diritto bancario



**Mariafrancesca De Leo**, Partner, Greenberg Traurig

**Giulia Pandini**, Senior Associate, Greenberg Traurig

**Mariafrancesca De Leo**

Mariafrancesca De Leo è partner dell'ufficio di Milano di Greenberg Traurig. Si occupa prevalentemente di contenzioso in ambito finanziario, di profili regolamentari, nonché di indagini interne, relative ad abusi di mercato, violazione di sistemi e controlli e di episodi corruttivi.



**Premessa**

La disciplina degli abusi di mercato rappresenta il banco di prova più avanzato del diritto punitivo "para-penale": alle sanzioni amministrative previste in materia dalla Parte V, Titolo I-bis, Capo III del TUF è riconosciuta natura sostanzialmente penale, con la conseguenza che il procedimento Consob deve assicurare ai soggetti colpiti un compendio di garanzie analoghe a quelle applicabili nell'ambito processo penale.

E proprio questa premessa rappresenta uno dei fili conduttore lungo cui si muove la recentissima riforma del TUF, affidata al D. Lgs. 25 giugno 2026, n. 128 (pubblicato in G.U. il 24 luglio 2026 ed entrato in vigore il successivo 7 agosto[1]), attuativo della delega di cui all'art. 19-*bis* della l. 5 marzo 2024, n. 21[2] (la c.d. Legge Capitali).

**Brevi cenni al quadro normativo di riferimento**

Il MAR – celebre acronimo del Regolamento UE n. 596/2014 – ha istituito entro i confini dell'Unione Europea un quadro comune in materia di abusi di mercato.

L'entrata in vigore della disciplina comunitaria ha comportato, sul fronte di quella domestica, la revisione o l'integrazione (anche con diretti rinvii al MAR medesimo) di molte delle disposizioni contenute nel Testo Unico sull'Intermediazione Finanziaria (il "TUF") e nel Regolamento Emittenti.

All'interno del TUF coesistono sanzioni amministrative (artt. 187-*bis*-187-*septies* TUF) e sanzioni penali (artt. 184 e 185 TUF), che puniscono a titolo, diverso condotte fra loro sovrapponibili: l'abuso o comunicazione illecita di informazioni privilegiate, l'induzione alla commissione dei predetti reati e la manipolazione del mercato.

1 L'entra in vigore di alcune previsioni, quali in particolare la nuova disciplina degli impegni, l'applicazione concordata delle sanzioni e il nuovo procedimento sanzionatorio, è differita al nono mese successivo (e dunque al maggio 2027, cfr. art. 10, comma 2 D. Lgs. 128/2026).

2 L'art. 19-bis, rubricato "*Delega al Governo 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*", è stato introdotto nella Legge Capitali dall'art. 1 della L. 28 dell'11 marzo 2025.

Questa duplicità di presidi, con possibilità di cumulo delle relative sanzioni, dà vita ad un sistema noto come il c.d. doppio binario sanzionatorio, fonte di problematiche molto complesse e dibattute, ad oggi non ancora compiutamente risolte.

Con tali questioni e con altri aspetti, il legislatore della riforma ha inteso confrontarsi, intervenendo organicamente sulla disciplina degli abusi di mercato contenuta nel TUF.

**Il procedimento sanzionatorio (art. 195 TUF) e i principi in materia di sanzioni amministrative (art. 195.1 TUF)**

A livello di procedimento, il D. Lgs. 128/2026 ha riscritto l'art. 195 TUF, dettando una disciplina unitaria per Banca d'Italia e Consob, ispirata al contraddittorio, alla piena conoscenza e parità delle attività istruttorie e alla distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie.

Per valutare la reale portata dei principi codificati dall'art. 195 TUF occorrerà tuttavia attenderne la concreta messa in opera, rimessa all'adozione dei regolamenti attuativi demandati a Consob e a Banca d'Italia (che dovrà avvenire entro maggio 2027).

La riforma in punto di giurisdizione rappresenta un cambio di orizzonte: il ricorso contro i provvedimenti sanzionatori adottati ai sensi del TUF[3] è ora devoluto alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo e alla competenza funzionale del TAR Lombardia, sede di Milano, che giudica secondo rito abbreviato (art. 119 c.p.a.) e senza che la proposizione del ricorso produca alcun effetto sospensivo sulla sanzione.

Tenendo fermi principi già noti al processo sanzionatorio amministrativo, il nuovo art. 195.1 TUF è invece dedicato ai principi in materia di sanzioni amministrative, nell'alveo del quale:

**(i)** viene espressamente recepito il principio della *lex mitior*, che prevede l'applicazione al sanzionato, anche retroattivamente, della disposizione più favorevole (salvo il caso di provvedimento già divenuto definitivo sotto il precedente regime);

3 Per i provvedimenti sanzionatori applicati da Consob e Banca d'Italia per violazioni di disposizioni diverse da quelle del TUF, per le quali l'art. 195 sia richiamato, permane invece la competenza della Corte d'Appello.



**(ii)** viene regolato il concorso di violazioni, prevedendo l'apertura a suo carico di un unico procedimento sanzionatorio e ad un'unica sanzione (quella per la violazione più grave aumentata sino al triplo);

**(iii)** si impone a Consob e a Banca d'Italia, in caso di concorso fra sanzioni, di tenere conto di quelle già applicate dall'altra, secondo il principio di proporzionalità.

**Gli strumenti deflattivi**

Al cuore della riforma si collocano poi i nuovi strumenti deflattivi, esplicito sintomo della volontà del legislatore di incentivare il ricorso a soluzioni alternative rispetto al procedimento sanzionatorio ordinario.

***Principio di rilevanza della violazione***

In quest'ottica, il nuovo art. 194.1 TUF sancisce anzitutto un principio di rilevanza della violazione quale presupposto per l'applicazione delle sanzioni amministrative. Queste ultime si applicano solo quando la violazione è "rilevante", secondo criteri che Banca d'Italia e Consob fisseranno con proprio regolamento, nel rispetto dei criteri dettati dall'art. 194.1 TUF medesimo.

La norma del TUF detta poi una soglia di rilevanza "in ogni caso" della violazione, ancorandola alla gravità della sanzione pecuniaria prevista superiore (superiore nel  minimo a 30.00 euro).

***Oblazione***

In caso di violazioni di limitata offensività, censite dall'art. 196-quinquies TUF (novellato in direzione espansiva), è possibile dare corso all'estinzione dell'illecito tramite il pagamento, entro trenta giorni dalla ricezione della contestazione, di un importo pari al doppio del minimo edittale.

***Impegni (art. 196-ter TUF)***

Introdotto nella disciplina *market abuse* dalla Legge Capitali, l'istituto degli "Impegni" (art. 196-ter TUF), ricalca il modello già sperimentato in ambito antitrust.

vedi l'articolo online

L'istituto[4] consente al destinatario della contestazione di proporre, entro 30 giorni dalla ricezione della contestazione, misure idonee a far venir meno la lesione arrecata agli interessi tutelati dalla norma violata.

Se la proposta di impegni è approvata dalla Consob (o da Banca d'Italia per le violazioni di sua competenza), gli impegni sono resi obbligatori a carico del destinatario della contestazione e determinano l'archiviazione del procedimento sanzionatorio, senza che si addivenga ad un accertamento della violazione[5].

La proposta di impegni tempestivamente trasmessa interrompe i termini del procedimento sanzionatorio e sospende altresì il corso della prescrizione. Nello scenario patologico in cui gli impegni vengano disattesi (oppure la proposta accolta fosse fondata su informazioni all'autorità incomplete o fuorvianti), è prevista la possibilità di riapertura d'ufficio del procedimento sanzionatorio[6] con applicazione della sanzione contestata aumentata sino a un terzo.

***Applicazione concordata delle sanzioni (art. 196-quater TUF)***

Di nuovo conio – per quanto riguarda la materia dell'intermediazione finanziaria – è invece l'Applicazione concordata delle sanzioni.

Si tratta di un istituto ispirato alla logica del patteggiamento penale: entro trenta giorni dalla contestazione - in alternativa agli Impegni, o anche a seguito dell'eventuale rigetto di questi - l'interessato ha facoltà di proporre istanza all'autorità per l'accesso all'applicazione concordata delle sanzioni.

4 Per la compiuta regolazione del quale Consob ha opportunamente modificato il Regolamento generale sui procedimenti sanzionatori mediante delibera n. 23579 del 4 giugno 2025, in attesa dell'attuazione dei nuovi regolamenti delegati.

5 Le finalità degli Impegni sono così descritte da Consob, nella Relazione annuale 2025: "*L'istituto degli impegni rappresenta quindi una forma di 'composizione amministrativa' tra l'Autorità e il soggetto destinatario di una lettera di contestazione; esso è volto, da un lato, a decongestionare l'attività sanzionatoria e, dall'altro, a promuovere una regolazione basata sulla cooperazione e sulla responsabilizzazione dell'operatore*".

6 La riapertura può altresì essere disposta in presenza di un mutamento determinante della situazione di fatto rispetto ad uno degli elementi posti a base dell'accoglimento della proposta.



Ove l'istanza sia ritenuta ammissibile, prende avvio una fase di confronto fra autorità e soggetto raggiunto dalla contestazione, che è invitato a formulare una proposta di applicazione concordata delle sanzioni, indicando la sanzione, l'entità e la durata, con l'espressa previsione di legge che queste non potranno essere inferiore al minimo edittale e superiori al massimo edittale ridotto di un quinto.

In maniera non dissimile a quanto previsto dalla disciplina sugli Impegni, il mancato o inesatto rispetto del provvedimento di applicazione concordata comporta l'applicazione della sanzione originaria aumentata sino a un terzo.

Tra i due istituti – gli Impegni e l'Applicazione concordata delle sanzioni – è riscontrabile una profonda differenza, poiché il primo previene l'applicazione delle sanzioni, mentre il secondo ne limita l'importo e ne predetermina tempi ed entità.

In attesa dell'entrata in vigore della disciplina sull'applicazione concordata delle sanzioni (prevista per maggio 2027), i primi dati resi disponibili da Consob mostrano un impatto degli Impegni tangibile sul piano pratico[7]: nei procedimenti promossi per abusi di mercato, gli impegni sembrano divenire la via privilegiata di definizione.

Secondo la Relazione Consob per il 2025, a fronte di 56 procedimenti sanzionatori portati a compimento, sono state presentate 21 proposte di impegni, 16 delle quali accolte[8]. Il trend si è poi consolidato, rafforzandosi anzi ulteriormente, nel primo semestre del 2026 (con 25 istanze presentate, di cui 19 accolte nel primo semestre)[9].

Le misure tipicamente accettate in questi casi - versamenti al Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori (art. 32-ter.1 TUF), programmi di formazione, obblighi di astensione operativa, dismissioni e rinunce a incarichi, nonché forme di ristoro della clientela - evidenziano di come,

7 Si legge nel Discorso del Presidente al mercato finanziario del 13 luglio 2026: "*anche grazie all'istituto degli impegni, si* [n.d.r. è] *registrata una riduzione non trascurabile (di circa il 10%) della durata media dei procedimenti sanzionatori, consentendo di esprimere un cauto ottimismo sull'effetto deflattivo del contenzioso e di più efficiente utilizzo delle risorse*".

8 Cfr. Relazione annuale Consob 2025.

9 Sulla base dei dati resi disponibili nel Discorso del Presidente al mercato finanziario del 13 luglio 2026.

vedi l'articolo online

nella prassi, il requisito dell'idoneità delle misure sia stato ritenuto soddisfatto dall'autorità pur quando la violazione abbia arrecato un pregiudizio al mercato.

La convenienza degli strumenti deflattivi per chi – persona fisica o ente - è accusato di violazioni della disciplina *market abuse*, resta però irrimediabilmente condizionata dal permanere del c.d. doppio binario, mancando un coordinamento espresso tra la definizione del procedimento amministrativo e il (potenzialmente parallelo) procedimento penale e in presenza di una norma come l'art. art. 187-decies TUF, che prevede la trasmissione della notizia di reato al Pubblico ministero da parte del presidente di Consob: gli elementi offerti in sede amministrativa dal destinatario della contestazione potrebbero infatti rilevanti per l'avvio di un procedimento penale, o portare comunque a disallineamenti fra le esigenze di tutela del singolo e quelle dell'ente, eventualmente chiamato a rispondere delle condotte contestate all'individuo.

I tempi di reazione imposti dalla riforma sono per altro molto stringenti: la scelta di accedere a uno degli strumenti deflattivi – che porta con complessi bilanciamenti strategici – deve essere compiuta entro trenta giorni dalla contestazione, decorsi i quali la sola via percorribile resta quella della difesa nel procedimento sanzionatorio[10].

**Le novità in materia di confisca e di sanzioni accessorie**

Una delle novità introdotte dalla riforma riguarda l'istituto della confisca, sanzione accessoria a quelle amministrative previste dal Capo II, disciplinata dall'art. 187-*sexies* TUF.

La novella estiva ha offerto al legislatore l'occasione per conformare il dettato normativo ai principi espressi dalla Corte Costituzionale con la sentenza n. 112/2019.

Con la pronuncia in commento, i giudici della Consulta hanno dichiarato l'incostituzionalità della previgente formulazione dell'art. 187-*sexies* TUF, nella parte in cui prevedeva, come possibile oggetto di confisca, non soltanto il "profitto del reato", ma anche il "prodotto". È inoltre facoltà per la Consob ingiungere, anziché disporre lla confisca, il pagamento di una somma pari al profitto del reato.

In materia di sanzioni accessorie rispetto a quelle pecuniarie, regolate dall'art. 184-quater TUF, il legislatore delegato ha compiuto la scelta di ampliare la sfera della discrezionalità dell'autorità di vigilanza, eliminando il meccanismo che ne preveda l'applicazione automatica e rimettendo ogni valutazione in proposito a Consob (o a Banca d'Italia, a seconda).

**Ne bis in idem: una questione ancora irrisolta**

Sullo sfondo della riforma resta il *ne bis in idem*: la legge delega (art. 19-bis, lett. b) imponeva espressamente di individuare i casi di applicazione del *ne bis in idem* "*ai fini della più adeguata valorizzazione di tale principio*" e dunque, nei fatti, una rimodulazione del sistema del doppio binario.

La disciplina riformata non giunge tuttavia ad un simile approdo: la "puntuale definizione" del *ne bis in idem*, prescritta dalla delega, resta attesa, e con essa la soluzione del coordinamento tra i due procedimenti.

Finché quel tassello mancherà, chi è accusato di aver violato una delle prescrizioni in materia di abusi di mercato dovrà soppesare la convenienza di definire in via amministrativa la vertenza alla luce del rischio di alimentare il parallelo accertamento penale: è su questo nodo, e sui regolamenti attuativi attesi da Consob e Banca d'Italia, che si misurerà la reale portata delle novità introdotte dalla riforma.

10 La Corte costituzionale (con sentenza n. 84 del 30 aprile 2021), sulla scia di principi affermati dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, ha dichiarato illegittimo l'art. 187-*quinquiesdecies* TUF nella parte in cui si applica anche alla persona fisica che si sia rifiutata di fornire alla CONSOB risposte che possano far emergere la sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative di carattere punitivo, ovvero per un reato.



DB non solo diritto bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

**dirittobancario.it**