

Al via la riforma del sistema sanzionatorio del TUF: maggiori garanzie e nuovi strumenti deflattivi

8 aprile 2026

Approvato dal Consiglio dei Ministri, in esame preliminare, lo schema di decreto legislativo recante la riforma organica del sistema sanzionatorio del Testo Unico della Finanza (D.lgs. n. 58/1998 – TUF) ora sottoposto a parere parlamentare. Il provvedimento intende attuare la delega contenuta nell’art. 19-*bis* della L. n. 21/2024 (c.d. Legge Capitali), mirando a rafforzare l’efficacia del sistema sanzionatorio, ampliare le garanzie procedurali e ridurre il contenzioso.

Le principali novità che verrebbero introdotte riguardano:

- il rafforzamento delle garanzie procedurali nel procedimento sanzionatorio (art. 195 TUF, integralmente riscritto ed esteso a tutte le sanzioni amministrative previste dal TUF applicate da Banca d’Italia e Consob);
- l’introduzione del principio di rilevanza delle violazioni, con conseguente maggiore selettività dell’azione sanzionatoria (nuovo art. 194-*bis*.01 TUF);
- l’estensione dell’ambito di applicazione delle sanzioni alternative alle sanzioni pecuniarie (nuovo art. 194-*bis*.1 TUF);
- l’estensione dell’istituto degli impegni e l’introduzione dell’applicazione concordata delle sanzioni (*settlement*) (art. 196-*ter* e nuovo art. 196-*quater* TUF);
- la codificazione del principio della *lex mitior* in materia di sanzioni amministrative (nuovo art. 195.1 TUF);
- la revisione della disciplina della confisca in adeguamento alla sentenza della Corte Costituzionale n. 112/2019 (art. 187-*sexies* TUF).

Per qualsiasi questione relativa ai temi discussi in questa nota, potete contattare qualsiasi avvocato del nostro studio con cui siete abitualmente in contatto o gli autori di seguito.

MILANO

Paolo Rainelli
+39 02 7260 8246
prainelli@cgsh.com

Giulia Checcacci
+39 02 7260 8224
gcheccacci@cgsh.com

ROMA

Giuseppe Scassellati-Sforzolini
+39 06 6952 2220
gscassellati@cgsh.com

Bernardo Massella Ducci Teri
+39 06 6952 2290
bmassella@cgsh.com

Laura Prosperetti
+39 06 6952 2640
lprosperetti@cgsh.com

Paola Maria Onorato
T: +39 06 6952 2654
ponorato@cgsh.com



1. Il quadro normativo di riferimento e gli obiettivi della riforma

La riforma nasce dalla delega legislativa contenuta nell'art. 19-*bis* della Legge Capitali, introdotto dalla L. 28/2025, che ha delineato i principali criteri e principi direttivi: (i) individuazione, selezione e coordinamento delle condotte illecite e dei relativi trattamenti sanzionatori secondo il criterio di offensività; (ii) individuazione dei casi di applicazione del principio del *ne bis in idem* e possibilità di applicazione retroattiva della *lex mitior* in materia di sanzioni amministrative; (iii) revisione delle procedure sanzionatorie nel rispetto del contraddittorio, della piena conoscenza degli atti e della separazione tra funzioni istruttorie e decisorie; (iv) introduzione di strumenti di definizione preventiva o alternativa dei procedimenti, anche tramite meccanismi di applicazione concordata delle sanzioni; (v) revisione delle competenze giurisdizionali, con attribuzione della giurisdizione esclusiva al giudice amministrativo; (vi) previsione di sanzioni alternative a quelle pecuniarie e revisione degli istituti della confisca e del sequestro.

Lo schema di decreto attua in particolare i criteri volti a rafforzare l'efficienza e l'efficacia del sistema sanzionatorio amministrativo in materia di mercati finanziari, garantendo maggiore tutela ai soggetti destinatari dei procedimenti e contribuendo a ridurre il contenzioso, a vantaggio dell'operatività delle Autorità di vigilanza e della stabilità del mercato. L'intervento interessa principalmente i Titoli I-*bis*, II e II-*bis* della Parte V del TUF, con alcune modifiche di coordinamento nella Parte VI e in altre disposizioni esterne al TUF.

2. Le principali novità

L'intervento normativo si concentra in particolare sui seguenti profili:

2.1. Riforma della procedura sanzionatoria

Lo schema di decreto riscrive integralmente l'art. 195 TUF in materia di procedura sanzionatoria, estendendolo a tutte le sanzioni amministrative previste dal medesimo testo unico e applicate sia da Banca d'Italia che da Consob¹. Le principali modifiche riguardano:

- contraddittorio rafforzato: la riformata formulazione dell'art. 195 TUF prevede che il destinatario della contestazione possa chiedere l'accesso agli atti e, entro trenta giorni dalla contestazione, non solo presentare deduzioni e chiedere un'audizione personale nella fase istruttoria del procedimento, ma anche indicare elementi di prova, tra cui documenti, perizie, consulenze, dichiarazioni testimoniali, che la Banca d'Italia e la Consob sono tenute a valutare. Inoltre, la nuova norma prevede espressamente la possibilità di formulare deduzioni scritte o, nei casi di particolare complessità e rilevanza, di richiedere un'audizione personale anche nella fase decisoria, cioè davanti al collegio dell'autorità procedente, alla quale il destinatario della contestazione può partecipare anche assistito da un avvocato;
- separazione tra funzioni istruttorie e decisorie: viene confermata tra i principi strutturali del procedimento e se ne demandano le modalità concrete di attuazione ad appositi regolamenti di Banca d'Italia e Consob;
- natura perentoria del termine di conclusione del procedimento sanzionatorio: il termine finale del procedimento, da fissarsi con regolamento delle Autorità che dovrà essere adottato entro nove mesi dall'entrata in vigore del decreto definitivo, viene espressamente qualificato come perentorio;

¹ L'attuale formulazione dell'art. 195 TUF prevede invece l'applicazione della procedura sanzionatoria descritta da tale disposizione alle sole sanzioni amministrative relative alla disciplina degli intermediari, dei mercati e delle infrastrutture di mercato, all'offerta al pubblico e all'informazione societaria, alle OPA, alla governance

societaria, alle partecipazioni al capitale, al crowdfunding, alla resilienza operativa digitale e ai regolamenti dell'Unione europea in materia finanziaria, irrogate da Banca d'Italia e Consob (di cui al Titolo II della Parte V del TUF).

- tutela giurisdizionale: il ricorso avverso il provvedimento sanzionatorio è devoluto alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo e alla competenza funzionale in primo grado del TAR Lombardia, sede di Milano, secondo il rito di cui all'art. 119 del Codice del processo amministrativo. Rimane la giurisdizione ordinaria (Corte d'Appello) per le opposizioni relative alle sanzioni applicate da Consob e Banca d'Italia per violazioni di disposizioni diverse dal TUF e per la cui applicazione è richiamato l'art. 195 TUF (come, ad esempio, alcune disposizioni di cui al D.lgs. n. 129/2024 relativo ai mercati delle crypto-attività).

2.2. Principio di rilevanza delle violazioni

Con l'introduzione del nuovo art. 194-*bis*.01 TUF, lo schema di decreto stabilisce che le sanzioni amministrative previste dal TUF si applicano solo alle violazioni che presentano un "carattere rilevante". Tale rilevanza sarà definita, nell'ambito delle rispettive competenze, da appositi regolamenti della Banca d'Italia e della Consob, sulla base di una serie di criteri, anche alternativi tra loro. Tra questi rientrano: l'incidenza della condotta sull'organizzazione e sui profili di rischio aziendali; il carattere sistematico o diffuso delle violazioni; la rilevanza del pericolo per gli investitori o per la stabilità finanziaria; l'impatto sul tempestivo esercizio delle funzioni di vigilanza; l'entità del profitto conseguito o del pregiudizio arrecato; nonché gli effetti sulla trasparenza e sull'integrità dei mercati. È inoltre previsto che siano in ogni caso considerate rilevanti le violazioni per le quali è stabilita una sanzione amministrativa pecuniaria con un minimo edittale superiore a 10.000 euro. L'introduzione di questa disposizione comporta, infine, l'abrogazione

² Ai sensi dell'attuale art. 194-*sexies* TUF, "Nei casi previsti dall'articolo 194-*quinquies*, la Consob non procede alla contestazione delle violazioni nei casi di assoluta mancanza di pregiudizio per la tutela degli investitori e per la trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, ovvero per il tempestivo esercizio delle funzioni di vigilanza". L'art. 194-*quinquies* disciplina, in particolare, i casi di pagamento in misura ridotta.

³ In particolare, al momento gli artt. 194-*quater* e 194-*septies* TUF, che lo schema di decreto intende abrogare,

dell'art. 194-*sexies* TUF, relativo alle condotte inoffensive².

2.3. Sanzioni alternative

Lo schema introduce un nuovo art. 194-*bis*.1 TUF che estende l'ambito di applicazione delle c.d. sanzioni alternative, attualmente previste solo in casi circoscritti³: la nuova disposizione prevede infatti che Banca d'Italia e Consob possano applicare, in alternativa o congiuntamente alle sanzioni pecuniarie e con riguardo a qualsiasi violazione del TUF: (i) l'ordine di eliminare le infrazioni contestate (indicando le misure da adottare e il relativo termine); o (ii) una dichiarazione pubblica avente a oggetto la violazione commessa e il soggetto responsabile. L'inosservanza dell'ordine entro il termine stabilito comporta l'aumento fino a un terzo della sanzione pecuniaria irrogata ovvero l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria prevista per la violazione originariamente contestata aumentata fino ad un terzo.

2.4. Rafforzamento ed estensione dell'istituto degli impegni e nuovo meccanismo di applicazione concordata delle sanzioni (c.d. "settlement")

Lo schema di decreto interviene sulla disciplina degli impegni di cui all'art. 196-*ter* TUF⁴, aggiornandola e rafforzandola nei seguenti termini:

- estende l'ambito applicativo dell'istituto, prevedendone l'utilizzo non più soltanto per le violazioni di competenza della Consob, ma anche per le violazioni sanzionabili dalla Banca d'Italia ai sensi del TUF;

prevede le sanzioni dell'ordine di porre termine alle violazioni e la dichiarazione pubblica solo per specifiche violazioni, connotate da scarsa offensività o pericolosità e, nel caso della dichiarazione pubblica, anche cessate.

⁴ Tale articolo è stato introdotto nel marzo 2024 dall'art. 23 della Legge Capitali; successivamente, nel gennaio 2025, la relativa disciplina è stata sottoposta dalla Consob a consultazione pubblica, all'esito della quale, nel giugno 2025, è stata adottata una nuova formulazione del regolamento attuativo.

- elimina la fase eventuale di consultazione degli operatori di settore sulla proposta di impegni⁵;
- prevede che la tempestiva presentazione di una proposta di impegni determini l'interruzione di tutti i termini del procedimento sanzionatorio e la sospensione del termine di prescrizione, che riprende a decorrere dalla data di rigetto della proposta o dalla riapertura del procedimento;
- esclude l'impugnabilità del provvedimento di accoglimento della proposta, consentendo invece di contestare il rigetto solo congiuntamente al provvedimento che irroga la sanzione;
- esclude l'applicabilità dell'istituto degli impegni nei casi di esercizio dei poteri di intervento ai sensi degli artt. 7 (Poteri di intervento sui soggetti abilitati), 7-bis (Poteri di intervento di cui al Titolo VII, Capo I, del regolamento (UE) n. 600/2014), 7-ter, (Poteri ingiuntivi nei confronti degli intermediari nazionali e non UE), 7-*quater* (Poteri ingiuntivi nei confronti di intermediari UE) e di cui alla Parte II, relativa alla disciplina degli intermediari, Titolo IV (Provvedimenti ingiuntivi e crisi) del TUF;
- demanda a Banca d'Italia e Consob l'adozione, entro nove mesi dall'entrata in vigore del decreto definitivo, di appositi regolamenti volti a definire i criteri applicativi, le regole procedurali per la presentazione e la valutazione degli impegni, nonché i casi in cui non sia ammesso il ricorso a tale istituto.

Parallelamente, tramite il nuovo art. 196-*quater*, lo schema di decreto introduce un meccanismo di applicazione concordata delle sanzioni amministrative (c.d. *settlement*), basato su una

proposta dell'interessato e su una decisione finale motivata dell'Autorità, con riduzione della sanzione pecuniaria entro limiti stabiliti dalla legge. Il funzionamento del meccanismo, che per molti aspetti si adegua a quanto previsto dalla nuova formulazione della disciplina degli impegni, è così articolato:

- l'istanza deve essere presentata entro 30 giorni dalla notifica della lettera di contestazione (in alternativa alla proposta di impegni) oppure entro 30 giorni dalla comunicazione del rigetto degli impegni; resta in ogni caso fermo il diritto di accesso agli atti;
- se ritenuta ammissibile, l'Autorità avvia un confronto con l'interessato, il quale è tenuto a formulare, entro il termine fissato dall'Autorità, una proposta che indichi le sanzioni applicabili, la loro entità⁶, la durata e le eventuali misure conformative;
- in caso di accoglimento della proposta, l'Autorità applica le sanzioni con provvedimento motivato, pubblicato senza ritardo⁷. Le sanzioni così definite rilevano per cinque anni ai fini della valutazione di precedenti violazioni⁸ e incidono anche sui requisiti degli esponenti aziendali;
- la tempestiva presentazione della proposta interrompe i termini del procedimento sanzionatorio e sospende il decorso della prescrizione, che riprende in caso di rigetto o di riapertura del procedimento;
- in caso di mancato o inesatto adempimento, l'Autorità applica la sanzione concretamente determinata per la violazione originaria, aumentata fino a un terzo (fermi i limiti edittali massimi);
- quanto al regime di impugnazione, la presentazione della proposta comporta la rinuncia a ricorrere contro il provvedimento

⁵ Ad oggi, stando ai dati ufficiali disponibili sul sito della Consob, la consultazione degli operatori di settore non risulta essere mai stata disposta.

⁶ La sanzione pecuniaria dovrà essere non inferiore al minimo edittale e non superiore al massimo edittale ridotto di un quinto.

⁷ L'interessato può altresì richiedere la rateazione della sanzione pecuniaria anche qualora non ricorrano le condizioni economiche disagiate richieste in via generale

dall'articolo 26 della legge n. 689 del 1981 per la concessione della rateazione delle sanzioni.

⁸ Ai sensi dell'art. 194-*bis*, comma 1, lettera g), TUF che include, tra i criteri che l'Autorità deve tenere in considerazione ai fini della determinazione del tipo, della durata e dell'ammontare delle sanzioni, anche "*precedenti violazioni in materia bancaria o finanziaria commesse da parte del medesimo soggetto*".

di accoglimento, mentre il rigetto può essere impugnato solo congiuntamente al provvedimento sanzionatorio;

- infine, è previsto che Banca d'Italia e Consob possano, entro nove mesi dall'entrata in vigore del decreto definitivo, disciplinare con regolamento le modalità di presentazione, l'ammissibilità e i criteri di valutazione delle proposte.

2.5. *Lex mitior* e concorso di illeciti

Lo schema di decreto introduce il nuovo art. 195.1 TUF, che:

- in primo luogo, codifica l'applicabilità del principio della legge più favorevole all'interessato (c.d. *lex mitior*) in caso di modifiche agli artt. 187-*bis*, 187-*ter* e 187-*quater* TUF in materia di abusi di mercato⁹, purché il provvedimento sanzionatorio non sia ancora divenuto definitivo;
- in secondo luogo, estende l'applicabilità del medesimo principio anche agli altri illeciti amministrativi previsti dal TUF: ne consegue che, in caso di modifica del regime sanzionatorio di qualunque illecito amministrativo previsto dal TUF, troverà applicazione la disciplina più favorevole al destinatario¹⁰, restando tuttavia fermo che l'individuazione della violazione (attraverso l'accertamento dei suoi elementi costitutivi) debba essere effettuata sulla base della normativa vigente al momento della commissione dell'illecito;
- infine, disciplina il concorso formale di illeciti, ovvero il caso in cui lo stesso soggetto commetta più illeciti amministrativi previsti dal TUF con una sola azione od omissione, prevedendo l'applicazione della

sanzione concretamente determinata per la violazione più grave aumentata sino al triplo.

Lo schema di decreto prevede anche l'introduzione del nuovo art. 195.2 TUF, che disciplina l'ipotesi in cui una medesima condotta violi disposizioni sanzionate sia dalla Banca d'Italia sia dalla Consob. Tale norma punta a: (i) coordinare l'azione sanzionatoria delle due Autorità secondo criteri di proporzionalità e nella misura strettamente necessaria al perseguimento delle rispettive finalità; (ii) prevedere obblighi di reciproca informazione tra le Autorità, con successiva comunicazione anche al soggetto interessato.

2.6. Revisione della confisca

La disciplina della confisca *ex* art. 187-*sexies* TUF viene adeguata a quanto sancito dalla sentenza della Corte Costituzionale n. 112/2019¹¹, limitando l'oggetto della misura al solo profitto dell'illecito. Viene introdotta la possibilità della confisca per equivalente (avente a oggetto beni diversi dal denaro, ove il destinatario non disponga di liquidità sufficiente) e la possibilità per la Consob di disporre la confisca mediante ingiunzione di pagamento di una somma pari al profitto dell'illecito.

2.7. Pubblicazione delle sanzioni

Infine, lo schema di decreto riformula l'art. 195-*bis* TUF, introducendo una disciplina più strutturata della pubblicazione delle sanzioni. In particolare, si prevede che la pubblicazione includa una descrizione sintetica della violazione, una traduzione non ufficiale in lingua inglese e l'indicazione dell'eventuale avvenuta impugnazione giurisdizionale. Viene inoltre unificata la disciplina della pubblicazione in forma

⁹ Tale principio risulta attualmente già operante (sebbene non codificato) a seguito della sentenza della Corte Costituzionale n. 63 del 2019 in virtù della natura punitiva – e dunque sostanzialmente penale – delle sanzioni amministrative previste dagli artt. 187-*bis*, 187-*ter* e 187-*quater* TUF, come da consolidato orientamento della Corte EDU (si veda, a tale proposito, il nostro alert memorandum del 29 marzo 2019, disponibile al seguente link <https://www.clearygottlieb.com/-/media/files/alert-memos-2019/constitutional-court-greater-safeguards-against-punitive-administrative-penalties-italian.pdf>).

¹⁰ Salvo che il provvedimento di applicazione delle sanzioni sia definitivo.

¹¹ Con la sentenza n. 112 del 10 maggio 2019, la Corte Costituzionale ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-*sexies* TUF, ritenendo che la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito, e non del solo profitto, risultasse in contrasto con il principio della proporzionalità della sanzione (riconoscendo in tali forme di confisca un carattere sostanzialmente punitivo, pur essendo di natura formalmente amministrativa).

anonima e del differimento¹², limitando i casi di esclusione totale della pubblicazione alle sole ipotesi in cui né l'anonimizzazione né il rinvio della pubblicazione siano sufficienti a garantire che la stabilità dei mercati finanziari non sia compromessa.

3. Tempistiche per l'adozione del decreto

Lo schema di decreto legislativo è attualmente sottoposto al parere parlamentare, da cui potrebbero scaturire precisazioni o modifiche al testo. Sebbene il termine per l'esercizio della delega sia scaduto alla fine di marzo, trova applicazione la proroga di novanta giorni prevista dalla normativa vigente, con conseguente estensione del termine per l'adozione del testo definitivo fino alla fine di giugno 2026.

4. I potenziali impatti pratici

La riforma introduce un insieme di misure che puntano a rafforzare le garanzie procedurali e rendere il sistema sanzionatorio più efficiente e prevedibile.

Innanzitutto, sul fronte del contraddittorio, di sicuro rilievo è l'introduzione *ex novo* della possibilità, per il destinatario di una contestazione, di richiedere un'audizione davanti al collegio dell'autorità nella fase decisoria del procedimento. Tale novità andrebbe infatti a colmare una lacuna da sempre segnalata come una delle principali criticità dell'attuale procedimento sanzionatorio Consob (in cui il soggetto incolpato non ha possibilità di interloquire con l'organo decidente sulla propria posizione), traducendosi in maggiori garanzie e un evidente passo avanti in termini di diritti di difesa.

Merita inoltre particolare attenzione l'introduzione del meccanismo di applicazione concordata delle sanzioni (*settlement*), strumento che, unitamente all'istituto degli impegni, potrà favorire una più

rapida chiusura dei procedimenti e ridurre l'esposizione al contenzioso. La possibilità di accedere al *settlement* non solo entro trenta giorni dalla notifica della contestazione, ma anche entro trenta giorni dal provvedimento di rigetto degli impegni, apre infatti a variegati opzioni difensive: per il destinatario della contestazione sarà infatti inizialmente possibile tentare la via degli impegni e, in caso di esito negativo, valutare comunque il ricorso al *settlement*. Ad ogni modo, la rilevanza delle sanzioni concordate come precedenti per cinque anni e il loro impatto sui requisiti di idoneità degli esponenti aziendali imporranno di valutare con attenzione, caso per caso, l'opportunità di ricorrere a questo strumento.

Sul piano degli strumenti a disposizione delle Autorità, è bene evidenziare quello che appare a tutti gli effetti un significativo ampliamento e rafforzamento del potere dell'autorità di ordinare l'eliminazione delle infrazioni contestate (nuovo art. 194-bis.1 TUF). Rispetto alla disciplina attualmente vigente, infatti, lo strumento non sarà più limitato ai casi di scarsa offensività o pericolosità, e potrà accompagnarsi alla sanzione: venuta meno l'alternatività, gli incolpati potranno essere maggiormente incentivati a proporre proattivamente (attraverso l'istituto degli impegni) misure rimediale, consapevoli che altrimenti l'Autorità potrà comunque imporre loro le misure che quest'ultima riterrà necessarie.

Vale la pena in ogni caso segnalare che la riforma, di natura prevalentemente procedurale, non interviene né sulle fattispecie di illecito e sulle relative sanzioni, né sul doppio binario sanzionatorio tra illeciti penali e amministrativi in materia di abusi di mercato (sebbene la legge delega prevedesse espressamente un adeguamento dei poteri delle autorità di vigilanza finalizzati all'accertamento di tali violazioni alle garanzie indicate dalla Corte di giustizia dell'Unione europea¹³), lasciando quindi invariata la possibilità

¹² Previste qualora la pubblicazione ordinaria (i) abbia ad oggetto dati personali ai sensi del regolamento (UE) 2016/679 (GDPR), la cui pubblicazione appaia sproporzionata rispetto alla violazione sanzionata; (ii) possa comportare rischi per la stabilità dei mercati finanziari o pregiudicare lo svolgimento di un'indagine penale in corso; (iii) possa causare un danno sproporzionato ai soggetti coinvolti, purché tale danno sia determinabile.

¹³ Cfr. sentenze della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Grande Sezione 20 marzo 2018, cause C-537/16, *Garlsson Real Estate SA e altri*, C-524/15, *Menci e C-596/16 e 597/16, Di Puma e altri*, che, in materia di *ne bis in idem* e abusi di mercato, hanno evidenziato l'importanza dell'esistenza di meccanismi di compensazione volti ad evitare che l'interessato sia sottoposto ad una sanzione complessiva eccessivamente gravosa.

che una medesima condotta dia luogo a due procedimenti paralleli (nei limiti di quanto disposto dalla nota giurisprudenza *Grande Stevens* della Corte europea dei diritti dell'uomo¹⁴ e della Corte di Cassazione italiana¹⁵).

...

CLEARY GOTTLIB

¹⁴ Cfr. Corte europea dei diritti dell'uomo, Sez. II, 4 marzo 2014, nn. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10, *Grande Stevens contro Italia*, con cui i giudici di Strasburgo hanno condannato l'Italia per il sistema sanzionatorio a doppio binario previsto dal TUF.

¹⁵ Cfr. Cass. Pen., V sez., n. 45829 del 21 giugno 2018 che, richiamando i principi dettati dalla Corte europea dei diritti dell'uomo nella citata pronuncia *Grande Stevens* e nella decisione *A. e B. contro Norvegia* del 15 novembre 2016 (Corte europea dei diritti dell'uomo, Grande Camera, 15 novembre 2016, *A. e B. contro Norvegia*, nn. 24130/11 e 29758/11), ha chiarito che non vi è violazione del principio del *ne bis in idem* quando da uno stesso fatto

derivino due procedimenti – entrambi di natura sostanzialmente punitiva – nei confronti di un medesimo soggetto, purché (i) i due procedimenti siano complementari; (ii) vi sia tra essi una connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta; (iii) il complesso delle sanzioni rispetti il principio di proporzionalità. In particolare, in materia di abusi di mercato, la Corte ha ritenuto ammissibile il cumulo tra sanzione penale e amministrativa a condizione che la severità complessiva delle sanzioni non sia eccessiva rispetto alla gravità del fatto e resti limitata a quanto strettamente necessario.