



Abusi di mercato e il presunto “scalino sanzionatorio” tra società quotate in mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione

di **FEDERICO RAFFAELE**

SOMMARIO: **1.** PREMESSA. - **2.** IL QUADRO NORMATIVO APPLICABILE E LE RAGIONI INTERPRETATIVE CHE ESCLUDONO L’ESISTENZA DI UNO “SCALINO SANZIONATORIO”. - **3.** LO SPECIFICO CASO DELLA SANZIONE ACCESSORIA INTERDITTIVA DALLE CARICHE SOCIALI. - **4.** CONCLUSIONI.

1. Premessa. Recente giurisprudenza di merito¹ ha affermato che parrebbero residuare taluni ambiti di asimmetria applicativa dell’apparato sanzionatorio previsto dal combinato disposto della disciplina eurounitaria in materia di abusi di mercato² e quella italiana di relativo recepimento/adeguamento³ tra le società i cui titoli siano negoziati in un mercato regolamentato e quelle con strumenti finanziari ammessi in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF).

Tra i vari, uno di particolare rilievo, per le importanti implicazioni operative, è quello relativo all’applicazione delle sanzioni accessorie interdittive previste dagli artt. 186 e 187-*quater* TUF.

Sul punto, la pronuncia in questione – invero concernente fatti di causa avvenuti nel vigore di un regime legislativo che, però, nel frattempo è andato via via modificandosi, nell’ambito di una “travagliata” sequenza di interventi normativi, volti a dare “effettiva” attuazione alle disposizioni comunitarie, che hanno interessato negli ultimi anni il Titolo I-*bis* della Parte V del TUF (relativo

¹ Il riferimento è, tra l’altro, alla sentenza della Prima Sezione Civile della Corte di Appello di Genova del 15 febbraio 2023.

² Cfr., da ultimo, la direttiva n. 2014/57/UE relativa alle «Sanzioni penali in caso di abusi di mercato» (c.d. “*Market Abuse Directive 2*” o “MAD 2”) nonché il regolamento n. 596/2014/UE (c.d. “*Market Abuse Regulation*” o “MAR”).

³ Cfr. artt. 180 ss. d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato (“Testo Unico della Finanza” o “TUF”).

alle sanzioni in materia di abusi di mercato)⁴ – giunge a ritenere che sia riconducibile ad una precisa scelta legislativa, non superabile in via interpretativa, pena la violazione del principio di legalità che informa il diritto sanzionatorio⁵, l'omesso richiamo nell'art. 182 TUF (recante l'ambito di applicazione del Titolo in questione) – e in particolar modo nel co. 2-*bis*⁶ – agli artt. 186 e 187-*quater* TUF, nei quali vengono previste ulteriori sanzioni, accessorie rispetto a quelle pecuniarie, tra le quali appunto quelle interdittive.

In altri termini, avuto riguardo (isolatamente) alla disposizione in questione, la giurisprudenza considera inapplicabile a (gli esponenti di) società i cui titoli sono "quotati" su un MTF le sanzioni interdittive di cui agli artt. 186 e 187-*quater* TUF, poiché, se il legislatore avesse inteso prevederne la relativa irrogabilità, avrebbe espressamente contemplato anche siffatte norme: in difetto di tale esplicito richiamo, la sanzione interdittiva non è applicabile alla suddetta fattispecie (in ossequio al principio di tassatività, applicabile agli illeciti tanto penali quanto amministrativi) in quanto integrante un illecito in relazione al quale detta sanzione non è prevista dalla legge.

Tuttavia, ad avviso di chi scrive, vi sono plurime ragioni, quantomeno in termini di interpretazione storica e sistematica (nonché latamente teleologica) delle norme in esame, che parrebbero condurre in direzione opposta.

Ora, è ben vero che, tra gli altri, gli MTF sono (stati) il crocevia di una combinazione di discipline, con percorsi tra loro in parte divergenti.

Per un verso, infatti, l'introduzione in Europa della direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II), a seguito della crisi finanziaria del 2008, ha imposto un *level*

⁴ Su cui, v., in luogo di molti, G. MARTIELLO, *Il "ravvedimento comunitario" del legislatore nazionale in materia di repressione degli «abusi di mercato»: prime note di commento all'art. 26 della legge n. 238/2021 («legge europea 2019-2020»)*, in *La legislazione penale*, 2022, 5, 1 ss.

⁵ E che, oltre alla "copertura" costituzionale di cui all'art. 25, è previsto, per le sanzioni amministrative, dall'art. 1 l. 689/91, ai sensi del quale «[n]essuno può essere assoggettato a sanzioni amministrative se non in forza di una legge che sia entrata in vigore prima della commissione della violazione. Le leggi che prevedono sanzioni amministrative si applicano soltanto nei casi e per i tempi in esse considerati».

⁶ Che, nella versione *ratione temporis* applicabile, disponeva quanto segue: «[...] le disposizioni degli articoli 184, 185, 187-bis e 187-ter si applicano ai fatti concernenti gli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2)», ossia, a mente di tale ultima disposizione, «gli strumenti finanziari [...] ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, per i quali l'ammissione è stata richiesta o autorizzata dall'emittente».

playing field tra mercati regolamentati, MTF e sistemi organizzati di negoziazione (OTF), al fine di creare una regolamentazione organica dell'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari (ossia indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati), volta a garantire una piena concorrenza tra diversi sistemi di negoziazione nonché mantenere l'integrità e l'efficienza globale del sistema finanziario. Di tal guisa, la predisposizione di un quadro coerente, che disciplinasse i principali tipi di sistemi di esecuzione degli ordini esistenti nel mercato finanziario europeo, ha portato ad un sostanziale allineamento dei requisiti per tutte le sedi di negoziazione e ad una più puntuale qualificazione delle attività che possono esservi svolte. Pertanto, le regole in materia di trasparenza del mercato e delle negoziazioni – unitamente, per quanto qui di maggior interesse, a quelle in tema di *market abuse* – sono state estese a tutte le *trading venues*, al dichiarato fine di accrescere la concorrenza tra le stesse, di spostare la liquidità sulle sedi di negoziazione regolamentate e di rafforzare il corretto operare del principio della *best execution* (peraltro pilastri sui quali il *framework* normativo fa affidamento per realizzare un efficiente mercato dei capitali in Europa).

Per altro verso, però, lo stesso legislatore europeo si è reso conto che un'acritica e piena equiparazione delle *trading venues* ai fini di un'omogeneizzazione dell'applicazione delle medesime regole avrebbe finito per sacrificare, sull'altare della coerenza del sistema, la stessa appetibilità dell'accesso ai mercati, potendo ciò, al contrario, rappresentare addirittura un disincentivo alla quotazione. Di qui, solo per citare due ultimi esempi, dapprima il piano di azione della Commissione per l'Unione dei mercati dei capitali (*Capital Markets Union* o CMU) del 2020, finalizzato – tra l'altro – a facilitare l'accesso delle imprese, in particolare le PMI, ai finanziamenti sui mercati dei capitali, seguito poi dal pacchetto di proposte della medesima Commissione del dicembre 2022 (c.d. *Listing Act*), elaborato in attuazione del predetto piano di azione e volto, tra le altre cose, a favorire l'accesso al mercato dei capitali sia nella fase di quotazione (modificando il Regolamento UE 2017/1129 sul prospetto) sia nella fase di permanenza sul mercato (modificando il MAR). In sintesi, il tratto comune

che si può leggere in filigrana, naturalmente ai fini che qui interessano, è che, pur nel generale contesto di protezione degli investitori ed integrità dei mercati, la semplificazione della regolamentazione (*sub specie* graduazione degli oneri di *compliance*, anche in funzione delle peculiarità delle *trading venues*) concretizzi un incentivo per gli emittenti a quotarsi.

È, dunque, corretto evidenziare una tensione tra differenti *ratio(nes) legis* che trovano il punto di intersezione proprio con riferimento agli MTF⁷, nonché, persino, come anche di recente lamentato in dottrina⁸, sollevare dubbi sull'opzione ordinamentale (invero nemmeno imposta dalla disciplina comunitaria e, dunque, probabilmente epifania di *goldplating*, con specifico riguardo agli illeciti amministrativi) di prevedere un'automatica applicazione delle sanzioni accessorie interdittive, senza possibilità di valutazione e graduazione, una volta irrogata la sanzione pecuniaria (fenomeno peraltro comune alle società quotate, indipendentemente dalla relativa *trading venue*, ma senza dubbio comparativamente più afflittivo nel caso degli MTF).

Non è, tuttavia, corretto, almeno *legibus sic stantibus* (ossia già in relazione alla disciplina applicabile *ratione temporis*, ma vieppiù, fatte salve eventuali considerazioni in tema di *favor rei*, di cui si dirà più avanti, alla luce del mutato contesto normativo), ritenere esistente uno “scalino sanzionatorio” in materia di *market abuse* tra società quotate in mercati regolamentati e MTF.

2. Il quadro normativo applicabile e le ragioni interpretative che escludono l'esistenza di uno “scalino sanzionatorio”. Avviando l'analisi concreta delle norme rilevanti, giova ricordare che la disciplina di riferimento è contenuta nell'art. 182, co. 2-*bis*, TUF, nella versione vigente *ratione temporis*⁹.

A regolare la materia degli abusi di mercato in maniera uniforme (essendo lo strumento legislativo in questione direttamente applicabile nei singoli Stati

⁷ Sulle peculiarità dei sistemi multilaterali di negoziazione, v., per tutti, M. CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati “semiregolamentati”*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera - G. Presti, I, Bologna, Zanichelli, 2020, 1140 ss.

⁸ Tra i vari, v., ad es., M. VENTORUZZO, *Questioni varie in tema di abusi di mercato*, in *Riv. soc.*, 2023, I, 188.

⁹ Cfr. *supra*, nt. 6.

membri senza necessità di misure domestiche di attuazione) è successivamente intervenuto il MAR, il quale, per quanto qui interessa, ha voluto estendere la disciplina degli abusi di mercato anche agli emittenti che richiedono l'ammissione dei propri strumenti finanziari alle negoziazioni in un sistema multilaterale di negoziazione.

Sotto questo specifico profilo, però, l'estensione agli MTF della disciplina sugli abusi di mercato era stata operata dal legislatore nazionale già ben prima dell'entrata in vigore del MAR con il d.lgs. n. 101 del 17 luglio 2009. Tale estensione era in particolare avvenuta tramite l'inserimento (i) nell'art. 180 TUF di un'integrazione (co. 1, lett. a), n. 2) che prendeva in considerazione, a fini definitivi, gli strumenti finanziari negoziati sugli MTF¹⁰; (ii) nell'art. 182 del più volte menzionato co. 2-*bis*, che indicava le norme sanzionatorie applicabili all'operatività su tali strumenti finanziari¹¹; e (iii) negli artt. 184 e 185 TUF di sanzioni penali contravvenzionali specifiche, a fronte di quelle da delitto, e ben più gravi, già previste per le operazioni su strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati.

Se questo è, dunque, il quadro normativo di riferimento, pare relativamente semplice, come del resto fa la menzionata giurisprudenza, richiamare il principio di legalità – applicato *mutatis mutandis* nel caso di specie per le sanzioni amministrative – per sancire che il combinato disposto degli artt. 180, co. 1, lett. a), n. 2 e 182, co. 2-*bis*, TUF induce a ritenere inapplicabili le sanzioni di cui agli artt. 186 e 187-*quater* quando trattasi di operazioni su strumenti finanziari negoziati su MTF: poiché, infatti, le prime due disposizioni indicano quali sono le norme sanzionatorie applicabili ai fatti commessi in relazione a strumenti finanziari negoziati su MTF, e tra queste non figurano gli artt. 186 e 187-*quater*, allora deve imputarsi ad una precisa scelta legislativa in tal senso quella di non applicare le sanzioni accessorie interdittive, dato che, appunto, *nullum crimen sine lege*.

¹⁰ A mente della quale «*gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, per i quali l'ammissione è stata richiesta o autorizzata dall'emittente*».

¹¹ Cfr. *supra*, nt. 6.

Tuttavia, anche a voler valorizzare il principio di proporzionalità complessiva del trattamento punitivo, enfatizzando una presunta esigenza di graduazione della dosimetria sanzionatoria in funzione della diversa caratterizzazione delle *trading venues* (in tesi, meno aspra per gli MTF), una pluralità di ragioni dovrebbero indurre ad accedere ad una diversa interpretazione.

In primo luogo, l'argomento che pare più forte per smentire la tesi appena illustrata è proprio quello della lettura dell'intera norma in questione (l'art. 182 previgente) in luogo della sola specifica disposizione già richiamata (il co. 2-*bis*). Infatti, il co. 2¹², immediatamente precedente il 2-*bis* e riferito a strumenti quotati in mercati regolamentati, aveva una struttura esattamente identica a quella del comma successivo. Di talché se ne poteva desumere una perfetta coincidenza voluta dal legislatore italiano tra l'ambito applicativo delle norme in materia di abusi di mercato per i fatti concernenti gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato rispetto a quello relativo ai fatti concernenti gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione¹³.

Verrebbe così a cadere ogni eventuale dissimmetria tra mercati regolamentati e MTF, giustificata, in tesi, dall'esigenza di valorizzare le peculiarità dei secondi al fine di impernarvi un presunto atteggiamento più benevolo del legislatore nei confronti di una sede di negoziazione, quale l'MTF, meno strutturata rispetto al mercato regolamentato.

Senza contare, poi, che nella congerie di interventi legislativi che, nel corso degli ultimi anni, hanno investito il Titolo I-*bis* del TUF concernente gli abusi

¹² Che, nella versione *ratione temporis* applicabile, disponeva quanto segue: «[...] *le disposizioni degli articoli 184, 185, 187-bis e 187-ter si applicano ai fatti concernenti gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri Paesi dell'Unione europea*».

¹³ In altri termini, in ossequio alla scelta del legislatore di ampliare agli MTF la disciplina in materia di abusi di mercato, è stata inserita una norma che riproduce pedissequamente quella che aveva incluso in tale ambito di applicazione i fatti concernenti gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

di mercato¹⁴, versioni successive dell'art. 182 – tra cui quella attualmente in vigore – non prevedono più una disciplina separata in due commi diversi tra MTF e mercati regolamentati¹⁵: benché non sia dato sapere se, “in positivo”, tale scelta sia volta ad equiparare scientemente *in parte qua* le due fattispecie di *trading venues*, certamente, però, “in negativo”, toglie forza persuasiva all'interpretazione tesa a valorizzare le peculiarità – anche sotto il profilo del trattamento sanzionatorio – degli MTF.

Ma v'è di più. A seguire l'argomento interpretativo secondo cui il legislatore *ubi tacuit noluit*, si dovrebbero ritenere inapplicabili ai casi di illecito compiuto con riferimento a strumenti finanziari negoziati su un MTF anche le ulteriori disposizioni del Titolo relativo agli abusi di mercato non richiamate nel co. 2-*bis* dell'art. 182, tra cui quelle in materia di confisca (artt. 187 e 187-*sexies*) o in tema di responsabilità dell'ente (art. 187-*quinquies*) – conseguenza peraltro ampiamente smentita nella prassi applicativa, come rinvenibile, tra l'altro, nel Bollettino che dà contezza delle sanzioni irrogate dall'Autorità –, nonché, soprattutto, al fine di estremizzare gli esiti paradossali cui condurrebbe l'impostazione qui criticata, l'art. 187-*septies*, avente ad oggetto la procedura sanzionatoria, dal che potrebbe addirittura conseguire l'invalidità del procedimento stesso.

Indugiando ancora sull'argomento apagogico, non si può del resto ignorare la circostanza che, avendo acclarato la totale simmetria dei previgenti co. 2 e 2-*bis* (come detto, riferiti rispettivamente ai mercati regolamentati e MTF), da tale situazione dovrebbe derivare che le norme summenzionate non dovrebbero trovare applicazione nemmeno in relazione a fatti commessi su strumenti finanziari trattati su mercati regolamentati. Il che è, evidentemente, oltre che illogico, anche assurdo e recisamente negato dai fatti.

¹⁴ Su cui, v., in luogo di molti, F. D'ALESSANDRO, *Market Abuse*, in *Il Testo Unico finanziario*, cit., II, 2205 ss. e G. MARTIELLO, *Il “ravvedimento comunitario”*, cit., 2 ss.

¹⁵ L'art. 182 TUF oggi in vigore dispone infatti che «[l]e disposizioni degli articoli 184, 185, 187-*bis* e 187-*ter* si applicano ai fatti concernenti: a) strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea; b) strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro Paese dell'Unione europea».

Infine, ad avvalorare la plausibilità della tesi contraria a quella fatta propria dalla giurisprudenza in esame, può valer la pena ricordare che la relazione illustrativa al citato d.lgs. n. 101/2009 (con cui, giova ribadirlo, è stata estesa agli MTF la disciplina degli abusi di mercato in Italia) affermava espressamente che la modifica dell'art. 182 era volta ad «*estendere l'ambito di applicazione della normativa sanzionatoria di cui al Titolo I-bis [...] della Parte V del TUF ai reati e illeciti commessi in relazione a strumenti finanziari ammessi [...] alla negoziazione, anche in un sistema multilaterale di negoziazione italiana*»¹⁶. Del resto, questo spunto di interpretazione autentica, che depone nel senso di orientare l'estensione verso il complessivo apparato sanzionatorio già contemplato per i mercati regolamentati, piuttosto che nel senso di un “*cherry-picking*” soltanto di talune disposizioni rilevanti, è coerente con la finalità perseguita dal legislatore italiano, ossia quella di «*garantire adeguati livelli di tutela [...] per gli investitori che si rivolgono [agli MTF]*», mediante la predisposizione di «*un complesso di regole che garantiscano il corretto svolgimento delle negoziazioni, sanzionando allo stesso tempo quelle condotte fraudolente (i cc.dd. abusi di mercato) che hanno l'effetto di disincentivare i soggetti potenzialmente interessati ad investire in quel mercato*»¹⁷.

Certo, resta un fatto: la lettera dell'art. 182 – tanto nella versione antecedente quanto in quella attualmente in vigore – prevede espressamente l'applicazione soltanto di talune norme (segnatamente, gli artt. 184, 185, 187-*bis* e 187-*ter*, recanti le norme incriminatrici, penali o amministrative, degli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato) ai fatti concernenti, tra gli altri, strumenti finanziari ammessi in un sistema multilaterale di negoziazione. Per completezza di analisi, accanto alla *pars destruens* (della tesi contraria) che precede, è dunque opportuno provare a ricostruire, in positivo, il senso di questa impostazione, onde scongiurare l'esistenza di una lacuna nell'ordinamento.

¹⁶ Cfr. relazione illustrativa del Governo al d.lgs. n. 101/2009.

¹⁷ *Ibid.*

Anzitutto, si premetta che la formulazione in questione della norma esiste, in una versione sostanzialmente simile a quella in discussione, sin dall'avvento originario del TUF nel 1998, quando il "vecchio" art. 183, co. 2 (*Ambito di applicazione*) – poi divenuto 182 per effetto della rinumerazione complessiva operata dall'art. 9 della l. n. 62 del 18 aprile 2005 (Legge comunitaria 2004) – stabiliva che «[...] *le disposizioni degli articoli 180 e 181* [ossia i reati di abuso di informazioni privilegiate e aggio su strumenti finanziari, n.d.r.] *si applicano ai fatti concernenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione europea*». Dunque, è verosimile ritenere che le successive variazioni sul tema (vedasi il co. 2-*bis* dell'art. 182, come introdotto dal d.lgs. 101/2009) non siano (state) necessariamente indice di specifiche opzioni di sistema, bensì, più probabilmente, reiterazioni tratlative di un linguaggio preesistente, mutuato per ragioni di semplicità e comodità.

In ogni caso, il senso del puntuale richiamo (solo) alle disposizioni che descrivono le fattispecie violative in materia di abusi di mercato, sia in ambito penale che amministrativo, deve probabilmente essere ricostruito come quello di stabilire la illiceità delle condotte in quelle norme delineate ove aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati nelle *trading venues* ivi contemplate. Si tratta, cioè, in armonia con la rubrica dell'articolo, di un criterio di individuazione dell'ambito oggettivo di applicazione della fattispecie incriminatrice: pertanto, ove se ne integrino effettivamente gli estremi, troverebbe applicazione, per effetto della tecnica del rinvio, tutta la disciplina afferente alla norma oggetto, appunto, di rinvio. Il che pare, peraltro, indubbio nel caso – che qui ci occupa – delle sanzioni interdittive accessorie (di cui agli artt. 186 e 187-*quater* TUF), ma anche in quello della confisca (di cui agli artt. 187 e 187-*sexies* TUF), posto che l'applicazione di entrambe le misure (sanzioni interdittive accessorie e confisca) è automatica in caso di irrogazione delle sanzioni penali e amministrative (ossia pecuniarie) previste dalle norme incriminatrici predette. In altri termini, posto che il legislatore ha valutato come opportuno collegare in modo automatico alla irrogazione della pena principale anche quella accessoria (interdittiva e/o confisca), l'assenza di apposito richiamo nella norma corrispondente del TUF non ne impedirebbe

comunque l'applicazione, essendo necessaria, al contrario, laddove il legislatore avesse davvero inteso introdurre deroghe così rilevanti alla disciplina sanzionatoria di una determinata fattispecie incriminatrice, una espressa previsione di esonero (che appunto manca).

Ciò, seppur da prospettiva differente, ribadisce l'inidoneità del mero silenzio dell'art. 182, co. 2-*bis*, TUF ad escludere l'applicazione (invero automatica) delle sanzioni accessorie interdittive anche nel caso di strumenti finanziari negoziati su MTF.

3. Lo specifico caso della sanzione accessoria interdittiva dalle cariche sociali. L'unico, piccolo, spiraglio per poter sostenere l'esistenza di un presunto "scalino sanzionatorio" (tra mercati regolamentati e MTF) lo si può, al più, rinvenire direttamente nell'art. 187-*quater* TUF in tema di sanzioni accessorie interdittive (e, più specificamente, di interdizioni dalle cariche sociali).

Si premetta, intanto, che l'art. 187-*quater* TUF contempla, tra le altre, una sanzione accessoria interdittiva che va al di là delle ipotesi minime previste dalla disciplina europea, atteso che l'art. 30, co. 2, MAR include tra le misure minime che le Autorità (nazionali) possono comminare l'interdizione esclusivamente «*dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento*», per tali intendendosi gli intermediari abilitati ai sensi della direttiva MiFID II, mentre alcun riferimento è presente a forme di interdizione da incarichi nelle società emittenti, quotate o non quotate. La presenza all'interno dell'art. 187-*quater* TUF di ipotesi di interdizione riguardanti anche gli esponenti di «*società quotate*» è, dunque, aggiuntiva rispetto al minimo imposto alle norme europee (pure già dotate di notevole gravità).

Più in particolare, nella versione in vigore *ratione temporis* dell'art. 187-*quater* TUF¹⁸, oltre alla perdita dei requisiti di onorabilità per i soli soggetti iscritti

¹⁸ Che, al co. 1, disponeva quanto segue: «[l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo importa la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale dei soggetti abilitati, delle società di gestione del mercato, nonché per i revisori e i promotori finanziari e, per gli esponenti aziendali di società quotate, l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione

ad albi o registri (che in questa sede non rileva), era prevista «*per gli esponenti aziendali di società quotate, l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate*».

In altri termini, nell'oggetto dell'interdizione prevista, non erano ricompresi gli incarichi in società emittenti strumenti finanziari negoziati su MTF e, d'altra parte, la specifica sanzione accessoria pareva applicabile soltanto a chi avesse agito nella qualità di «*esponenti aziendali di società quotate*». Infatti, la norma appariva costruita in modo tale da considerare come destinatari della sanzione accessoria i soggetti che avessero operato già rivestendo la posizione di «*esponenti aziendali di società quotate*»¹⁹.

Benché nelle versioni successive della disposizione, fino a quella attualmente in vigore, l'inciso sulla "qualifica" soggettiva sia venuto meno²⁰, nell'impostazione giurisprudenziale (qui criticata) tale elemento rappresentava, effettivamente, un ulteriore spunto, *ad adiuvandum*, per ribadire che anche il dato letterale dell'art. 187-*quater* fosse costruito in modo tale da escludere, da ogni punto di vista, la rilevanza degli strumenti finanziari trattati su MTF e dei relativi emittenti.

In verità, il rilievo della disposizione in questione pare duplice.

Per un verso, è effettivamente opinabile il senso da attribuire, nell'economia della struttura della norma, allo "*status*" del soggetto al momento della commissione dell'illecito: all'opinione di chi lo ritiene condizione di applicabilità della misura interdittiva, si può forse replicare che il medesimo sia,

e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate».

¹⁹ Peraltro, era (ed è) in proposito pacifico, in base alle stesse definizioni contenute nel TUF, che si ha il fenomeno della "quotazione" esclusivamente con riferimento alla negoziazione di strumenti finanziari su mercati regolamentati, in forza di quanto previsto dall'art. 1, co. 1, lett. w), TUF, secondo cui sono «*emittenti quotati*» quei soggetti «*che emettono strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato italiano*», mentre, a loro volta, i mercati regolamentati sono quelli indicati dall'art. 1, co. 1, lett. w-ter), TUF, per definizione diversi dai sistemi multilaterali di negoziazione, sulla base di quanto dettagliatamente indicato nella Parte III TUF.

²⁰ La disposizione in questione, in effetti, oggi sancisce che «*[l']applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dagli articoli 187-bis e 187-ter importa [...] b) l'interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate [...]*».

al contrario, semplicemente espressivo dell'effetto inibitorio tipico della misura stessa. Ne discenderebbe, in sostanza, che, sia nel caso in cui i comportamenti illeciti vengano posti in essere da soggetti che, alla data di adozione al provvedimento sanzionatorio ricoprono cariche presso soggetti quotati, è necessario che questi vengano esclusi dalle cariche coperte; sia nel caso in cui comportamenti antiggiuridici vengano posti in essere da soggetti che, alla data di adozione del provvedimento sanzionatorio non ricoprono le predette cariche, è necessario che sia loro preclusa l'assunzione di tali cariche per tutto il periodo di tempo oggetto della sanzione stessa.

Per altro verso, e in maniera forse ben più assorbente, v'è però da evidenziare che l'art. 187-*quater* TUF non estende *in parte qua* l'interdizione degli esponenti aziendali anche alle società trattate su un MTF.

Il fatto che la disposizione in questione si riferisse esclusivamente agli incarichi ricoperti in società quotate è probabilmente da ascrivere alla ragione storica che l'originario Capo IV del Titolo I del TUF è stato sostituito con il Titolo I-*bis* dalla già citata l. 62/2005, allorquando ancora gli MTF non esistevano (avendo gli stessi fatto la loro comparsa soltanto a partire dal 2009).

Tuttavia, nemmeno le recenti modifiche hanno "ovviato" a questo presumibile difetto di coordinamento²¹.

Pertanto, il principio di tassatività vigente anche in materia di sanzioni amministrative imporrebbe effettivamente – stavolta sì, non essendovi incongruenze derivanti dall'adozione di tale impostazione – l'impossibilità per l'Autorità di decretare l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di MTF, potendo solo applicare tale sanzione accessoria in relazione alle società quotate (su mercati regolamentati) e alle società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate.

4. Conclusioni. In definitiva, ciò che emerge chiaramente da quanto precede è che, nell'ordinamento italiano, ma forse più in generale in quello

²¹ V. nt. precedente.

europeo, esiste un tema di adeguatezza della risposta sanzionatoria in caso di eventuali violazioni in materia di *market abuse* riferite a strumenti finanziari negoziati in sedi diverse dai mercati regolamentati.

Soltanto da ultimo il legislatore comunitario pare essersi reso conto della sproporzione, in termini di costi di *compliance*, derivante dall'equiparazione tra società quotate in mercati regolamentati e, come nel caso di specie, MTF ai fini dell'ottemperanza alla legislazione in tema di abusi di mercato. L'intervento, però, si concentra sul versante della riduzione degli oneri, per così dire, "sostanziali", nulla disponendo in chiave punitiva.

E nemmeno il legislatore italiano, che pure ha avuto di recente l'opportunità – più o meno imposta dalla pregressa inottemperanza alle norme europee – di intervenire in ambito sanzionatorio, ha ritenuto appropriato disegnare un reticolato punitivo *ad hoc* per le *trading venues* diverse dai mercati regolamentati.

Pertanto, ogni – pur giusta – esigenza di "perequazione punitiva" non può fondarsi sulla presunta esistenza di uno "scalino sanzionatorio" (come dimostrato, in realtà assente) a seconda della *trading venue* coinvolta. Al contrario, la stessa è rimessa, allo stato attuale, esclusivamente alla valutazione del giudice che, in assenza di appositi "appigli" normativi, potrà, se del caso, intervenire solamente sulla quantificazione della sanzione, tenendo conto delle peculiari caratteristiche dei mercati non regolamentati di volta in volta interessati, peraltro non potendo (e dovendo) ignorare la draconiana "tagliola" rappresentata dall'automatica irrogazione delle sanzioni accessorie.