

Procedimento e processo nella riforma sul risparmio

di Giancarlo Montedoro¹

1. Premessa 2. La crisi contingente e le necessità strutturali. 3. Le prospettive europee e la risposta americana 4. Il rafforzamento delle amministrazioni indipendenti che vigilano sui mercati finanziari tra procedimento e processo 5. Moral suasion e motivazione dell'atto amministrativo. 6 Problemi processuali. 7 Conclusioni

1. Premessa

Per poter valutare convenientemente il quadro della disciplina procedimentale e processuale introdotta dalla legge 28 dicembre 2005 n. 262 occorre definire qual è la ragion d'essere della regolazione in campo finanziario.

La teoria economica è concorde nell'assegnare alla regolamentazione il compito di intervenire per correggere i fallimenti del mercato ed il rischio di fallimenti del mercato è aumentato esponenzialmente a seguito della globalizzazione e finanziarizzazione dell'economia.²

I mercati finanziari sono caratterizzati dalla difficoltà di realizzare distribuzioni pienamente simmetriche delle informazioni e, in un mondo dove vi sono strette interdipendenze fra imprese industriali, finanziarie e bancarie, la possibilità di coinvolgimento delle imprese finanziarie nelle crisi delle società da esse sostenute ed i riflessi monetari delle passività bancarie accentuano i rischi di crisi sistemiche derivanti dalle operatività di soggetti privati (mentre le crisi sistemiche classiche sono state storicamente legate a difetti funzionali delle organizzazioni pubbliche di controllo dell'economia).

Tuttavia il livello dei controlli e la loro adeguatezza sono inevitabilmente chiamati in causa, anche quando il pericolo di errori e falsi apprezzamenti dei mercati è dovuto - più che all'inerzia dei controllori - alla prevalenza (ed oggettiva inadeguatezza) dei moduli operativi disciplinati dal diritto privato dei contratti , alla diffusione della lex mercatoria, all'insufficienza dei meccanismi di tutela dei contraenti deboli, alla oggettiva difficoltà di controllare mercati sopranazionali mediante il mero meccanismo della collaborazione fra autorità nazionali.

Guido Rossi è stato di esemplare chiarezza nell'indicare questo tratto della modernità giuridica : prevalenza del diritto sulla politica e dell'economia sul diritto, quale riflesso della crisi dello statualità di fronte all'incedere dei mercati.

In questo la sua analisi non si differenzia da quella di Irti, che primo fra tutti, ha evidenziato opportunamente l'artificialità dei mercati, per ricordarci che la democrazia deve (può) ancora avere un suo spazio.

In questa epocale lotta fra mercato e Stato, fra teologia del mercato e teologia dello Stato, fra dimensione privata della vita e dimensione pubblica degli interessi regolati, un ruolo difficile, a volte ambiguo ormai, svolgono le autorità.

Ad esse è consegnato il compito di difendere ciò che resta del pubblico interesse nello spazio giuridico neutralizzato del mercato, in modo *separato ed indipendente dalla politica, ma non*

¹ Relazione tenuta al *Congresso giuridico per l'aggiornamento forense* Roma 30 marzo 2006; nella sessione mattutina dedicata alla *Riforma del risparmio*, presieduta da Guido Alpa , si sono avuti interventi di F. Capriglione, M. Sepe, V. Troiano, E. Bani, A. Tucci. **Il lavoro, corredato da note, sarà inserito, insieme a quello degli altri intervenuti, in un volume di rielaborazione degli atti del Convegno in corso di pubblicazione presso la CEDAM.**

² Cfr. M. ONADO *La vigilanza nella dimensione europea* in AAVV *La vigilanza sul mercato finanziario* a cura di M.R. FARINA Milano 2005 , pag. 3 e ss.

autoreferenziale, come è stato opportunamente sottolineato, più volte, nei suoi recenti interventi pubblici da Antonio Catricalà.

È questo il ruolo difficile, ma non impossibile, che possono svolgere le autorità nel tempo presente: accompagnare lo sviluppo dei mercati secondo la logica di auto-produzione delle regole che connota il loro dominio sulla politica, salvaguardando nel contempo gli stessi mercati dalla loro atavica debolezza, dalla loro incapacità di evitare i fallimenti, dalla loro tendenza autodistruttiva.³

È sorprendente vedere, alla fine della crisi più grave che ha riguardato la Banca d' Italia dal momento della sua nascita, come rinascano, quale rimedio e farmaco somministrato dal legislatore rispetto al rischio dell'autoreferenzialità, le ragioni del procedimento e del processo amministrativo. Qui si consuma una *nemesi storica* : la politica, spesso in tensione rispetto alla magistratura per ragioni contingenti ed anche per effetto della moderna insofferenza rispetto alla possibilità di riconoscere all'attività creativa del giudice lo spazio che le compete nel circuito della produzione ed applicazione delle norme , torna ad affidare al giudice , ed al giudice amministrativo in particolare, il compito di garantire il controllo sulla trasparenza e la ragionevolezza dell'operato delle autorità, rafforzando la loro indipendenza ma , nel contempo, assoggettando la loro attività a più stringenti regole procedurali (nasce così il giudice amministrativo come giudice dell'economia del quale ha parlato il Pres. De Lise nella sua relazione alla cerimonia di apertura dell'anno giudiziario presso il Tar del Lazio).

Il giudice amministrativo diviene sempre più giudice dell'economia e dei mercati, imbozzolati nella regolazione delle autorità, e, quindi, affidati al sindacato giudiziario della nuova giurisdizione amministrativa esclusiva, le quante volte gli atti di regolazione eccedano la razionalità economica, le buone regole della discrezionalità tecnica.

Nel contempo le autorità competenti sulla vigilanza nell'ambito dei mercati finanziari vengono assoggettate ad un corpus di regole comuni, differenziate da quelle di altre autorità di settore (ad esempio differenti dalle regole che connotano l'agere delle autorità che operano nel campo dei servizi pubblici come l'autorità per l'energia elettrica ed il gas e l'autorità per le comunicazioni).

In primo luogo rilevano alcune finalità comuni dell'agere delle authorities nel campo finanziario:

- la tutela della moneta e della stabilità dei prezzi (attraverso la partecipazione della Banca d' Italia agli organi della Banca centrale europea) anche attraverso il controllo della c.d. moneta bancaria ;
- la salvaguardia della stabilità del sistema finanziario complessivamente inteso e dei singoli intermediari che lo compongono, prevenendo il rischio sistemico attraverso la modulazione del credito di ultima istanza ed attraverso la vigilanza sia di tipo strutturale (sui soggetti) che di tipo prudenziale (sulle attività);
- la protezione del risparmiatore, tipico contraente debole dei contratti finanziari, mediante controlli di trasparenza e di correttezza, che riguardano sia gli intermediari che le imprese emittenti titoli sui mercati regolamentati;
- la concorrenza degli intermediari e dei mercati, naturalmente garantita nella crescente consapevolezza che il grado di competitività dei mercati è determinato da condizioni di tipo strutturale e da interventi che attengono più strettamente alla sfera della legge antitrust che mediante l'adozione di attività regolatorie specificamente mirate a coniugare stabilità ed efficienza dei mercati finanziari.

2. La crisi contingente e le necessità strutturali.

Non v'è dubbio che la scalata di ABN Ambro alla Antonveneta contrastata dalla Banca Popolare italiana nel modo a tutti noto ed assurdo a simbolo di un capitalismo malato (con la

³ Ancora M. ONADO op. ult.cit. pag. 4 e ss. nonché G.MONTEDORO e M.T.FIOCCA *Latte e tulipani. Errori e falsi apprezzamenti dei mercati*, Rivista CERDEF, n. 12 del 2005 *L'errore* .

autoqualificazione del proprio operato come quello di furbetti del quartierino) ha evidenziato degenerazioni e disfunzioni dell'attività di vigilanza.

Ma sarebbe improprio ed altamente ingiusto ritenere che la crisi abbia evidenziato problemi generalizzati nell'istituzione Banca d'Italia, che, al suo interno, ha rivelato, anche in questa occasione, di disporre di funzionari preparati, accorti e dotati di alto senso del dovere e delle istituzioni.

Certo il disvelamento dei retroscena delle scalate bancarie (rivelati dalle intercettazioni sulle utenze del Governatore e dall'emersione di una inopportuna familiarità con alcuni soggetti controllati) ha posto al centro della crisi, in modo del tutto inedito, la persona del Governatore, le azioni dallo stesso intraprese e le decisioni assunte.

La discussione, anche politica, si è incentrata, per mesi, sull'opportunità che il governatore rassegnasse le sue dimissioni, e, mancando questo gesto spontaneo, sulla possibilità di revocargli il mandato.

D'altra parte, al di là della vicenda e della parabola personale del Governatore, giova rimarcare che le crisi istituzionali raramente sono causate da mere condotte di singoli essendo spesso il frutto di contraddizioni sistemiche (nella specie dovute alla natura bancocentrica del sistema economico ed alla struttura *relationship based* del mondo finanziario).

Inoltre la difficoltà della soluzione della crisi ha evidenziato insufficienze e limiti del Consiglio Superiore della Banca d'Italia, organo risultato troppo debole, incerto ed autoreferenziale, in definitiva non in grado di esprimere, in un momento di incertezza politica ed economica profonda, una linea istituzionale chiara, di salvaguardia degli interessi pubblici in giuoco.

Il mancato intervento di tale organo (e quindi di virtuosi meccanismi che coniugassero indipendenza e responsabilità) ha determinato l'abnorme prolungamento della crisi.

E' assurdo agli onori delle cronache l'art. 19 dello Statuto della Banca d'Italia, fino ad allora noto solo ai commenti degli specialisti, disposizione alla quale mi era occorso di dedicare uno studio, che ha avuto qualche fortuna fra gli addetti ai lavori, nel 1994, a ridosso di un'altra, meno grave crisi, attraversata dalla Banca d'Italia, in occasione della nomina del dott. De Sario a direttore generale e della pretesa dell'esecutivo (in verità rientrata abbastanza presto) di ignorare le designazioni del Consiglio superiore della Banca d'Italia.⁴

In tale studio il procedimento di nomina e revoca dei vertici dell'Istituto veniva ricondotto ad un atto di competenza del Consiglio superiore, approvato poi dal Presidente della Repubblica con decreto promosso dal Presidente del Consiglio dei Ministri, di concerto con il Ministro per il Tesoro (ora Ministro dell'economia e delle finanze), sentito il Consiglio dei Ministri.

Un procedimento complesso, nel quale la nomina e la revoca dei vertici dell'istituto – a tutela dell'indipendenza dello stesso – non è di competenza del Governo, ma di competenza del Consiglio Superiore e l'operato del Governo, qualificato espressamente quale approvazione si colloca all'esterno del provvedimento di nomina e successivamente ad esso.

Ciò si diceva al fine di garantire che ogni nomina e revoca avvenisse all'interno dell'Istituto, in modo rispettoso dell'autonomia dello stesso, lasciando al potere politico il compito, puramente demolitorio, del controllo (riportato al genus degli atti di alta amministrazione, connotati da un profilo di merito e da ampia discrezionalità).

Al Consiglio Superiore, in difetto di dimissioni spontanee del Governatore, spettava la decisione sul *contrarius actus* rispetto alla nomina, ossia sulla revoca del Governatore.

Ma nel Consiglio Superiore tale decisione, per una complessa serie di ragioni, non è maturata tempestivamente, o quantomeno, con la tempestività che sarebbe stata necessaria in un frangente di così alta esposizione dell'Istituto rispetto al circuito della responsabilità politica e nell'ambito dell'ordinamento internazionale.

Ineccepibile da un punto di vista giuridico (e comunque ispirata anche da apprezzabile attenzione a non violare l'autonomia dell'Istituto), durante la crisi, appare la posizione tenuta dal Governo,

⁴ Cfr. G. MONTEDORO *Il principio di separatezza fra politica ed amministrazione nel paradigma dei rapporti fra Governo e Banca d'Italia*, in *Mondo Bancario*, 1994, pag. 21 e ss.

connotata dalla attenzione al principio di tutela dell'indipendenza dell'Istituto, dalla volontà di evitare forzature, dal rifiuto di violare disinvoltamente normative per accorciare i tempi della crisi, unitamente al costante richiamo operato nei confronti del Governatore al fine di permettergli di valutare costantemente la difficoltà di una sua permanenza in carica senza l'esistenza di un raccordo con la politica .

Tutte queste scelte sono state apprezzabili, sotto lo stretto profilo tecnico, anche se hanno determinato, inevitabilmente, l'approfondirsi delle tensioni e, di conseguenza, la crescita della consapevolezza della necessità di interventi sul piano normativo e non semplicemente amministrativo.

Peraltro tale consapevolezza ha evitato di concentrarsi in modo fuorviante sul problema (pure importante e necessario) della mera sostituzione della persona al vertice dell'istituto, così come ha evitato di innescare i consueti e vergognosi meccanismi della ricerca del capro espiatorio, meccanismi mai accettabili e tanto comuni da potersi considerare una costante dell'animo umano (indagata da René Girard); determinando una certa attenzione sulle condizioni che avevano consentito che si verificassero i comportamenti che apparivano come discutibili ed esponevano il Paese al pesante giudizio di inaffidabilità minacciato dai mercati internazionali.

Di qui la esigenza di un intervento normativo di più ampio respiro capace di inquadrare il ruolo istituzionale delle amministrazioni indipendenti nel quadro delle nuove esigenze portate da globalizzazione dei mercati e ampliarsi dei rischi sistemici.

Non v'è dubbio, infatti, che le forze spontanee dei mercati non riescono a raggiungere un punto di equilibrio in modo naturale e, conseguentemente, i Paesi occidentali, ricorrono ad autorità amministrative indipendenti al fine di realizzare , attraverso la regolamentazione , forme di protezione dagli squilibri endemici caratteristici dei mercati finanziari.

Peraltro l'opera delle amministrazioni indipendenti non è sempre improntata a canoni di correttezza e talvolta non è risolutiva nell'affrontare le crisi scontando alcune difficoltà che sono state analizzate sul piano economico e giuridico.

I problemi sul tappeto sono stati più volte segnalati e possono essere così sintetizzati :

- 1) eccesso di regolamentazione a livello dei singoli Paesi con la conseguenza di non avere più un controllo aderente alla realtà;
- 2) carenze di regolamentazione a livello europeo;
- 3) natura eterogenea e scarsamente coordinata delle attività di controllo.

Il primo problema deriva dalla presenza di un ordinamento multilivello, con un sistema delle fonti assolutamente esplosivo, nel quale operano, con poteri di regolazione, più autorità connotate da analoghe finalità (ad es. per stare in Italia, vi è una sovrapposizione di fonti comunitarie , fonti interne , e regolazioni di Banca d'Italia, CONSOB, ISVAP in tema di trasparenza di banche , società di investimento ed assicurazioni) secondo una logica per soggetti e non per finalità emanando una pluralità di normative che si intersecano; il secondo problema è dato dalla carenza di una disciplina europea a fronte di un'integrazione dei mercati che imporebbe di superare la logica della mera armonizzazione dei diritti nazionali per approdare ad un'autorità di tipo europeo ; il terzo problema dipende dalla diversa natura delle competenze , dei poteri delle autorità e dai diversi modelli di indipendenza ed accountability delle amministrazioni.

Un veloce raffronto- prevalentemente descrittivo - fra la situazione normativa europea e quella nordamericana è in grado di dare un particolare angolo visuale alle altre dimensioni critiche della disciplina vigente e di illuminare su molte delle ragioni delle scelte operate dal legislatore della riforma.

3. Le prospettive europee e la risposta americana

Due documenti fondamentali, il Financial Services Action Plan e il Risk Capital Action Plan hanno fissato scadenze ambiziose e imminenti per l'effettiva integrazione dei mercati finanziari europei al dettaglio: rispettivamente il 2005 per la generalità dei mercati e il 2003 per il mercato dei capitali di rischio, in particolare per le varie forme di private equity. Inoltre, il Rapporto Lamfalussy pubblicato nel 2001, ha indicato i principali problemi aperti, le procedure da adottare e le istituzioni e i comitati che dovrebbero consentire di raggiungere finalmente l'integrazione completa dei mercati finanziari.

Il piano per i servizi finanziari

Il Piano per i servizi finanziari muove dalla constatazione che i mercati finanziari europei sono ancora fortemente segmentati e le imprese e i consumatori non possono ricorrere direttamente ai servizi di intermediari di altri paesi. Ciò limita la concorrenza all'interno dell'area, vanifica una parte dei vantaggi potenziali della moneta unica e riduce la competitività del sistema finanziario europeo rispetto agli altri paesi, in particolare gli Stati Uniti. Ne deriva un limite allo sviluppo economico complessivo particolarmente consistente. Una recente ricerca stima che la mancata integrazione nel campo dei servizi finanziari costa all'unione europea almeno 0.5-0.7 punti di crescita annua del Pil. Si tratta di un costo opportunità enorme per un'area che da molti anni ha rinunciato ad essere la locomotiva della crescita mondiale. Vale inoltre la pena di ricordare che il piano finanziario è una delle componenti fondamentali di una strategia complessiva che mira a fare dell'Europa l'area più competitiva a livello mondiale entro il 2010.

Il rapporto Lamfalussy

Il Comitato Lamfalussy è stato incaricato, nell'ambito di questo piano di azione, di valutare l'efficacia del quadro regolamentare europeo in materia di mercati finanziari e di formulare proposte per superare i problemi riscontrati. Fra questi ultimi, il rapporto finale ha richiamato l'urgenza di rivedere le regole in materia di:

- a) sollecitazione all'investimento (realizzazione del principio del prospetto unico, cioè del "passaporto europeo" per la quotazione);
- b) intermediari e mercati (revisione della Direttiva sui servizi di investimento, con relative regole di comportamento per gli intermediari e norme contro gli abusi di mercato);
- c) organismi collettivi di investimento (revisione sostanziale delle direttive in materia);
- d) clearing e settlement dei mercati, nel principio della piena concorrenza europea;
- e) criteri contabili per l'informativa societaria (adozione degli International Accounting Standards).

Il Comitato Lamfalussy ha poi proposto una procedura a quattro livelli che dovrebbe consentire un'efficace collaborazione fra le molte autorità e istituzioni coinvolte.

Il primo livello prevede meccanismi formali di consultazione e di informazione di tutte le parti interessate, inclusi ovviamente gli operatori e le rispettive associazioni di categoria.

Il secondo livello riguarda l'emanazione delle norme europee: è previsto che queste debbano in futuro riguardare principi generali e non singoli dettagli, così come è prevista l'istituzione di due nuovi comitati: il CESR (Committee of European Securities Regulators, composto dalle autorità di vigilanza) e l'ESC (European Securities Committee a supporto della Commissione europea). Entrambi i comitati sono stati costituiti lo scorso giugno: il primo come trasformazione del FESCO, fondato su basi largamente informali nel 1998; il secondo ha tenuto la sua prima riunione nel settembre 2001.

Il terzo livello è quello del recepimento dei principi generali delle direttive nei singoli ordinamenti nazionali e sarà affidato alla cooperazione fra singole autorità nazionali e in particolare al CESR.

Il quarto livello è quello dell'enforcement dell'intera procedura di realizzazione delle direttive ed è affidato fondamentalmente alla Commissione europea. Il rapporto Lamfalussy auspica a questo proposito un'intensificazione delle denunce a Bruxelles delle ipotesi di inadeguato o distorto recepimento delle direttive nei singoli ordinamenti. Ciò presuppone anche un livello più elevato di scontro politico fra singoli paesi "protezionisti" e le autorità di Bruxelles e la capacità delle seconde di prevalere sui primi. Si tratterà quindi del livello decisivo per la realizzazione dell'intero programma strategico.

Per quanto riguarda le cinque linee di azione indicate dal Rapporto Lamfalussy, la situazione attuale può essere sintetizzata nel modo seguente.

La sollecitazione all'investimento

Questo è uno dei campi in cui il principio del mutuo riconoscimento è rimasto praticamente inattuato. Le differenze di regolamentazione fra i vari paesi, la sovrapposizione delle competenze fra autorità del paese ospitante e del paese di origine, la stessa mancanza di una lingua comune hanno di fatto impedito che gli emittenti si potessero rivolgere alternativamente a uno qualunque dei mercati dell'Unione europea.

La nuova direttiva 2003/71/CE, per rispettare la raccomandazione del rapporto Lamfalussy è stata concepita come "snella", limitata agli aspetti generali e si basa sui seguenti punti:

- introduzione di obblighi di informazione rafforzati, in linea con gli standard internazionali per l'ammissione al listino e l'ammissione a quotazione;
- introduzione di un registration document per emittenti con titoli ammessi a quotazione che consente un aggiornamento automatico e periodico delle informazioni;
- possibilità di richiedere l'ammissione a quotazione in qualsiasi mercato europeo sulla base di una semplice notifica del prospetto approvato dall'autorità del paese emittente;
- concentrazione delle responsabilità in capo all'autorità del paese dell'emittente;
- individuazione dei tempi di approvazione (in materia si guardi all'art. 12 della riforma sul risparmio che introduce una delega per il recepimento della direttiva sul prospetto informativo 2003/71/CE).

La revisione della Direttiva sui servizi di investimento

E' stata approvata la nuova versione della direttiva per i servizi di investimento (direttiva 39/2004/CE che deve essere ancora recepita nel nostro ordinamento) che si propone tre obiettivi fondamentali: rispecchiare le nuove esigenze operative emerse nel corso dell'ultimo decennio; realizzare in modo completo il principio del mutuo riconoscimento; uniformare maggiormente le regole a tutela della trasparenza e correttezza. Ciò richiederà non solo la direttiva, ma anche l'approvazione dei principi contenuti in due documenti recentemente approvati dal CESR: quello sulle regole di condotta degli intermediari e quello sui principi per l'integrità dei mercati.

I punti principali degni di attenzione sono almeno i seguenti:

- armonizzazione dei requisiti minimi per l'autorizzazione delle regole prudenziali (inclusi gli aspetti di carattere organizzativo) al fine di garantire l'effettivo mutuo riconoscimento della licenza ad esercitare i servizi di investimento;

- nuove definizioni di servizi di investimento e di strumenti finanziari. Fra questi, il ritorno della consulenza al rango di servizio in senso stretto (allo scopo di valorizzare l'attività svolta in modo professionale e indipendente) e l'inclusione dei derivati su merci fra gli strumenti finanziari;
- introduzione del nuovo concetto di "mercato organizzato", in aggiunta a quello già esistente di "mercato regolamentato", che a sua volta sarà definito in modo più stringente dell'attuale;
- migliore definizione del concetto di "investitore professionale" con esclusione degli obblighi in materia di regole di condotta;
- regole di comportamento più dettagliate, in particolare per quanto riguarda l'obbligo di conoscere il profilo di rischio del cliente, l'obbligo di ridurre al minimo i conflitti di interesse, con tutte le implicazioni che ciò comporta nello svolgimento dei servizi finanziari;
- misure per l'integrità dei mercati con particolare riferimento alla diffusione delle informazioni, alle separazioni organizzative fra i vari comparti degli intermediari (chinese walls), alla trasparenza nelle fasi precedenti e successive alla negoziazione, ai codici deontologici di operatori professionali, analisti e responsabili dei media.

Organismi collettivi di investimento del risparmio

Il Consiglio europeo dei ministri finanziari ha varato il 4 dicembre 2001 due direttive in materia di fondi comuni, destinati ad incidere significativamente in un mercato che supera ormai i 3.500 miliardi di euro e che rappresenta oltre il 40% del Pil dell'area.

La prima direttiva riguarda lo strumento, cioè il fondo comune. Le innovazioni principali riguardano l'ampliamento della gamma di strumenti finanziari in cui possono essere investiti i fondi: non più solo valori mobiliari, con particolare attenzione a quelli quotati, ma l'intera gamma delle attività finanziarie disponibili, dai depositi bancari ai derivati. Sono inoltre rese più semplici le procedure sia per l'investimento in altri fondi (i fund-of-funds) sia per i fondi passivi la cui politica di gestione è limitata a replicare un determinato indice. Inoltre, è previsto un prospetto semplificato, che dovrebbe essere in grado di coniugare efficacia dell'informazione e leggibilità da parte del consumatore.

La seconda direttiva riguarda in particolare le società di gestione. Vengono previste regole più precise delle attuali per quanto riguarda le regole di carattere prudenziale (requisiti per l'autorizzazione e norme per il frazionamento del rischio) che rendono più semplice il mutuo riconoscimento e dunque la piena esportabilità dei servizi offerti. Una disposizione, già anticipata dal Testo Unico della Finanza, consentirà alle società di gestione di operare in tutti i campi dell'asset management, inclusa quello individuale.

Le due direttive sono state recepite con d.lgs. n. 274/2003.

Clearing e settlement dei mercati

L'infrastruttura del post-trading si è rivelata un aspetto cruciale dell'efficienza dei mercati: da un lato rappresenta una componente fondamentale del costo delle negoziazioni (e l'elemento determinante ai fini della minor competitività dei mercati europei rispetto a quello americano); dall'altro uno dei fattori chiave nell'ostacolare l'integrazione fra i mercati. L'atteggiamento delle autorità in questo comparto deve realizzare un difficile equilibrio fra il rispetto delle forze di mercato (tutti i principali mercati sono oggi imprese di natura privata) e la necessità di intervenire in un campo in cui sono presenti molti aspetti di interesse generale: la necessità di stabilire standard comuni in assenza di incapacità del mercato di trovare soluzioni cooperative efficienti; la possibilità che si realizzi un monopolio naturale; il rischio sistemico collegato alla gran massa di pagamenti che deve essere effettuata.

In materia di clearing (determinazione delle obbligazioni reciproche per lo scambio di titoli contro contante) e settlement (completamento di una transazione mediante lo scambio di titoli e fondi fra un venditore ed un acquirente) fra le novità da segnalare vi è una comunicazione della Commissione del luglio 2004 che propone di dare alle attività collegate al clearing e al settlement, e in particolare alla controparte centrale, una definizione funzionale e non istituzionale in modo di impedire che controparti centrali vengano autorizzate come imprese di investimento o banche (secondo un criterio già fissato dalla direttiva Settlement Finalità direttiva 98/26/CE). In questo modo, risulterà più chiaro il confine fra l'attività degli intermediari e le infrastrutture dei mercati. Nello stesso tempo, proseguirà l'azione delle autorità, in particolare la Banca centrale europea, verso la fissazione di standard comuni che renderanno più efficienti le strutture, e al contempo abbasseranno le barriere all'integrazione. Da questo punto di vista, vale la pena ricordare che la BCE ha chiaramente affermato l'opportunità di un consolidamento nell'infrastruttura dei mercati dei titoli all'interno dell'area dell'euro. Ha altresì dichiarato che altre forme di integrazione dei sistemi di compensazione con controparte centrale, quali joint venture e forme di interoperabilità devono essere considerate come soluzioni di second best rispetto all'integrazione diretta.

Criteria contabili per l'informativa societaria

Con regolamento 1602/2002 il Parlamento europeo ha approvato la proposta di adozione degli IAS per tutte le società quotate europee entro il 2005. Gli stati membri hanno facoltà di estendere l'obbligo alle società non quotate. Questa decisione può rendere più facile convincere gli Stati Uniti a riconoscere gli standard contabili europei per le imprese quotate sui loro mercati (finora era obbligatorio adottare gli US Generally Accepted Accounting Principles) o addirittura – sulla base dei clamorosi difetti che il caso Enron ha messo alla luce, nel senso di un eccesso di formalismo delle impostazioni giuscontabili americane – far convergere gli Stati Uniti verso gli standard europei. Alle priorità indicate dal comitato Lamfalussy, vale la pena di aggiungerne un'altra, per la sua importanza intrinseca e per il dibattito suscitato da un recente rapporto ossia la direttiva in materia di OPA.

La direttiva in materia di Opa

Questa materia – l'OPA - è sempre stata una delle più controverse nell'ambito della normativa sui servizi finanziari. Una direttiva, che ricalca in larga misura le linee già adottate dal Testo Unico della Finanza, era stata bocciata in extremis dal Parlamento europeo dopo un tormentato iter protrattosi per oltre 12 anni. Da allora, un comitato di esperti europei (High Level Group) ha lavorato per formulare una nuova proposta alla Commissione europea. Il rapporto, pubblicato nel gennaio 2002, ribadisce che una armonizzazione in questa materia è fondamentale per realizzare un mercato integrato dei capitali entro il 2005 e conferma le linee generali della direttiva. In particolare, il diritto degli azionisti e dell'assemblea ad esprimere la decisione fondamentale su ogni offerta, ostile o amichevole. Ciò riduce naturalmente il potere degli amministratori e del controllore incumbent di porre in essere meccanismi di difesa. Il comitato degli esperti va anche oltre il testo della direttiva affermando un secondo principio di carattere generale, e cioè quello della proporzionalità fra rischio sopportato e controllo, la necessità cioè di rispettare il criterio "one-share-one-vote". L'esatto contrario di quanto fanno le imprese europee per rafforzare il controllo, ricorrendo a categorie di azioni con diritto di voto indebolito (o nullo) e alle note piramidi societarie. Il rapporto raccomanda che queste soluzioni vengano disincentivate sul piano della disciplina generale e quindi rinvia alla normativa sui gruppi o addirittura ai requisiti per l'ammissione a quotazione. Per quanto riguarda in particolare la disciplina delle offerte pubbliche propone però un meccanismo (break-through-rule) che consente allo scalatore di eliminare ogni clausola statutaria che conferisce a particolari categorie di azioni poteri di voto superiori alla quantità di rischio sopportata.

La disciplina armonizzata sull'opa se applicata integralmente, aumenterà in modo significativo la contendibilità delle imprese europee (per non parlare degli effetti a lungo termine di eventuali norme contro le piramidi societarie).

Si è quindi giunti alla direttiva 2004/25/CE; direttiva volta a istituire linee direttrici minime per lo svolgimento di OPA laddove i titoli di società disciplinati dalle leggi degli Stati membri sono, parzialmente e integralmente, ammessi alla negoziazione sul mercato regolamentato. Essa mira altresì a fornire un adeguato livello di protezione ai possessori di titoli in seno alla Comunità, istituendo un quadro di principi comuni e di requisiti generali che gli Stati membri devono attuare attraverso norme più dettagliate, conformemente ai rispettivi sistemi nazionali e contesti culturali. Gli Stati membri dovranno procedere alla trasposizione di tale direttiva entro due anni dall'entrata in vigore.

La direttiva, quanto al campo di applicazione, prevede misure di coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative, dei codici deontologici o di altre disposizioni degli Stati membri, comprese le disposizioni adottate da organizzazioni ufficialmente abilitate a regolamentare i mercati (qui di seguito denominate "regole") concernenti le OPA di titoli di una società regolamentati dal diritto di uno Stato membro, qualora la totalità o una parte di tali titoli siano ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato ai sensi della direttiva 93/22/CEE in uno o più Stati membri ("mercato regolamentato").

La direttiva non si applica alle OPA di titoli emessi da società il cui obiettivo è l'investimento collettivo di capitali raccolti presso il pubblico, il cui funzionamento sia soggetto al principio della ripartizione dei rischi e le cui quote, su richiesta dei possessori, vengono riacquistate o rimborsate - direttamente o indirettamente - a carico degli attivi di tali società. Gli atti o le operazioni compiuti da queste società per garantire che la quotazione in borsa delle loro quote non vari in modo significativo rispetto al loro valore d'inventario netto sono considerati equivalenti a un tale riscatto o rimborso.

Infine, la direttiva non si applica alle OPA di titoli emessi dalle banche centrali degli Stati membri. La direttiva enuncia poi alcuni principi generali.

Gli Stati membri verificano che i seguenti principi siano rispettati:

- parità di trattamento per tutti i possessori di titoli della società emittente; qualora una persona acquisisca il controllo di una società, gli altri possessori devono essere tutelati;
- i destinatari dell'offerta devono ricevere in tempo utile un documento d'offerta contenente le informazioni necessarie per prendere una decisione in merito con cognizione di causa; nella sua funzione di consigliere dei possessori di titoli, l'organo di amministrazione della società emittente deve esprimere il suo parere in merito alle ripercussioni dell'offerta sull'occupazione, le condizioni occupazionali e la sede dell'attività della società;
- l'organo d'amministrazione o di direzione della società emittente deve agire nell'interesse della società nel suo insieme e non deve negare ai possessori di titoli la possibilità di decidere nel merito dell'offerta;
- non devono crearsi mercati fittizi per i titoli della società emittente, della società offerente * o di qualsiasi altra società interessata dall'offerta suscettibili di dar luogo al rialzo o al ribasso artificiale delle quotazioni dei titoli e di turbare il normale funzionamento del mercato;
- un offerente annuncia un'offerta solo dopo essersi assicurato di poter far fronte pienamente ad ogni impegno in materia di corrispettivo in contanti, se così prevede l'offerta, e dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni in materia di corrispettivi di altra natura;
- la società emittente non deve essere ostacolata nelle sue attività oltre un ragionevole lasso di tempo per effetto di un'offerta sui suoi titoli.

Gli Stati membri possono stabilire condizioni supplementari o disposizioni più rigorose di quelle previste dalla direttiva per regolamentare le offerte.

Gli Stati membri designano l'autorità o le autorità competenti per la vigilanza di un'offerta. Le autorità designate sono enti pubblici, associazioni o organismi privati riconosciuti dall'ordinamento nazionale o da autorità pubbliche espressamente abilitate a tal fine dall'ordinamento nazionale. Gli Stati membri informano la Commissione in merito a tali designazioni. Gli Stati verificano che tali autorità esercitino le loro funzioni in modo imparziale e indipendente rispetto a tutte le parti dell'offerta.

L'autorità competente per la vigilanza dell'offerta è quella dello Stato membro in cui la società emittente ha la sua sede sociale, qualora i titoli di tale società siano ammessi alla negoziazione sul mercato regolamentato di tale Stato membro. In tutti gli altri casi (titoli non ammessi alla negoziazione ovvero ammessi alla negoziazione su vari mercati regolamentati o altro) la direttiva consente di definire l'autorità competente per la vigilanza.

Gli Stati membri verificano che tutte le persone che svolgono o abbiano svolto un'attività lavorativa presso le rispettive autorità di vigilanza siano tenute al segreto professionale.

Le autorità di vigilanza e le autorità incaricate di controllare i mercati di capitali cooperano e si scambiano informazioni. Tali informazioni sono coperte dal segreto professionale.

Importanti sono le regole a tutela degli azionisti di minoranza, ed in materia di offerta obbligatoria e prezzo equo.

Qualora una persona fisica o giuridica, a seguito di un'acquisizione effettuata da essa stessa o da persone che agiscono di concerto con essa, possieda titoli di una società che gli conferiscono una determinata percentuale dei diritti di voto e pertanto il controllo di tale società, gli Stati membri verificano che tale persona sia tenuta a fare un'offerta onde tutelare gli azionisti di minoranza della società. Tale offerta è presentata quanto prima a tutti i possessori di titoli e concerne la totalità della loro partecipazione ad un prezzo equo.

L'obbligo di presentare una tale offerta decade qualora il controllo sia stato acquisito a seguito di un'offerta volontaria rivolta a tutti i possessori di titoli per la totalità delle loro partecipazioni.

La percentuale di diritti di voto che conferisce il controllo e le relative modalità di calcolo della ponderazione sono fissate dalla normativa dello Stato membro nel quale la società ha la sua sede sociale.

Le autorità di vigilanza possono essere autorizzate dagli Stati membri a modificare il "prezzo equo" secondo circostanze e criteri chiaramente determinati. Tale decisione deve essere motivata e resa pubblica.

L'offerente può proporre vari tipi di corrispettivo, nella fattispecie titoli, contanti o una combinazione dei due. Qualora non si tratti di titoli liquidi ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato l'offerta deve comprendere, almeno come alternativa, un corrispettivo in contanti.

Gli Stati membri possono prevedere che un corrispettivo in contanti debba essere offerto in ogni caso, almeno a titolo di opzione.

Vi sono poi le disposizioni in materia di informazione sull'offerta.

Gli Stati membri verificano che la decisione di fare un'offerta sia resa immediatamente pubblica e che l'autorità di vigilanza ne sia informata. Essi verificano altresì che l'offerente rediga e renda pubblico in tempo utile un documento d'offerta contenente le informazioni necessarie affinché i possessori di titoli della società emittente possano prendere una decisione in merito alle offerte con piena cognizione di causa.

La direttiva prescrive le indicazioni minime che il documento d'offerta deve contenere, nella fattispecie: il contenuto dell'offerta, l'identità dell'offerente, il corrispettivo offerto, la percentuale o il numero massimo e minimo di titoli che l'offerente si impegna ad acquisire nonché le condizioni alle quali l'offerta è subordinata, le intenzioni dell'offerente in relazione ai programmi futuri della società emittente, il termine per l'accettazione e l'ordinamento nazionale cui è soggetto il contratto.

In ultimo la direttiva prevede alcuni diritti dei dipendenti.

La direttiva prevede l'obbligo di informare dettagliatamente i dipendenti o i rappresentanti della società emittente. Estende altresì l'obbligo di informare o consultare i dipendenti alla società offerente. Inoltre, prevede espressamente che l'informazione e la consultazione dei lavoratori debba

essere conforme alle disposizioni nazionali pertinenti e alle varie disposizioni comunitarie in materia, quali la direttiva 94/45/CE concernente l'istituzione di un comitato aziendale europeo, la direttiva 98/59/CE relativa ai licenziamenti collettivi e la direttiva 2002/14/CE relativa all'informazione e alla consultazione dei lavoratori).

Importante è anche il termine entro il quale l'offerta deve essere accettata.

Gli Stati membri prevedono che il termine entro il quale l'offerta deve essere accettata non possa essere inferiore a due settimane né superiore a dieci settimane a decorrere dalla data di pubblicazione dei documenti di offerta. In taluni casi, gli Stati membri possono prevedere una proroga oltre le dieci settimane.

Ancora vengono chiariti gli obblighi degli amministratori della società emittente.

Quantunque la direttiva preveda un dispositivo in materia, essa lascia agli Stati membri la decisione in merito all'opportunità di applicarlo o meno. Pertanto, la norma che impone al consiglio di amministrazione di una società emittente di ottenere l'accordo degli azionisti prima di adottare misure difensive è facoltativa per gli Stati membri. Questi ultimi lasciano alle società la decisione in merito all'opportunità o meno di applicare tale disposizione.

Si prevedono poi regole per la c.d. neutralizzazione delle restrizioni.

La disposizione relativa all'obbligo di sospendere i diritti speciali dei soci relativi a talune azioni (diritto di voto multiplo, diritto di nomina, restrizioni al trasferimento di titoli) durante l'OPA è altresì opzionale per gli Stati membri. Questi ultimi lasciano alle società la decisione in merito all'opportunità di applicare tale disposizione.

Gli Stati membri provvedono ad emanare norme per lo svolgimento delle offerte che disciplinino almeno i seguenti aspetti:

- decadenza dell'offerta;
- revisione delle offerte;
- offerte concorrenti;
- pubblicazione dei risultati delle offerte;
- irrevocabilità delle offerte e condizioni ammesse.

Quanto alla cessione obbligatoria dei titoli, la direttiva prevede un dispositivo di "cessione obbligatoria" che permette a un'azionista di maggioranza di esigere che gli azionisti di minoranza gli vendano i loro titoli.

In effetti, gli Stati membri devono garantire che un offerente possa esigere che tutti i restanti possessori di titoli gli vendano tali titoli ad un prezzo equo.

Gli Stati membri introducono questo diritto in uno dei due casi seguenti:

- qualora l'offerente detenga almeno il 90% dei diritti di voto della società emittente. Gli Stati membri possono fissare una soglia più alta a condizione che non superi il 95% del capitale che conferisce il diritto di voto e il 95% dei diritti di voto; ovvero
- qualora, a seguito dell'accettazione dell'offerta, l'offerente abbia acquisito - o si sia fermamente impegnato per contratto ad acquisire - titoli che rappresentano almeno il 90% del capitale che conferisce il diritto di voto della società emittente e il 90% dei diritti di voto oggetto dell'offerta.

L'offerente che intende esercitare il diritto di ricorrere alla cessione obbligatoria deve farlo entro un termine di tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta. Gli Stati membri verificano che sia garantito un prezzo equo.

La cessione obbligatoria è combinata con un diritto di "riscatto obbligatorio" che, a seguito di un'OPA, consente agli azionisti minoritari di costringere un azionista fortemente maggioritario a riacquistare i loro titoli. Difatti, gli Stati membri devono garantire che un possessore di titoli fortemente minoritario possa esigere che l'offerente riacquisti i suoi titoli ad un prezzo equo.

Gli Stati membri dispongono di due anni per trasporre la presente direttiva (al più tardi il 20 maggio 2006). Una clausola di revisione prevede che la Commissione possa proporre una modifica del testo

a cinque anni dalla data limite di trasposizione, e ciò alla luce dell'esperienza acquisita nel quadro della sua applicazione.

In tale contesto, gli Stati membri forniscono ogni anno alla Commissione informazioni sulle OPA da essi lanciate relative a società i cui titoli sono ammessi alla negoziazione sui loro mercati regolamentati.

La direttiva costituisce un aspetto essenziale del già citato Piano d'azione per i servizi finanziari, ed il Consiglio europeo di Lisbona (marzo 2000) aveva indicato la direttiva tra le misure prioritarie ai fini dell'integrazione dei mercati finanziari europei entro il 2005.

La precedente proposta di direttiva sulle OPA era stata respinta dal Parlamento europeo nel luglio 2001, dopo 12 anni di negoziati. La procedura di conciliazione tra il Parlamento ed il Consiglio dei ministri era sfociata nella conclusione di un compromesso. Tuttavia, il Parlamento si era successivamente diviso ed aveva infine respinto il testo di compromesso a seguito di una votazione che aveva visto una perfetta suddivisione tra favorevoli e contrari. La reiezione della proposta era principalmente dovuta a tre elementi:

- i timori suscitati dall'obbligo che sarebbe ricaduto sulla dirigenza della società emittente di ottenere l'autorizzazione degli azionisti prima di adottare misure di difesa contro l'offerta;
- il risultato derivante dalla combinazione del cosiddetto obbligo di "neutralità" dei dirigenti con l'impossibilità per la società emittente di difendersi e, conseguentemente, il timore di aprire le porte delle società europee alle società americane, o semplicemente alle società di altri Stati membri;
- il disappunto per la protezione insufficiente che questa direttiva garantiva ai dipendenti delle società coinvolte in un'offerta pubblica di acquisto.

In seguito alla reiezione della proposta, la Commissione ha incaricato – come si è detto - un gruppo di esperti di alto livello in diritto societario, presieduto dal sig. Jaap Winter, di presentare proposte per rispondere alle questioni sollevate dal Parlamento europeo. La direttiva ha fatto proprie gran parte delle raccomandazioni formulate dal citato gruppo nella sua relazione sulle questioni connesse alle OPA pubblicata nel gennaio 2002.

I conglomerati finanziari

Va, fra le misure di modernizzazione dei mercati, segnalata la recente attuazione della direttiva in materia di conglomerati finanziari e vigilanza supplementare (d.lgs. n. 142/2005 di attuazione della direttiva 87/2002/CE).

La situazione attuale

In conclusione, il quadro giuridico in vigore a livello europeo a tutela dell'integrità del mercato è in via di completamento ma si presenta come frutto di una faticosa opera di armonizzazione dal basso, consueta nella produzione giuridica comunitaria, ma che determina una vera e propria lotta contro il tempo, che spiazzava gli Stati nel gioco delle regole descritto da Guido Rossi.

Emblematica è in questo senso la circostanza per cui a livello comunitario sono mancate per lungo tempo disposizioni comuni in materia di manipolazione del mercato. La direttiva sull'insider trading (89/592/CEE) si limitava alla prevenzione dell'abuso di informazioni privilegiate. A livello degli Stati membri esistevano una congerie di norme e i requisiti giuridici variano a seconda degli ordinamenti. Queste differenze determinavano distorsioni concorrenziali sui mercati finanziari. Si assisteva intanto allo sviluppo di nuovi prodotti e di nuove tecnologie, sono cresciute le transazioni transfrontaliere e si sono sviluppati mercati tra loro interconnessi. Questi sviluppi accrescono le occasioni di manipolare il mercato: Internet, per esempio, può accrescere il rischio di diffusione di informazioni false o ingannevoli.

Di qui l'esigenza di una direttiva unica sugli abusi di mercato recepita di recente con il varo della normativa nazionale sul c.d. market abuse (recepita in Italia con la legge comunitaria del 2004 ossia la legge n. 62/2005).

Vi sono due categorie principali di abusi di mercato: l'abuso di informazioni privilegiate (insider trading) e la manipolazione del mercato. Questi due tipi di abusi sono stati trattati dalla direttiva 89/592/CEE sull'insider trading che non è più in vigore e dalla direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi d'investimento. La direttiva separata sulla manipolazione del mercato avrebbe lo stesso obiettivo della direttiva sull'insider trading già in vigore: garantire l'integrità dei mercati finanziari europei e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi. È risultato quindi opportuno abrogare la direttiva 89/592/CEE per proporre un quadro legislativo unico, disciplinante sia l'insider trading che la manipolazione del mercato. Il campo di applicazione della direttiva non si limita quindi ai "mercati regolamentati", ma comprende anche altri tipi di mercato (come i sistemi alternativi di negoziazione, Alternative Trading Systems) che possono essere sfruttati per operazioni di insider trading o manipolazioni di mercato relative a strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati.

La definizione di abuso di mercato è generale e sufficientemente flessibile da poter mantenere la sua validità nel tempo. Si ha abuso di mercato quando gli investitori subiscono, direttamente o indirettamente, le conseguenze sfavorevoli del comportamento di altri soggetti che:

- hanno approfittato di informazioni confidenziali (insider trading);
- hanno falsato il meccanismo di determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari;
- hanno divulgato informazioni false o ingannevoli.

Comportamenti di questo tipo possono in effetti violare il principio generale secondo cui tutti gli investitori devono operare in condizioni di parità.

La direttiva prevede che gli Stati membri designino un'unica autorità di regolamentazione e di vigilanza cui venga attribuito un insieme minimo comune di competenze. Le autorità di regolamentazione e di vigilanza utilizzeranno metodi convergenti per reprimere gli abusi di mercato e dovranno poter contare su un'assistenza reciproca per perseguire le infrazioni, specie nell'ambito delle attività transfrontaliere. La procedura prevista nel campo della cooperazione amministrativa può chiaramente contribuire alla lotta contro atti terroristici.

In teoria uno stesso reato andrebbe punito con pene analoghe in tutti gli Stati membri, ma la realtà è attualmente diversa. Il trattato CE non prevede una completa armonizzazione delle sanzioni penali; la nuova disciplina contribuirà tuttavia a favorire una certa convergenza tra i diversi sistemi nazionali (attualmente molto divergenti) per garantire il rispetto dei requisiti della futura direttiva.

Elaborate sulla base dei pareri resi dal Comitato europeo delle autorità di regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari (CERVM) alla Commissione, le disposizioni di attuazione della direttiva fissano dei criteri che consentono di stabilire quali informazioni siano di natura privilegiata, quali fattori non esaustivi debbano essere esaminati per individuare un'eventuale manipolazione del mercato, nonché quando e con quali modalità gli emittenti debbono divulgare le informazioni privilegiate. Fissano inoltre le norme per la corretta presentazione delle raccomandazioni d'investimento (e la comunicazione al pubblico di conflitti d'interesse). Da ultimo, stabiliscono le condizioni per la fruizione delle deroghe previste per i programmi di riacquisto di strumenti finanziari e le operazioni di stabilizzazione.

Anche il caso Enron ha modificato nel medio termine il quadro regolamentare dei mercati finanziari, anche se in forme ancora non facilmente identificabili. Un primo effetto, come già accennato, è indubbiamente quello di avvicinare le regole americane a quelle europee. L'occultamento di perdite, debiti e rischi è stato reso possibile anche da alcuni aspetti peculiari della disciplina USA: l'eccesso di prescrittività dei criteri contabili, che alla fine ha consentito di far prevalere la forma sulla sostanza; l'affidamento alla professione, dunque all'autoregolamentazione, della competenza in materia di definizione dei criteri contabili e della sorveglianza sull'attività di revisione; la minor attenzione ai conflitti di interesse fra attività di consulenza e attività di revisione. In particolare, anche nel caso delle società di revisione, è probabile che siano gli Stati Uniti a

spostarsi verso le regole europee, per quanto riguarda la separazione tra attività di revisione e attività di consulenza, oltre che aspetti meno noti ma non marginali come l'obbligo di rotazione dell'incarico.

La prima risposta americana è stata la richiesta del giuramento sui bilanci.

La Sec ha chiesto ai massimi dirigenti (Ceo, chief executive officers e Cfo, chief financial officers) di circa 700 società quotate di giurare sulla correttezza dei bilanci 2001. La misura è apparsa sorprendente, ma rispondeva ad una delle lacune del sistema americano in cui i massimi dirigenti potevano affermare (come in effetti hanno fatto nell'inchiesta parlamentare sul caso Enron) di aver demandato questo aspetto ai dirigenti tecnici del settore (oltre che contare sul giudizio della società di revisione). La parte fondamentale della formula adottata va infatti ricercata nella frase in cui i soggetti affermano di aver rivisto i rapporti da inviare alla Sec insieme all'audit committee, composto anche da amministratori indipendenti, fra cui esperti contabili, e di aver effettuato direttamente verifiche contabili oltre a quelle demandate agli uffici. E' opinione diffusa che prima di giurare i dirigenti si siano fatti rilasciare dichiarazioni di correttezza dei conti da parte dei loro sottoposti e che quindi la misura abbia avuto l'effetto di far scendere "per li rami" dell'organizzazione aziendale la consapevolezza del problema e l'effetto di deterrenza delle norme. Inoltre, il giuramento inverte l'onere della prova e quindi espone più direttamente i dirigenti sul piano della responsabilità civile e penale. Poiché il giuramento è stato poi ripreso come norma di carattere generale dalla legge Sarbanes-Oxley, questi effetti tenderanno ad essere permanenti. Vale tuttavia la pena di notare che questa misura è stata resa necessaria per ovviare ad una tipica debolezza delle norme e della prassi americana. Una norma che evoca le misure formali del Sarbanes Oxley act è l'art. 15 della recente legge n. 26272005 sulla responsabilità dei dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari.

La legge Sarbanes-Oxley. La legge molto ampia e dettagliata è costituita da ben 11 sezioni, i cui punti principali possono essere così riassunti.

Vigilanza sulle società di revisione

Istituzione del Public Company Accounting Oversight Board, con il compito di vigilare (e imporre sanzioni) sulle società di revisione. Nessuna società può svolgere attività di revisione se non iscritta all'albo tenuto dal Board. E' previsto l'obbligo di analisi annuali della qualità del lavoro svolto per le società che certificano i conti di oltre cento imprese. Per le altre, obbligo ogni tre anni. Il Board ha anche il compito di indicare gli standard della qualità della revisione, del controllo e del livello di indipendenza relativi alla preparazione dei rapporti di certificazione. L'organismo è di natura privata, ma soggetto al controllo della Sec. Divieto per le società di revisione di svolgere una ampia gamma di attività di consulenza e obbligo per le restanti attività di avere l'approvazione preventiva dell'audit committee dell'emittente.

Obbligo di rotazione dei partner della società di revisione ogni 5 anni. Standard contabili. Entro un anno dall'entrata in vigore della legge, la Sec dovrà presentare studi relativi all'adozione negli Stati Uniti di un sistema di rendicontazione finanziaria basata su principi contabili. Negli studi si dovrà analizzare in che misura il sistema di rendicontazione finanziaria al momento in vigore sia basato su principi contabili (quindi gli USGaap). Dovrà inoltre essere indicato il tempo necessario per passare ad un sistema basato su principi (come gli Europei IAS), come realizzare la transizione e gli effetti economici della riforma. Inoltre la Sec è autorizzata a riconoscere come "generally accepted" gli standard contabili emanati da organismi che abbiano caratteristiche di indipendenza espressamente indicate.

Rafforzamento delle regole di corporate governance nel senso della affermazione della responsabilità diretta dei manager sull'attendibilità dei conti aziendali. Come si è già detto, la Section 302 prevede che il CEO e il CFO devono accompagnare il bilancio con una dichiarazione che certifichi "the appropriateness of the financial statements and disclosures contained in the periodic report, and that those financial statements and disclosures fairly present, in all material respects, the operations and financial condition of the issuer". Obbligo per i membri dell'audit committee di avere la qualifica di amministratori indipendenti.

Obbligo di includere nella relazione di bilancio un “management assessment of internal controls”. Con divieto alle imprese quotate di concedere finanziamenti ai membri del consiglio di amministrazione e ai dirigenti esecutivi.

Rafforzamento dei poteri degli independent directors. La definizione viene innanzitutto rafforzata. Spetta al consiglio di amministrazione determinare se un amministratore sia indipendente, verificando che egli non abbia nessun legame materiale con la società. In ogni caso, nessun amministratore può essere considerato indipendente se nei cinque anni precedenti la nomina sia stato dipendente della società, revisore della società o se uno dei membri della sua famiglia si trovi in una di queste posizioni. Gli amministratori indipendenti devono incontrarsi periodicamente senza il management. Devono essere indipendenti sia i componenti l’audit committee, sia i componenti il compensation committee. Le società di revisione sono tenute a trasmettere direttamente all’audit committee i rapporti relativi a controversie con il management della società.

Formalizzazione delle procedure in materia di corporate governance e informazione relativa. Le società devono istituire un comitato per la corporate governance. Esso deve valutare periodicamente i meccanismi societari al riguardo e deve redigere un rapporto, da inserire nel bilancio annuale, con le informazioni principali. In particolare, deve essere indicato: quali siano i comitati e i loro statuti; i requisiti standard dei membri del consiglio e le procedure per la loro nomina e sostituzione; i compiti degli amministratori; la politica di remunerazione degli amministratori volta a garantire l’indipendenza degli stessi; le politiche di formazione adottate nei confronti degli amministratori; le procedure di nomina e di sostituzione del management; le procedure di autovalutazione annuale.

Codice di comportamento degli amministratori e dipendenti. Le società devono adottare codici di comportamento e rendere note tempestivamente le infrazioni riscontrate e le misure adottate.

Approvazione dei piani di stock options. Poiché l’esperienza ha dimostrato che i piani in questione non sono misura sufficiente ad allineare gli interessi del management a quelli degli azionisti, la legge prevede che le stock options devono essere approvate dall’assemblea degli azionisti.

Rafforzamento della tempestività dell’informativa societaria

Rafforzamento delle procedure di comunicazione al mercato delle operazioni di compravendita di azioni della società da parte del management e degli azionisti che detengono più del 10 per cento del capitale. Riduzione dei tempi di comunicazione delle informazioni rilevanti (real time disclosure). Gli emittenti sono tenuti a comunicare le informazioni su variazioni rilevanti (material) delle condizioni finanziarie o dell’attività operativa con la massima tempestività e regolarità (on a rapid and current basis).

Rafforzamento delle regole di correttezza contabile .

Sono state emanate varie disposizioni miranti ad evitare le disinvolute pratiche contabili di Enron e in particolare l’obbligo di comunicare “all material off-balance sheet transactions”. Inoltre gli emittenti dovranno garantire che le informazioni pro-forma diffuse sono veritiere, mostrando il raccordo contabile con le informazioni elaborate secondo i principi contabili standard. Infine, i senior financial officers dovranno adottare codici di comportamento. Sono considerati corretti i comportamenti improntati al rispetto sia della normativa sulla contabilità aziendale, sia delle procedure in materia di conflitti di interessi fra dipendenti e società emittenti. Norme sui conflitti di interesse degli analisti finanziari .

Alla Sec viene affidato il compito di vigilare sull’attività di analisi finanziaria. Ad esempio, l’autorità di vigilanza può richiedere alle società interessate di dotarsi di strutture e procedure volte ad impedire che gli analisti possano essere condizionati da altri settori operativi della società. Inoltre, gli analisti devono indicare in ogni analisi pubblicata: se detengono azioni, e in che misura, della società analizzata; se la banca di cui l’analista dipendente ha ricevuto compensi dalla società analizzata; se la società analizzata è stata cliente dell’intermediario nell’anno precedente l’analisi stessa; se l’analista è retribuito sulla base dei redditi percepiti dall’intermediario per cui lavora.

Aumento delle risorse e dei poteri della Sec .

Il Titolo VI della legge potenzia la Sec, riconoscendole maggiori risorse e poteri. In particolare la dotazione della Sec viene aumentata di 776 milioni di dollari, 98 dei quali da utilizzare per l'assunzione di 200 professionisti qualificati nell'attività di revisione contabile.

Inasprimento delle sanzioni penali .

Sia nei casi di false comunicazioni sociali, sia nei casi di impedimento a indagini delle autorità di controllo, le pene sono state significativamente aumentate fino ad arrivare a 20 anni per il reato di distruzione o falsificazione di documenti nel corso di investigazioni federali relativi a casi di bancarotta.

La risposta nei paesi europei appare a confronto più debole e basata sul tradizionale strumento della direttiva di armonizzazione.

Gli Stati Uniti sono stati il primo paese a reagire sul piano normativo agli scandali finanziari. L'Europa, anche per il fatto di avere avuto meno casi clamorosi, oltre che per la tradizionale minor reattività dei processi di decisione, soprattutto se questi avvengono a livello comunitario, è ancora in fase di preparazione di una risposta articolata. Norme importanti sul piano della trasparenza e della correttezza dei comportamenti sono comunque previste nelle due direttive già analizzate : quella sull'informazione societaria (normalmente definita come "market abuse") e la nuova direttiva sui servizi di investimento.

La commissione Galgano

Per quanto riguarda l'Italia, durante l'iter della riforma sul risparmio, si segnala l'opera della Commissione di studio Galgano (anche nota come Commissione di studio sulla trasparenza delle società quotate) , istituita con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 9 aprile 2002 e che ha pubblicato il suo rapporto nel settembre del 2002, i cui term of reference prevedevano espressamente "di esaminare l'idoneità dell'ordinamento interno a fornire al mercato una rappresentazione veritiera della situazione economica, finanziaria e patrimoniale delle imprese quotate che consenta di segnalare per tempo l'insorgere di situazioni di crisi e di individuare le misure correttive necessarie". In estrema sintesi le raccomandazioni della commissione sono state le seguenti.

1. *Disposizioni in materia di società di revisione.* Poiché in materia i paesi europei e in particolare l'Italia avevano da tempo realizzato sia un regime di supervisione, sia imposto la separazione rispetto all'attività di consulenza, la commissione propone di estendere i limiti non solo alla società di revisione, ma all'intera rete (normalmente mondiale) cui la società di revisione appartiene. Il divieto non dovrebbe essere assoluto, ma riguardare le attività che possono pregiudicare l'indipendenza della società di revisione rispetto alla società cliente secondo criteri fissati dalla Consob, sentite le organizzazioni professionali di categoria. La durata dell'incarico deve avere la durata di sei anni, non rinnovabili immediatamente. I criteri generali per la determinazione dei corrispettivi per la revisione sono fissati dalla Consob, così come previsto originariamente dalla norma del 1975. Si segnala che una normativa sulle società di revisione è contenuta all'art. 18 della legge n. 262/2005 ed in gran parte rispecchia il lavoro della Commissione ministeriale.

2. *Attendibilità degli analisti finanziari.* Gli analisti finanziari sono come è noto una categoria non prevista dal Testo Unico della Finanza, cosicché in materia esiste oggi solo una comunicazione Consob. La commissione mette in evidenza l'opportunità di misure specifiche, almeno a tre livelli. In primo luogo, assoggettare alla normativa in materia tutti gli studi aventi ad oggetto titoli trattati su mercati regolamentati italiani, indipendentemente dalla natura o dalla nazionalità del soggetto che li produce o diffonde. In secondo luogo, assoggettare a specifiche norme comportamentali i soggetti che materialmente producono gli studi e più in generale ricomprendere tra i soggetti vigilati dalla Consob e dalle autorità di mercato anche gli analisti. Includere nel novero dei soggetti tenuti al rispetto delle norme comportamentali, i giornalisti e le altre figure che diffondono al pubblico, anche in misura parziale, le informazioni contenute negli studi. In proposito, peraltro, la

commissione raccomanda, alla fine, di attendere (o eventualmente anticipare) le linee emergenti dal progetto di direttiva europea sul market abuse.

3. *Miglioramento dell'informativa societaria.* In questo campo la commissione non propone misure analoghe a quelle appena varate negli Stati Uniti, in particolare per quanto riguarda l'insider dealing, ma chiede di vigilare affinché le società quotate sottoscrivano un adeguato codice di comportamento (cfr. ora art. 124 bis del t.u. finanza introdotto dall'art. 14 della legge n. 262/2005). Per quanto riguarda i piani di stock options, si propone di attendere l'evoluzione del dibattito internazionale prendendo atto che allo stato sembra imporsi la linea di appostare le stock options fra i costi e raccomandando che i piani siano portati a conoscenza del mercato. Con riferimento alle Special purpose entities che erano state la causa finale del tracollo di Enron, si chiede l'emanazione di un regolamento Consob che imponga alle società quotate di informare nella nota integrativa al bilancio consolidato, sull'attività svolta da queste entità, sui rischi da esse sopportati, sugli interessi coinvolti e sui motivi del mancato consolidamento(si segnala che i suggerimenti della Commissione Galgano sono alla base della disciplina dettata dall'art. 6 della riforma per la tutela del risparmio recante disciplina delle società estere).

4. *Rafforzamento delle regole di corporate governance.* Sugli aspetti generali del problema, la commissione si limita a mettere in evidenza l'importanza del tema e a rinviare alla riforma sulle società di capitali poi attuata con i decreti della Commissione Vietti. Per quanto riguarda invece il conflitto di interesse degli amministratori, si propone di integrare le recenti disposizioni Consob in materia, in modo da accrescere la trasparenza delle operazioni con parti correlate e di dare rilievo giuridico in Italia alla nozione di parti correlate prevista dal principio contabile IAS28 (artt. 8 , 9 e 10 della legge n. 262/2005) . Sempre con riferimento a questo punto, si propone di prevedere per legge sanzioni a carico degli amministratori di società quotate per il solo fatto della omessa rilevazione di un conflitto di interesse, a prescindere dal danno per la società.

Per quanto riguarda il metodo, la Commissione ministeriale ha espresso l'orientamento di massima che la fonte da privilegiare per gli interventi normativi segnalati sia costituita dai regolamenti della Consob, in considerazione della maggior duttilità della procedura, comprovata dall'esperienza del Testo Unico della Finanza, così esprimendo un favor per la CONSOB quale autorità sempre più "dominante" il sistema.

4. Il rafforzamento delle amministrazioni indipendenti che vigilano sui mercati finanziari tra procedimento e processo

Così descritto il quadro evolutivo della disciplina dei mercati finanziari, va rimarcato che agli artt. da 19 a 25 la legge di riforma (n. 262/2005) si occupa delle amministrazioni indipendenti, completando poi la disciplina con una serie di norme che si occupano di aspetti organizzativi e di specifiche procedure.

L'analisi, per ragioni di convenienza , si limita ai profili di carattere generale.

L'art. 19 disciplina la riforma della Banca d'Italia.

Senz'altro, sul piano organizzativo, la riforma più profonda dell'istituto dall'epoca della sua istituzione e dalla riforma bancaria del 1936.

La legge colloca la Banca d'Italia, opportunamente, nel sistema europeo delle banche centrali, chiarendo che essa agisce secondo gli indirizzi e le istruzioni della Banca centrale europea.

Non suscita particolare emozione la disposizione che qualifica la Banca d'Italia come istituto di diritto pubblico, qualifica scontata a seguire l'opinione di chi, già a partire dalla riforma del 1936 , aveva ritenuto che essa fosse un ente sicuramente pubblico, al quale spettano compiti di interesse generale.⁵

⁵ In tal senso G. DE VECCHIS *Banca d'Italia*, in D. disc. pubbl. II, 1987, 159 e ss. e F. CAPRIGLIONE, *Banca d'Italia* in Enc. Dir.agg. I, 1997, pag. 245 e ss.

La legge si spinge poi a declamare che le disposizioni normative nazionali, di rango primario e secondario, assicurano alla Banca d'Italia ed ai componenti dei suoi organi l'indipendenza richiesta dalla normativa comunitaria per il migliore esercizio dei poteri attribuiti, nonché per l'assolvimento dei compiti e dei doveri spettanti.

La disposizione (art. 19 comma 3) è in parte inutile: la legge ordinaria non può assicurare nulla rispetto a future leggi ordinarie di pari rango, dotate di capacità derogatorie in base al normale criterio di successione delle leggi nel tempo; ed è comunque superflua, poiché la primazia del diritto comunitario è assicurata dal Trattato e dal ruolo della Corte di Giustizia della CE.

L'art. 19 comma 4, afferma poi che la Banca d'Italia, nell'esercizio delle proprie funzioni, ed in particolare di quelle di vigilanza, opera nel rispetto del principio di trasparenza, definito, didascalicamente dal legislatore, "naturale complemento dell'indipendenza dell'autorità di vigilanza".

L'affermazione, didattica nel suo intento, è foriera di sviluppi non prevedibili sul piano interpretativo, essendo destinata a pesare nel modo in cui la giurisprudenza ha fino ad ora ricostruito il discusso tema dell'accesso agli atti delle amministrazioni indipendenti e della Banca d'Italia in particolare, potendo revocarsi in dubbio la legittimità tutte le restrizioni all'accesso che non siano strettamente legate ad esigenze operative della vigilanza.

In sostanza l'accesso agli atti potrà subire un ampliamento, anzi dovrà subirlo, rispetto ai ristretti limiti attualmente vigenti, con la necessità di rivedere la disciplina regolamentare di settore.

Ma non solo l'accesso è destinato ad essere investito dal principio di trasparenza, esigendo esso, a ben vedere, una forma di governance del settore, improntata a canoni di democraticità, apertura verso i soggetti regolati, responsabilizzazione nei confronti delle autorità politiche.

Non a caso la disposizione (art. 19 comma 4) contiene anche l'obbligo della Banca d'Italia di riferire del suo operato al Parlamento ed al Governo, con relazione semestrale sulla propria attività. Tramonta quindi il "rito" annuale delle considerazioni finali, in favore di un più sobrio riferire, costruito quale obbligo della Banca - istituzione non del solo Governatore, sull'attività dell'Istituto. Si tratta di un significativo superamento dell'impostazione monocratica dell'organo, che è espressa poi dal nuovo ruolo riconosciuto al Direttorio (art. 19 comma 6) competente ad adottare collegialmente gli atti di rilevanza esterna già di competenza del Governatore o dallo stesso delegati ai direttori.

La norma successiva (art. 19 comma 5) riguarda gli atti amministrativi della Banca d'Italia, per i quali si richiama l'esigenza della forma scritta e della motivazione, principi pacifici nell'ambito del diritto amministrativo, ma che, nel particolare settore della vigilanza sui mercati finanziari assumono un connotato del tutto particolare, stante l'esistenza del c.d. potere di moral suasion del Governatore.

In sostanza ciò che può derivare quale effetto pratico della disposizione è un drastico ridimensionamento del potere di moral suasion, che, per il legislatore, si colloca al di fuori del procedimento amministrativo e, quindi, non può essere utilizzato legittimamente se non nell'ambito delle c.d. attività pre-procedimentali, pre-istruttorie, in assenza di un preciso obbligo di procedere e provvedere.

Sul tema si tornerà in seguito per la sua rilevanza generale.

Viene poi ad essere disciplinata la durata del mandato del Governatore, che si limita a sei anni, con possibilità di un solo rinnovo dell'incarico, analoga durata viene prevista per gli altri membri del direttorio, il tutto con salvezza di un periodo transitorio non superiore alla durata quinquennale dell'incarico, ma per i soli membri del Direttorio.

La mancanza di una disciplina transitoria per l'incarico del Governatore va inquadrata nell'ambito delle tensioni superate fra il precedente Governatore ed il Governo, ed avrebbe comportato sei anni di durata massima del mandato del Governatore allora in carica a partire dalla data di entrata in vigore della legge (la norma non ha trovato applicazione per le intervenute dimissioni ante tempus). La nomina e la revoca del Governatore sono affidate al Consiglio dei Ministri previo parere del Consiglio Superiore della Banca d'Italia; per i casi di revoca si richiama l'articolo 14. 2 del

Protocollo sullo Statuto del sistema europeo delle banche centrali e della Banca centrale europea, e quindi, la revoca può aversi – sostanzialmente - per “giusta causa”.

Si prevede l’obbligo di adeguamenti statutari della Banca d’Italia ed il rafforzamento del Consiglio Superiore, con funzioni di vigilanza e controllo interno che saranno definite dallo statuto.

Anche le istruzioni di vigilanza devono essere riviste, per adeguare la condotta dell’amministrazione ai principi della legge n. 241/1990 enfaticamente richiamati: trasparenza, forma scritta, obblighi di procedere e provvedere, motivazione, verbalizzazione degli atti collegiali.

La riforma investe poi i complessi temi della pubblicizzazione della società Banca d’Italia, ossia del trasferimento delle quote azionarie in possesso di banche private e fondazioni, allo Stato ed ad altri enti pubblici.

Si abroga la discussa norma di cui all’art. 20 commi 2,3, e 6 in materia di competenze di Banca d’Italia sull’antitrust bancario, prevedendosi un condominio di Banca d’Italia e dell’Autorità Garante per la concorrenza ed il mercato sulle operazioni di acquisizione di cui all’art. 19 del t.u. bancario e per le operazioni di concentrazione di cui all’art. 6 della legge antitrust che riguardino banche.

La ripartizione di competenze è chiaramente espressa per finalità : alla Banca d’Italia ogni valutazione sulla sana e prudente gestione, mentre all’Antitrust spetta ogni determinazione riguardante l’assetto concorrenziale del mercato.

Il provvedimento, emanato di concerto , viene adottato con unico atto che motiva distintamente in relazione ai due diversi profili.

Il tempo occorrente per l’emanazione dell’atto è di sessanta giorni.

Gli artt. 20 e 21 disciplinano forme di intesa , coordinamento, collaborazione fra le autorità che vigilano sui mercati finanziari, impermeabili all’esterno, nel senso che sono protette dal segreto d’ufficio, ma comunicanti fra loro, poiché gli atti dell’una sono accessibili, per voluntas legis, agli organi dell’altra.

L’art. 23, innovando rispetto alla legge n. 241/1990 prevede che gli atti regolamentari o di contenuto generale delle autorità che vigilano sui mercati finanziari debbano essere motivati. Con riferimento alle scelte di regolazione e ciò non meraviglia essendo già un portato del sindacato del giudice amministrativo sulla discrezionalità tecnica esercitata da tali amministrazioni nel governare i settori di loro competenza.

La motivazione è contenuta nella relazione di cui all’art. 23 comma 2, ed, in ogni caso, l’attività di regolazione deve rispettare il canone comunitario della proporzionalità (inteso come principio che impone il perseguimento dell’interesse pubblico con il minimo sacrificio per gli interessi privati regolati , potere adeguato al raggiungimento del fine, e, quindi, espressione del generale principio di sussidiarietà orizzontale).

E’ affermato il principio, già contenuto nella giurisprudenza del Consiglio di Stato, della necessità del contraddittorio con gli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori dei servizi finanziari e dei consumatori.

Gli atti di regolazione sono concepiti come transitori , frutto di una normazione flessibile, e , per questo, vanno sottoposti a revisione periodica , almeno triennale.

Tuttavia non si prevede alcuna decadenza di tale normazione in assenza della revisione (sul modello delle c.d. sunset laws).

Si prevede che le Autorità si debbano dotare di un regolamento di procedura per l’adozione degli atti di regolazione, prevedendo in esso i poteri di urgenza, da utilizzare comprimendo il contraddittorio e le ragioni di riservatezza che pure consentono di derogare ai diritti di partecipazione procedimentale.

Ancora : l’art.24 richiama, per tutte le autorità, i principi della legge n. 241/1990 da applicare in quanto compatibili, e , quindi, individuazione e funzioni del responsabile del procedimento, norme sulla partecipazione e sull’accesso agli atti.

Tale richiamo, anche per le altre autorità, è esteso alla necessità della motivazione, che , per la Banca d’Italia, era già affermato distintamente ed isolatamente dall’art. 19 comma 5.

Per i procedimenti contenziosi si richiamano i principi della facoltà di denuncia di parte, della piena conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio, della verbalizzazione, nonché della distinzione fra funzioni istruttorie e decisorie, tutti principi da attuarsi adottando un regolamento che può giustificare le deroghe necessarie in nome dell'urgenza e della riservatezza.

Nel complesso si tratta di una normativa che accoglie gli insegnamenti del giudice amministrativo in materia di formazione degli atti di regolazione delle autorità, già ampiamente sperimentati soprattutto in materia di impugnative di provvedimenti dell'Autorità per l'energia elettrica ed il gas. La precisa riconduzione delle attività delle autorità vigilanti sui mercati finanziari alla disciplina del procedimento amministrativo ed ai suoi principi generali, manifesta il duplice scopo di garantire i soggetti vigilati e di rafforzare e precisare i poteri delle autorità che possono avvalersi anche della GDF per lo svolgimento delle loro attività di controllo (art. 22).

Va rimarcato tuttavia una certa timidezza del legislatore, che, disinteressandosi del complessivo riassetto organizzativo, non ha scelto per il modello dell'autorità unica, né ha saputo riorganizzare le autorità esistenti secondo un modello coerentemente improntato alla vigilanza per finalità o per soggetti che la dottrina economica e giuridica da tempo segnalano come i modelli dotati di una certa intrinseca razionalità.

Permangono i caratteri incoerenti del sistema che doppia competenze (ad es. di CONSOB e Banca d'Italia in materia di trasparenza), sovrappone attività (in tema di concentrazioni bancarie) con rischi di dilatazione dei tempi procedurali e relative inefficienze.

In questo quadro la mancata soppressione dell'ISVAP e della COVIP appaiono una vera e propria occasione perduta per restituire semplicità al sistema.

5. Moral suasion e motivazione dell'atto amministrativo

La "dequotazione" della motivazione è processo incalzante nel diritto amministrativo contemporaneo di cui il legislatore della riforma sul risparmio non sembra aver tenuto alcun conto.

Istituti quali il silenzio assenso, il contegno significativo, la liberalizzazione delle attività private dilagano in altri ambiti della vita pubblica, nelle ordinarie attività dell'amministrazione.

Ad essi, come si è notato in altro studio, si accompagna la scomparsa della motivazione quale requisito dell'esercizio legittimo del potere.

Altrove, su un piano più generale, si rende possibile l'integrazione postuma della motivazione in giudizio (art. 21 octies della legge n. 241/1990 riformata dalla legge n. 15/2005), quantomeno per ciò che riguarda gli aspetti formali del percorso motivatorio, confinando nell'irrilevanza non tanto la motivazione – giustificazione ma la motivazione-esternazione .

Nella legge sul risparmio, con intento didascalico, il legislatore ricorda all'amministrazione indipendente Banca d'Italia, ed in particolare ad essa giova notarlo, tanto da considerare separatamente la sua posizione all'art. 19 comma 5, che la motivazione è un elemento essenziale del provvedimento amministrativo.

Il fatto è troppo eclatante per poter passare inosservato.

La motivazione è il fulcro della riforma così come la riaffermazione della centralità del controllo del giudice amministrativo sugli atti delle amministrazioni indipendenti.

Poiché è attraverso la motivazione che si rende possibile il sindacato giudiziario ed insieme il controllo dell'opinione pubblica sull'operato delle autorità.

Ciò determina un ripensamento sulle attività informali degli organi bancari, sulla rete dei contatti ammissibili fra amministrazione e soggetti vigilati, sulla *moral suasion* quale attività volta a indirizzare, orientare, lenire, consigliare, guidare, senza adottare atti formali, con uno sbatter di ciglia, con uno sguardo eloquente, in conversari riservati e discreti.

Beninteso qui c'è – come sempre – il pericolo di buttar via il bambino (ossia una saggia capacità di guida informale ed autorevole del sistema) con l'acqua sporca (dei contatti privilegiati , tipici del sistema finanziario *relationship based*) .

Può affermarsi che l'irrigidirsi dei profili formali dell'attività procedimentale dell'amministrazione non sia mai una buona scelta, specie se si tratta di amministrazione alla quale sono devoluti importanti compiti di governo del sistema economico-finanziario.

Tuttavia vengono in mente le parole del Governatore Baffi sul silenzio dei banchieri centrali pronunciate durante l'Assemblea generale dei partecipanti della Banca d'Italia il 31 maggio 1979: “nel campo macroeconomico le azioni delle banche centrali sono uscite dal silenzio, forse per non più ritornarvi : se quel silenzio è stato in passato percepito come garanzia di indipendenza, oggi l'indipendenza si realizza nel rendere conto esplicito della propria azione in modi e tempi che non ne compromettano l'efficacia”.

Non sappiamo dir meglio.

Tuttavia, a tutela dell'efficacia dell'azione amministrativa può ritenersi che la *moral suasion* non sia morta: essa vive al di fuori del procedimento, tutte le volte che lo consenta l'assenza di un preciso obbligo di procedere o provvedere, tutte le volte che essa non sia di intralcio al corretto dispiegarsi delle scadenze formali delle attività amministrative, ma anzi ne consenta una semplificazione, ispirata all'economia dei mezzi, alla semplicità dell'azione, all'interesse pubblico.

Tornando poi l'amministrazione a muoversi secondo scadenze formali una volta che si siano precisati sufficientemente i presupposti dei suoi obblighi procedurali, che sia stata presentata un'istanza da parte di un privato interessato, che si sia fatta chiarezza sull'esistenza di un obbligo di procedere d'ufficio ad effettuare determinati rilievi.

6. Problemi processuali.

Sul piano processuale la riforma contiene una norma l'art. 24 che rende chiaro ciò che già era nel sistema ed è il frutto della tendenza legislativa a creare norme processuali ad ogni riforma di qualche importanza (diritto societario, diritto della proprietà industriale, diritto dei consumatori, diritto degli appalti, con invero deprecabile proliferazione dei riti e sommarizzazione dei processi).

Sugli atti delle autorità amministrative indipendenti, anche dopo la sentenza della Corte Cost. n. 204 del 2004, continua ad esservi giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, una giurisdizione esclusiva che non riguarda le sanzioni per cui la legge conferma la giurisdizione del giudice ordinario prevista dal tuf e dal tub e ripristinata dalla riforma Vietti, dopo che la legge n. 205/2000 aveva fatto ipotizzare una scomparsa di tale caratteristico giudizio dalle aule dei giudici civili.

In questo senso si è perduta un'occasione per concentrare presso il giudice amministrativo tutto il contenzioso delle amministrazioni indipendenti evitando segmentazioni irrazionali delle controversie fra l'uno e l'altro ordine di giudici.

Si afferma che la competenza territoriale sugli atti delle amministrazioni indipendenti che vigilano sui mercati finanziari è concentrata funzionalmente innanzi al Tar del Lazio.

Il rimedio per fare valere tale competenza funzionale va individuato, nell'assenza di indicazioni, nel regolamento di competenza, che, tuttavia, stante la natura funzionale ed inderogabile del foro laziale, non potrà condurre ad accordi fra le parti di deroga alla competenza funzionale.

Si introduce su un tema scottante, quello dell'indipendenza dei consulenti tecnici che vengano nominati nel corso dei processi di impugnazione di atti delle amministrazioni indipendenti, una norma chiara , opportuna, ma incompleta , quella che vieta di nominare consulenti i dipendenti dell'Autorità il cui atto è stato impugnato anche se cessati dal servizio.

Ciò comporterà la necessità di rivolgersi a docenti universitari o ad altri soggetti di provata indipendenza.

Va segnalato tuttavia che il problema dell'indipendenza dei consulenti non sussiste solo rispetto alle parti pubbliche presenti nel giudizio, ma anche alle parti private, che spesso, sono soggetti

finanziariamente forti, che operano in settori ad elevata competenza tecnica, per cui hanno avuto al servizio le migliori professionalità del campo di attività in cui operano.

La norma tace sul punto ed il minimo che si può dire è che non è un bel tacere.

Inutile appare la disposizione di cui all'art. 24 comma 6 che recita testualmente l'appello al Consiglio di Stato avverso la sentenza o le ordinanze emesse in primo grado non sospende l'esecuzione delle stesse né l'efficacia dei provvedimenti impugnati, norma inutile perché l'appello non ha mai avuto efficacia sospensiva, mentre il potere del giudice di appello di sospendere sentenze od ordinanze del giudice di primo grado non può essere messo in discussione se non a pena di violare principi costituzionali e comunitari in materia di essenzialità e necessità della tutela cautelare.

7. Conclusioni

Le amministrazioni indipendenti che vigilano sui mercati finanziari sono state nell'occhio del ciclone, per questo il legislatore se ne è occupato con foga : rinunciando ad una legge quadro sulle authorities, e privilegiando ancora la filosofia di intervento sull'onda delle emergenze.

Peraltro la politica ha mostrato di non essere troppo invadente, poiché, anche se nel procedimento riformato di nomina e revoca del vertice della Banca d'Italia, il Governo ha acquisito un peso determinante , prima sconosciuto, è evidente che l'impianto generale della legge, così teso a sottolineare l'essenzialità degli obblighi procedurali e delle garanzie processuali, sottolinea la riaffermata *indipendenza* di tali amministrazioni, semplicemente scongiurando i rischi della loro *autoreferenzialità*.