

LE NUOVE FUNZIONI E I NUOVI POTERI DI VIGILANZA DELLA CONSOB*

Carla Rabitti Bedogni

1. Le novità introdotte dalle leggi sul market abuse e sul risparmio

Le gravi crisi societarie e finanziarie dell'ultimo decennio nonché i problemi emersi nel rapporto tra intermediari e investitori, in Italia come in altri importanti paesi, hanno comportato profonde modifiche delle modalità attraverso le quali le autorità di vigilanza svolgono la loro funzione di tutela del risparmio.

La vigilanza è cambiata essenzialmente per due motivi: (i) perché sono emerse nuove esigenze di tutela del risparmio e (ii) perché è mutato il contesto normativo di riferimento.

Sono emerse nuove criticità nell'ambito dei sistemi di governo societario, nelle funzioni di controllo, nei rapporti tra intermediari e investitori, nella crescente globalizzazione delle attività delle imprese e della prestazione dei servizi di investimento..

Dalla manifestazione di tali patologie è derivata una crescente domanda di tutela e una diffusa esigenza di ridefinire obiettivi e priorità dell'attività di vigilanza¹.

La riforma del risparmio e il recepimento della direttiva comunitaria sugli abusi di mercato rappresentano un passaggio fondamentale nell'evoluzione dei compiti e dell'architettura del sistema di vigilanza poiché comportano modifiche profonde nelle **funzioni**, nei **poteri** nelle **responsabilità** della Consob.

In tale ambito assume particolare rilevanza anche il processo di recepimento delle successive direttive comunitarie e, più in generale, il processo di integrazione dei mercati a livello comunitario².

Il contesto istituzionale nel quale la Consob si è trovata e si troverà nei prossimi anni ad operare è in misura rilevante determinato dalle decisioni assunte in sede Europea sia per quanto attiene all'assetto normativo e regolamentare sia per quanto attiene alle pratiche di vigilanza.

Le aree su cui più incisivi appaiono gli effetti dell'integrazione europea sono la *struttura e il funzionamento dei mercati* e, più in generale, delle *funzioni di intermediazione* mobiliare, da un lato; l'*integrità dei mercati* e la *trasparenza informativa* dall'altro.

* Nota elaborata per il gruppo di lavoro Astrid "La riforma delle Autorità indipendenti". Testo provvisorio.

¹ Su tali punti vedi diffusamente F. Targetti, Crac finanziari e norme sul risparmio, in *Il Mulino*, marzo-aprile 2004, vol. 54, 245 ss. M. Bessone, Mercato finanziario, tutela del risparmio e pubblica vigilanza. Lo scenario internazionale e il caso italiano, in *Rass. dir. civ.*, 2005, n. 1, 9 ss. G. Rossi, La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa,

in *Riv. soc.*, 2006, 1 ss. F. Fimmano, I casi Cirio e Parmalat: regole od eccezioni?, in *La vigilanza sul mercato finanziario*, a cura di M. Ruspoli Farina, Milano, 2005, 99-130; V. Malaguti, M. Onado, Andava a piedi da Lodi a Lugano. Storia della scalata alla Banca Antonveneta, in *Mercato, concorrenza, regole*, n. 2, 2005, 331-375; per un'analisi degli effetti del caso Enron in America, v. R. Vigano, L'attendibilità nell'informazione di bilancio. Il caso Enron, in *La vigilanza sul mercato finanziario*, a cura di M. Ruspoli Farina, Milano, 2005, 65; S.B.Eaton, Crisis and Consolidation of International Accounting Standards: Enron, The IASB and America, in *Business and Politics*, Volume 7, Issue 3, 2005, reperibile sul sito www.bepress.com/bap. F. Capriglione, Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (L. n. 262 del 2005), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 125 ss. P. Schlesinger, L'approvazione tempestiva della riforma della disciplina del risparmio rimane ancora incerta, in *Corr. giur.*, 2005, 1633,

² Ciò è dovuto soprattutto in conseguenza del completamento del piano di azione per i servizi finanziari

Con riferimento al tema oggetto di questa giornata di studio gli interventi normativi della legge sul risparmio (contenuti principalmente nella legge 262/05) hanno un ambito molto ampio ed eterogeneo. L'intervento legislativo tocca, infatti:

1. la disciplina della governance delle società quotate³;
2. i profili di trasparenza nei rapporti con società estere⁴;
3. le regole sulla circolazione degli strumenti finanziari;
4. la materia dei conflitti d'interesse nelle attività finanziarie;
5. le disposizioni in materia di servizi bancari, di regolamentazione dei mercati e informazione societaria;
6. la disciplina della revisione dei conti;
7. i rapporti fra le autorità di vigilanza e le regole relative ai procedimenti e all'organizzazione delle Autorità⁵;
8. la disciplina delle sanzioni penali e amministrative.

Le modifiche riguardano principalmente le norme del Testo unico della finanza (d.lgs. n. 58/1998), del Testo unico bancario (d.lgs. n. 383/1993) e del codice civile. La disciplina di livello secondario, emanata dalla Consob, ha subito importanti modifiche su tutte le aree di vigilanza istituzionale⁶.

Gli interventi potenziano notevolmente il ruolo della Consob quale Autorità chiamata a svolgere compiti di regolamentazione, di vigilanza e sanzionatori su aspetti sempre più articolati della vita degli emittenti, dell'attività di intermediazione e del funzionamento del mercato.

Il legislatore della legge n. 262 del 2005 ha comunque concentrato il suo intervento su un particolare potere⁷: **la vigilanza regolamentare**. Vengono così attribuite nuove e rilevanti funzioni di regolazione di fenomeni di mercato, alcuni del tutto nuovi (come la vigilanza sull'emissione e la

³ Interventi significativi hanno interessato le regole di governo delle società quotate, con il rafforzamento della presenza delle minoranze azionarie nei consigli di amministrazione e nei collegi sindacali. E' stata profondamente rivista la disciplina dei controlli contabili, rafforzando la responsabilità degli amministratori per le dichiarazioni non veritiere. Sono state inasprite le sanzioni per i reati e gli illeciti amministrativi in materia societaria, bancaria e finanziaria. I poteri delle autorità e gli strumenti di tutela sono stati resi più penetranti.

⁴ Si deve trattare di società che si caratterizzano per "non garantire la trasparenza della costituzione, della situazione patrimoniale e finanziaria e della gestione delle società" sulla scorta di principi equivalenti a quelli di idoneità patrimoniale ed organizzativa secondo gli standard internazionali (precisati nello stesso articolo) ai quali è ispirato l'ordinamento italiano.

⁵ Sul punto vedi diffusamente Circolare Assonime n. 21/06 *Titolo IV della legge per la tutela del risparmio: disposizioni concernenti le autorità di vigilanza*

⁶ Cfr. V. SALAFIA, *La legge sul risparmio*, in *Società*, 2006, p. 137 ss; U. TOMBARI, *Nelle società più garanzie alle minoranze, in Risparmio. Guida pratica alla nuova legge (opuscolo allegato a Il Sole-24 Ore del 12 gennaio 2006)*, p. 5 s.; Rordorf, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le Società*, 2005, p. 819

⁷ L'ampliamento dei poteri regolamentari riguarda tutte le autorità di vigilanza come rilevato da M. Draghi nella Indagine conoscitiva sulle questioni attinenti all'attuazione della legge 28 dicembre 2005, n. 262, presentata al Senato della Repubblica 68 Commissione permanente (Finanze e Tesoro) nel corso della Audizione del 26 settembre 2006,

circolazione dei prodotti emessi dalle imprese di assicurazioni vedi art. 100 bis e 25 bis) e altri già attribuiti in passato alla Consob (come il potere di individuare il contenuto tipico degli strumenti finanziari che vanno al mercato vedi art. 94 c. 5 bis).

L'integrazione dei poteri di vigilanza regolamentare costituisce del resto il completamento di un processo di evoluzione legislativa iniziato con il recepimento della direttiva *market abuse* (legge comunitaria 2004) con la quale erano stati arricchiti i poteri di **vigilanza informativa** e di **vigilanza ispettiva** della Consob.

L'obiettivo sotteso a tali interventi normativi è quello di affrontare l'intero spettro dei problemi emersi nei noti scandali societari, e si realizza attraverso interventi significativi in materia di regole di governo delle società quotate, di disciplina dei controlli contabili, di offerta di prodotti finanziari e di tutela dei risparmiatori. La legislazione sul risparmio sta quindi vivendo una fase di piena e positiva maturazione nella quale lo sforzo della Consob è diretto in particolare ad aumentare la capacità di cogliere tempestivamente i segnali che si manifestano sul mercato riguardo a situazioni anomale, o critiche, sotto il profilo della trasparenza, completezza e simmetria informativa e sotto il profilo dell'integrità dei mercati e dell'offerta di servizi di intermediazione.

2. Le nuove funzioni di vigilanza

2.1 I nuovi poteri di indagine e sanzionatori delle autorità con il recepimento della *Market Abuse Directive*

Perché le misure di prevenzione degli abusi di mercato possano svolgere efficacemente il compito di garanzia dell'integrità dei mercati, è necessario che le autorità competenti siano dotate di efficaci poteri di richiesta di informazione, di indagine e sanzionatori. Tali strumenti consentono, da un lato, di individuare e correggere possibili inadempimenti delle regole che sono poste a prevenzione degli abusi e, dall'altro, di sanzionare, i soggetti autori della violazione sia delle citate regole, sia dei veri e propri divieti di abuso di mercato.

L'obiettivo della direttiva *Market Abuse* era quello di costituire un fronte comune contro gli abusi di mercato definendo un ambito armonizzato, all'interno della UE, di poteri minimi da attribuire alle autorità competenti. Ad esse vengono dunque conferiti una serie di poteri di vigilanza e di indagine finalizzati sia alla prevenzione che alla repressione delle fattispecie di abuso di mercato.

La nuova versione del Tuf, come modificato dalle norme che recepiscono la direttiva *Market Abuse*, disciplina in modo organico il quadro dei poteri di vigilanza e di indagine della Consob al fine di un efficace recepimento della direttiva.

Al riguardo si rileva che è stato modificato anche l'art. 115 Tuf, che definisce i poteri esercitabili dalla Consob nei confronti degli emittenti quotati, al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni rese al pubblico. Tale articolo è stato integrato con un richiamo ai sopra citati poteri di vigilanza e di indagine afferenti la disciplina degli abusi di mercato, che si possono applicare anche ai fini della vigilanza sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico ai sensi degli art.li 120 e 122 del TUF. Il che consente all'Autorità un penetrante potere di richiedere informazioni alle emittenti quotate nell'ottica della completezza informativa.

In aggiunta agli attuali poteri ai sensi dell'art. 187 *octies* del TUF⁸ è prevista la possibilità per la Consob, nei confronti di chiunque, di:

- richiedere le registrazioni telefoniche esistenti;
- procedere ad ispezioni o a perquisizioni;
- richiedere la comunicazione di dati personali anche in deroga ai divieti previsti dal Codice della Privacy (attività consentita alla sola autorità giudiziaria nell'ambito di indagini penali);
- procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca;
- avvalersi della collaborazione della guardia di Finanza che agisce con i poteri di indagine attribuiti ai fini dell'accertamento dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte sui redditi (i dati così acquisiti dalla GdF sono coperti dal segreto d'ufficio e sono comunicati esclusivamente alla Consob);
- accedere alle principali banche dati (tra cui l'anagrafe dei conti e depositi, archivio antiriciclaggio, nonché ai dati relativi al traffico telefonico);

Taluni poteri devono sempre essere esercitati previa autorizzazione del Procuratore della Repubblica (sequestro, perquisizioni e accesso ai dati relativi al traffico telefonico); altri solo quando siano esercitati nei confronti di soggetti non sottoposti a controllo o vigilanza della Consob (ispezioni, richiesta delle registrazioni telefoniche esistenti, richiesta di comunicazione di dati personali)

La Consob per realizzare la finalità di tutela degli investitori si avvarrà di tutti i sopra citati poteri per svolgere una quotidiana attività di investigazione sulle condotte abusive nell'ambito del mercato .

2.2 I nuovi poteri regolamentari attribuiti dalla legge 262/05

La Consob tra il 2007 e il 2009 ha posto in essere una serie di adempimenti regolamentari richiesti dal legislatore primario⁹.

Le nuove norme riguardano:

- Il regolamento sul c.d. reselling (art. 100bis del TUF)
- La definizione delle modalità per l'elezione di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza.
- Un parere al Ministro della giustizia per la determinazione dei requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nelle società quotate.
- La definizione dei limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo che i membri dell'organo di controllo di società quotate o diffuse possono assumere presso società che fanno ricorso al capitale di rischio; definizione dei modi e dei termini per l'informazione alla Consob ed al pubblico circa gli incarichi rivestiti presso altre società¹⁰.

⁸ Così come modificato dall'art. 9 della legge n. 62 del 2005

⁹ Termine da ultimo modificato dal d.lgs. n. 303 del 29/12/2006

¹⁰ La Consob sta svolgendo i necessari approfondimenti al fine di individuare in via regolamentare criteri operativi che consentano di fissare un limite ragionevole al numero di incarichi di amministrazione e controllo che i membri degli organi di controllo delle società quotate potranno ricoprire in tutte le società di capitali

- La definizione di un modello per l’attestazione che l’organo amministrativo e il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili devono rendere in merito al bilancio di esercizio e consolidato¹¹.
- La definizione di criteri in base ai quali è consentito alle società italiane quotate e diffuse di controllare imprese aventi sede nei “paradisi legali”.
- L’integrazione del regolamento emittenti al fine di tener conto dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione.
- L’art. 14, comma 1, lett. l), della legge aggiunge nel TUF l’**art. 118-bis** con il quale la Consob viene chiamata a **stabilire con regolamento le modalità e i termini per il riesame periodico delle informazioni** comunicate al pubblico ai sensi di legge dagli **emittenti quotati**, comprese le informazioni contenute nei documenti contabili

Allo stato, non essendo stata ancora diffusa una bozza per la consultazione di tali regolamenti non si possono fare considerazioni, si può solo affermare con certezza che il potere regolamentare è di ampio respiro e tocca aree di vigilanza eterogenee. Il compito della Commissione sarà quello di contemperare le esigenze di tutela dei risparmiatori con le esigenze di efficienza e trasparenza dei mercati.

3. I nuovi poteri e le iniziative di vigilanza della Consob

La Consob grazie all’attribuzione dei nuovi poteri si sta dedicando alla definizione di strategie di vigilanza che stabiliscano obiettivi, priorità e metodi, volti all’ottimale utilizzo delle risorse, (pur sempre limitate rispetto ai compiti affidati), attraverso la predisposizione di modelli di analisi con l’obiettivo di individuare tempestivamente fenomeni critici per la tutela degli investitori. Il che ovviamente nei limiti delle competenze istituzionali della Consob stessa e “ascoltando” il mercato, naturalmente se non vi sia una patologia fraudolenta per cui risulti a priori assai difficile avvertire motivatamente segnali di pericolo di opacità o peggio di celata crisi.

Si tratta di un modello di vigilanza che privilegia la **rilevazione ex-ante** di possibili "tensioni" nella situazione reddituale e patrimoniale degli emittenti e **un’attività ordinaria di monitoraggio** permanente dei fattori di rischio nel comportamento degli intermediari.

Il modello implica la verifica della qualità dell’informazione finanziaria, basata sulla combinazione di metodi di valutazione dei rischi **con approcci campionari o a rotazione**.

3.1 La vigilanza sugli intermediari

La vigilanza di correttezza e trasparenza è per definizione meno individuabile sulla base di indici di pericolosità. La Consob comunque sta predisponendo dei modelli che consentano di rilevare situazioni critiche in cui possono versare gli intermediari, per poter garantire un intervento tempestivo ed efficace.

¹¹ Come noto la nuova legge per la tutela del risparmio ha istituzionalizzato la figura del preposto alla redazione dei bilanci e delle altre comunicazioni di carattere finanziario delle società quotate. La sottoscrizione dei documenti contabili da parte del dirigente, con la responsabilità che ne deriva, rappresenta nell’intento del legislatore lo strumento per limitare il potere degli amministratori nell’imporre ai loro dipendenti condotte talora non trasparenti nella elaborazione dei documenti destinati, alla fine, alla comunicazione al pubblico di importanti dati aziendali.

Si pensi poi al dato quantitativo dei soggetti vigilati dalla Consob:

- 720 banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento;
- 106 Sim e Fiduciarie;
- 1.174 imprese di investimento comunitarie (di cui 45 con succursale);
- 1 intermediario finanziario ex art. 107 del Testo Unico Bancario, 4 agenti di cambio e le Poste Italiane¹².

In tale ambito i parametri su cui basare un modello di vigilanza sistematico potrebbero prendere come riferimento solo macroaree e basarsi su situazioni sintomatiche su cui indirizzare al vigilanza:

- l'assetto organizzativo e procedurale, con particolare riferimento all'attuazione di forme di controllo, alla formalizzazione delle procedure adottate in tema di processo decisionale di investimento ; a limitazioni degli applicativi informatici di *front office* utilizzati;
- la situazione economica e la struttura reddituale, nel caso in cui la seconda si qualificasse come aleatoria e, come tale, particolarmente idonea a dar luogo a comportamenti potenzialmente con l'interesse degli investitori¹³;
- l'analisi dell'operatività e le situazioni di conflitto di interessi.

3.2 La vigilanza sugli emittenti

La Consob è chiamata in questo quadro a proseguire e ad intensificare, utilizzando i più incisivi strumenti forniti e le maggiori risorse, l'attività di vigilanza che si è trovata a fronteggiare, a partire dai casi Cirio e Parmalat, ulteriori fenomeni di pari complessità, quali le OPA bancarie e altre vicende legate ai mutamenti di controllo di società quotate.

Nei confronti degli emittenti esistono diversi strumenti di controllo che vanno dal **potere di richiesta di informazioni** (art. 115 lett. a), al **potere ispettivo** (art. 115 lett. c) , al **potere di impugnativa di bilancio** (art. 157).

In questo ambito, la periodica attività di controllo sulla correttezza contabile ha condotto la Consob, dall'inizio del 2005 ad oggi ad **impugnare i documenti contabili di 8 società quotate**.

Tra queste segnala la decisione di impugnativa del bilancio d'esercizio e consolidato 2004 della Banca Popolare Italiana, le cui carenze informative erano tali da non consentire una corretta rappresentazione dei rischi e degli impegni che gravavano sulla società.

Per costruire strumenti di intervento dotati di più rapida efficacia, centrali sono ormai anche gli **obblighi di informazione mensile** sull'andamento economico e finanziario imposti a società che presentano elementi di rischio per la continuità aziendale. Risultano soggette a tali obblighi 17 società quotate (c.d. black list). E proprio i principali fattori di rischio che la Consob prende in

¹² Fonte: Relazione annuale Consob del 2007.

¹³ In materia di conflitto di interessi v. G. De Nova, Gli interessi in conflitto e il contratto, in Riv. dir. priv., 2004, 241 ss.; G. De Nova, Conflict of interests and the fair dealing duty, in Riv. dir. priv., 2002, 479 ss.; D. Maffei, Conflitto di interessi nel contratto e rimedi, Milano, 2002; D. Maffei, Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato, in Riv. dir. priv., 2004, 253 ss. Specificamente sul conflitto d'interessi nella materia dell'intermediazione mobiliare v. D. Maffei, Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine, in Banca borsa tit. cred., 2004, II, 452 ss. Sul conflitto d'interessi nel processo civile sia, infine, si veda V. Sangiovanni, Impugnazione di deliberazione assembleare, conflitto di interessi e nomina di curatore speciale. La battaglia giudiziaria per il controllo di Antonveneta, in Corr. giur., 2005, 1261 ss.

esame per indirizzare e calibrare la propria attività di vigilanza sono: il livello dell'indebitamento; l'esistenza di perdite di esercizio che riducono il capitale al di sotto del limite legale; giudizi negativi o impossibilità di esprimere giudizi da parte dei revisori.

In tale prospettiva, la Consob ha avviato un progetto di analisi finanziaria (denominato **SAFIR** - "Sistema di Analisi Finanziaria e Rating"), basato sulla applicazione, per ciascun emittente, di criteri di valutazione del rischio ad un insieme di indicatori di bilancio, finanziari e di risultato. La Consob, con tale progetto, è fra le prime autorità di vigilanza europee ad allinearsi agli indirizzi forniti dal CESR nell'ottobre 2005.

In una prima fase, l'applicazione del **sistema SAFIR** verrà limitata agli emittenti non finanziari, escludendo quindi assicurazioni, banche e altri intermediari, per i quali occorrerà considerare le specificità settoriali. Successivamente verrà estesa anche agli altri emittenti

In questa fase è auspicabile la massima collaborazione degli emittenti, sia per mettere a punto la metodologia, sia per condividere gli obiettivi di salvaguardia del mercato.

Le aree su cui saranno condotti i primi approfondimenti riguardano i fenomeni maggiormente critici e innovativi.

Tra essi mi limito a segnalare alcuni indicatori particolarmente significativi che costituiscono un criterio per indirizzare gli interventi di vigilanza ricavato anche dall'esperienza di un recente passato:

- gli effetti dell'utilizzo degli strumenti derivati sugli equilibri finanziari dell'emittente;
- gli effetti di eventuali disallineamenti strutturali, in termini di scadenze e di rischiosità, delle attività e passività dell'emittente;
- **potenziali squilibri di tesoreria** ;
- gli effetti di brusche variazioni nella curva dei tassi di interesse e/o nei tassi di cambio sulle posizioni finanziarie degli emittenti;
- gli impatti di operazioni rilevanti con **parti correlate**.

Come già accennato, la Consob, per poter fare fronte a queste nuove frontiere della vigilanza, grazie alla legge sul risparmio dispone da subito di poteri più efficaci (art. 114 e 115 TUF) che, tra l'altro allargano, la cerchia di soggetti a cui possono essere richieste informazioni utili per l'esercizio delle funzioni di vigilanza.

3.2.1 La vigilanza sull'adesione ai codici di autodisciplina

Nella nuova Sezione I-bis del Testo Unico della Finanza ("*Informazioni sull'adesione a codici di comportamento*") sono stati introdotti dalla legge n. 262/05 i gli articoli 124bis e 124 ter¹⁴. Con tali disposizioni sono state attribuite alla Consob funzioni di vigilanza sull'adesione ai codici di autoregolamentazione.

¹⁴ - l'art 124-bis ("*Obblighi di informazione relativi ai codici di comportamento*") secondo cui: "*1. Le società di cui al presente capo diffondono annualmente, nei termini e con le modalità stabiliti dalla Consob, informazioni sull'adesione a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori e sull'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, motivando le ragioni dell'eventuale inadempimento*"; - l' art. 124-ter ("*Vigilanza sull'informazione relativa ai codici di comportamento*") in forza del quale: "*1. La Consob, negli ambiti di propria competenza, stabilisce le forme di pubblicità cui sono sottoposti i codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori, vigila sulla veridicità delle informazioni riguardanti l'adempimento degli impegni assunti, diffuse dai soggetti che vi abbiano aderito, e irroga le corrispondenti sanzioni in caso di violazione*". La nuova disciplina prevede anche, salvo che le violazioni integrino reati sanzionati penalmente, una sanzione pecuniaria amministrativa da dieci a trecentomila euro per false comunicazioni relative all'applicazione delle regole previste nei codici di comportamento (art. 192-bis del TUF).

Fino all'approvazione della legge n. 262/05 l'unica modalità di verifica della concreta applicazione del Codice era infatti basata sul principio di trasparenza, che richiedeva la dichiarazione di adesione al Codice ovvero l'esplicitazione delle motivazioni del mancato adeguamento. Nulla era previsto in merito alla verifica dell'effettiva rispondenza dei comportamenti concreti rispetto a quanto dichiarato¹⁵.

Oggi, con le modifiche introdotte dalla riforma del risparmio, vengono attribuiti¹⁶:

1. alla Consob: il compito di stabilire le modalità di diffusione annuale da parte degli emittenti delle informazioni sull'adesione ai codici di comportamento;

2. sempre alla Consob: il compito di vigilare sulla veridicità delle informazioni date sull'adempimento degli impegni assunti e di sanzionare le eventuali violazioni;

3. all'organo di controllo interno (collegio sindacale o analogo organismo negli altri modelli societari): la funzione di vigilare sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste dai codici di comportamento.

Fermo restando il principio della libertà degli emittenti quotati di aderire, anche parzialmente, al Codice di autodisciplina, viene introdotto un controllo di natura pubblica, riconducibile alla Consob, che integra l'autoregolamentazione degli emittenti. Si tratta di un controllo di trasparenza informativa teso alla verifica della qualità delle informazioni in merito alle modalità di adesione al codice di autodisciplina. Il controllo della Consob al riguardo sarà penetrante, ma potrà realizzarsi in una verifica della conformità dell'organizzazione aziendale e societaria rispetto alle previsioni del codice. Tale controllo non potrà però riguardare la conformità delle singole operazioni né le scelte di governo societario rispetto alle prescrizioni del codice di autodisciplina¹⁷. Sarà compito del collegio sindacale o dell'organo preposto al controllo di legalità vigilare sulla concreta applicazione di essa.

Il d.lgs. n.303 del 29/12/2006 correttivo alla legge 262 ha eliminato il controllo sulla veridicità che sarebbe stato di estrema difficoltà nella realizzazione. Un controllo sulla veridicità presupporrebbe infatti una valutazione dell'istituzione sui singoli atti societari per valutare se questi siano coerenti con il codice di autodisciplina. Anche la rubrica del 124 *ter* è stata modificata, le parole "*Vigilanza sull'informazione*" sono sostituite dalla seguente: "*Informazione*". Rimangono quindi efficaci a questo riguardo gli obblighi di pubblicità dei codici di comportamento e di diffusione periodica delle informazioni circa l'adesione (o la mancata adesione) ad essi e circa l'osservanza dei conseguenti impegni (ovvero la giustificazione del loro eventuale inadempimento), secondo quanto prescritto rispettivamente dagli articoli 124-ter (come modificato dal presente comma) e 124-bis, essendo sanzionata – a norma dell'articolo 192-bis (modificato dal successivo comma 16) – la sola omissione delle prescritte informazioni.

L'abrogazione illustrata non elimina completamente la vigilanza dell'autorità sulle attività indicate. Poiché infatti il compito di vigilare sull'attuazione dei codici di comportamento è attribuito dall'articolo 149, comma 1, lettera *c-bis*), del TUF agli organi di controllo interni della società, sul cui operato vigila la CONSOB, a quest'ultima spetterebbe comunque una "vigilanza indiretta" sulle informazioni diffuse dalle società quotate circa l'adesione a codici di comportamento. Tale funzione del resto rientra tra i tradizionali poteri che la Consob ha sempre esercitato nell'attività di vigilanza sul collegio sindacale. In presenza di irregolarità nella gestione societaria dell'emittente la Consob esercita i poteri di vigilanza nei confronti del collegio sindacale che non abbia segnalato tali

¹⁵ In particolare, le Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana prevedono la predisposizione da parte del C.d.A. di una relazione annuale sulla *corporate governance* con informazioni sull'adesione al Codice e con l'indicazione delle motivazioni della mancata o parziale adesione allo stesso

¹⁶ Vedi diffusamente L. Cardia, Presentazione del codice di autodisciplina delle società quotate 14 marzo 2006, Milano.

¹⁷ Sul punto vedi Guido Ferrarini- Polo Giudici. *La legge sul risparmio, ovvero un pot- porri della corporate governance*, *Rivista delle Società* 2006. p.573 e ss

irregolarità (vedi art. 149 co. 3 del TUF). La tutela della correttezza e della veridicità dei dati societari forniti al mercato dagli emittenti quotati, a cui la consob è preposta, è quindi affidata ad un complesso sistema di controlli societari, fondati sul corretto operare di sindaci e revisori, responsabili di individuare e segnalare all'Autorità di vigilanza i sintomi di possibili criticità¹⁸. In quest'ottica si è sempre mosso il legislatore, anche quello più recente.

3.3 L'attività di vigilanza sui mercati

Il processo di integrazione dei sistemi economici nel contesto comunitario, delineando un sistema complesso di regole di disciplina del mercato renderà l'attività di vigilanza sempre più complessa. La struttura dei mercati si sta evolvendo verso la competizione diretta tra diverse piattaforme e sistemi di negoziazione, regolamentati e non, come confermato anche dall'approccio adottato dalla Direttiva MiFID, con il cui recepimento:

- verrà meno la regola di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati;
- sarà possibile l'ammissione alle negoziazioni di un titolo anche senza il consenso dell'emittente;
- opereranno sul mercato nazionale sistemi di negoziazione gestiti da soggetti comunitari.

Le negoziazioni potranno avvenire, in regime concorrenziale, non più (e non solo) (i) sui mercati regolamentati, ma anche (ii) sui "sistemi multilaterali di negoziazione" (c.d. "MTF") la cui gestione costituisce un nuovo servizio d'investimento configurato dalla MIFID, ovvero (iii) all'interno degli stessi intermediari, nella veste di "internalizzatori sistematici" (per "internalizzazione" si intende, in prima approssimazione, l'esecuzione in proprio dell'ordine con una contrattazione in proprio e diretta tra intermediario e investitore senza esposizione sul mercato degli ordini).

Il nuovo contesto di concorrenza fra le diverse possibili modalità di esecuzione degli ordini (mercati regolamentati; sistemi multilaterali di negoziazione; intermediari internalizzatori) disegnato dalla MIFID rafforza, dunque, il ruolo che la regola di *best execution* è chiamata a giocare, assolvendo anche alla finalità di rendere effettiva ed ordinata la competizione, nel migliore interesse del cliente. Tali novità comporteranno la necessità di costruire nuovi sistemi integrati per la raccolta e la gestione delle informazioni. Fondamentale sarà la raccolta e lo scambio di informazioni tra le Autorità europee, in modo da consentire poi all'autorità competente (quella del mercato più liquido sul singolo titolo), di vigilare su possibili condotte irregolari.

L'attività di controllo è svolta anche da diversi *team* di analisti che operano sia attraverso un'analisi costante del mercato, vigilando le contrattazioni nelle fasi di negoziazione, sia in differita attraverso la raccolta, il campionamento e lo studio tanto dei dati di mercato quanto delle informazioni diffuse al pubblico in merito agli strumenti finanziari quotati e ai loro emittenti. Dal Dicembre 2003 al fine di supportare tale attività la Consob si avvale del Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati (S.A.I.Vi.M). Il funzionamento di tale sistema si basa su quattro variabili finanziarie: rendimenti e i volumi giornalieri; la concentrazione statica che analizza la struttura del mercato verificando tra l'altro la presenza di posizioni dominanti degli intermediari; la concentrazione dinamica che esamina l'evoluzione nel tempo dell'operatività dei singoli intermediari evidenziandone variazioni significative. L'analisi dell'andamento di queste variabili consente di individuare possibili anomalie, la cui lettura congiunta fornisce un segnale di potenziali abusi di mercato

¹⁸ Vedi ALMA AGNESE RINALDI I mutamenti nella normativa sulla revisione contabile alla luce della riforma sul risparmio in *Le società* 2006, 1469

3.4 La Vigilanza sulle società di revisione

Numerosi ed articolati risultano gli interventi operati dalla legge di riforma sulla disciplina della revisione contabile, essenzialmente al fine di neutralizzare i conflitti di interessi emersi a seguito dei recenti casi di dissesto finanziario. Le società di revisione infatti costituiscono gli «occhi attraverso i quali l'autorità pubblica esercita la propria funzione di vigilanza sulle imprese emittenti»;¹⁹. Le modifiche apportate alla materia sono tutte contenute nell'art. 18 della legge e riguardano l'art. 163 del TUF. L'attività di vigilanza sulle società di revisione sarà caratterizzata dalla verifica **sull'organizzazione** delle stesse.

L'art. 162 del TUF, come modificato dal d.lgs. n.303 del 29/12/2006 correttivo, introduce uno specifico potere dell'Autorità di richiedere alla società vigilata, a verifica conclusa, l'adozione di misure correttive organizzative e procedurali e l'applicazione di sanzioni in caso di inottemperanza.

Inoltre, gli strumenti di vigilanza a disposizione della Consob, di cui all'art. 163 del TUF, vengono potenziati mediante l'introduzione di un **potere cautelare** da esercitare nei confronti delle società di revisione in caso di fondato sospetto di irregolarità, laddove esigenze di tutela del mercato richiedano un intervento immediato incompatibile con la tempistica propria dei provvedimenti sanzionatori

Come ha ben evidenziato Sabino Fortunato²⁰ assistiamo ora ad una “ripubblicizzazione” della attività di revisione sul piano delle regole di struttura, poiché la Consob ritorna a svolgere, e talora in termini anche più penetranti rispetto al passato, un ruolo di piena vigilanza informativa, ispettiva e regolamentare nei confronti delle società di revisione iscritte nell'albo speciale ed anche delle società di revisione iscritte nel registro del Ministero di Giustizia limitatamente agli incarichi di revisione contabile nei confronti di società che abbiano emesso azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (art. 2409-bis). E tutto ciò a garanzia della “indipendenza” e della “professionalità” del revisore contabile (sembrandomi anche l'idoneità tecnico-organizzativa un aspetto di quella professionalità, se non anche dell'indipendenza).

Come accennato la *ripubblicizzazione* del procedimento di revisione risulta confermato dai rilevanti poteri di vigilanza attribuiti alla Consob.

In particolare la Consob ai sensi dell'art. 162 “ co. del TUF:

¹⁹ Cfr. R. Rordorf, La revisione contabile delle società, in Foro it., 2004, V, c. 130 ss. si veda anche M. Cammarata, Interventi del Sarbanes-Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate, Ceradi, 2002; L.E. Mitchell, The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance, Villanova Law Review, vol. 48, n. 4, 2003; R. Romano, The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, Yale Law and Economic Research Paper n. 297, 2004S. Fortunato, Fallimento del mercato e revisione contabile, Relazione al convegno sul tema Nuove prospettive della tutela del risparmio, tenutosi a Napoli in data 27-28 maggio 2005, prossimamente consultabile al sito www.associazioneqcampobasso.it. Ampiamente sul tema R. Rordorf, La revisione contabile delle società, cit., 130 ss.; J. Coffee jr., Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid!, in Columbia Law & Economics Working Papers No. 207, 2002, rinvenibile al sito www.ssm.com; G. Presti, Il sistema dei controlli esterni sull'attività sociale, in questa Rivista, n. 3, 302 ss. In merito al Sarbanes Oxley Act, si vedano, ex multis, Cunningham, The Sarbanes - Oxley Act yawn: heavy rhetoric, light reform (and it might just work), in University of Connecticut Law Review, vol. 36, 2003; Ribstein, Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes - Oxley Act of 2002, in Iowa Journal of Corporation Law, vol. 28, 2002, 1 ss.; M. Cammarata, Interventi del Sarbanes - Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate, dicembre 2002, consultabile al sito www.archivioeradi.luiss.it. R. Bricchetti - L. Pistorelli, Società di revisione: condotta generica, in Guida al dir., n. 4, 28 gennaio 2006, 16

²⁰ Cfr. Relazione tenuta al convegno LA NUOVA LEGGE DI TUTELA DEL RISPARMIO Courmayeur, 6-7 ottobre 2006

- a) stabilisce, sentito il parere del Consiglio nazionale dell'Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili²¹, i principi e i criteri da adottare per la revisione contabile, anche in relazione alla tipologia delle strutture societarie, amministrative e contabili delle società sottoposte a revisione;
- b) può richiedere la comunicazione, anche periodica, di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, fissando i relativi termini;
- c) può eseguire ispezioni e assumere notizie e chiarimenti dai soci, dagli amministratori, dai membri degli organi di controllo e dai dirigenti della società di revisione.

3. 5 L'organizzazione interna delle autorità di vigilanza

L'attuazione della nuova normativa richiede anche la messa in atto di efficaci strumenti di natura operativa.

In tale ambito, la Consob ha già definito, nel mese di maggio 2006, un protocollo di intesa con la Guardia di Finanza per dare immediata attuazione operativa all'art. 22 della legge n. 262/2005 che attribuisce alle Autorità indipendenti la facoltà di avvalersi della collaborazione del Corpo. La Legge sul Risparmio ha esteso la collaborazione della Guardia di Finanza, già prevista per la materia degli abusi di mercato e della vigilanza sugli emittenti, a tutti gli ambiti di competenza della Consob. Di essa la Consob si avvale con risultati molto positivi.

Tali forme di collaborazione trovano la propria fonte per la Consob nell'articolo 187 *octies*, comma 12, del TUF (introdotto con la legge n. 62/2005) e per l'Autorità garante della concorrenza e del mercato l'articolo 54, comma 4, della legge n. 52/1996 (legge comunitaria 1994)²². Entrambe le disposizioni prevedono che la Guardia di Finanza possa utilizzare i poteri d'indagine di cui dispone per l'accertamento dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte sui redditi. Va ricordato che per gli accertamenti in ambito tributario la Guardia di Finanza dispone dei poteri previsti dagli articoli 32 e 33 del decreto del Presidente della Repubblica n. 600/1973 nonché dagli articoli 51 e 52 del decreto del Presidente della Repubblica n. 633/1972. Si tratta tra l'altro del potere di accesso nei locali, anche contro la volontà del soggetto verificato, al fine di acquisire notizie ed elementi utili per l'accertamento dell'illecito.

Sono ancora in corso, pur se di recente sono stati accelerati, i contatti e le riunioni con la Banca d'Italia per realizzare l'accesso diretto della Consob, mediante apposita connessione telematica, ai dati contenuti nella Centrale dei rischi, come prescritto dalla disciplina in materia di abusi di mercato

Il potenziamento delle risorse della Consob costituisce poi un presupposto fondamentale per realizzare gli obiettivi di vigilanza. Recenti interventi legislativi hanno comportato un significativo

²¹ Il testo approvato dalla Camera dei deputati prevedeva il parere del **Consiglio nazionale dei dottori commercialisti** e del **Consiglio nazionale dei ragionieri e periti commerciali**. La modifica è motivata dalla recente emanazione del **decreto legislativo 28 giugno 2005, n. 139**, concernente la costituzione dell'Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, il quale, all'articolo 59 ha disposto che, a far data dal **1° gennaio 2008**, il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e il Consiglio nazionale dei ragionieri e periti commerciali sono **soppressi** e, a decorrere dalla medesima data, è **istituito** il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili. **Si osserva che, poiché il nuovo Ordine sarà costituito e operante dal 1° gennaio 2008, fino a tale data sarebbe teoricamente impossibile acquisire il prescritto parere**

²² Vedi D. M. Miele, La Guardia di Finanza a tutela della concorrenza e del mercato, Rivista della Guardia di Finanza 4/2002, 1709-1741 Cfr. Delibera AEEG n. 273/05 del 15 dicembre 2005, "Approvazione del Protocollo di Intesa relativo ai rapporti di collaborazione tra l'Autorità per l'energia elettrica e il gas e la Guardia di Finanza".

aumento dell'organico della Consob. La Legge sul Risparmio, inoltre, al fine di rendere più tempestivo e flessibile il processo di adeguamento delle risorse di personale alle esigenze di funzionamento dell'Istituto, ha previsto la possibilità di incrementare ulteriormente la pianta organica mediante apposito decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze.

L'analisi delle nuove funzioni attribuite dalle riforme in corso e del relativo impatto operativo hanno condotto a definire un ampio e articolato progetto di riordino organizzativo. In tale ambito il ruolo di centralità conferito alla figura del risparmiatore dalla legge n. 262/2005, anche in relazione alle nuove funzioni attribuite alla Consob in materia di tutela degli investitori, è stato considerato quale finalità primaria da perseguire, per cui è stata prevista la costituzione di una nuova unità organizzativa che curerà i rapporti con i risparmiatori e le loro Associazioni e, in prospettiva, gli aspetti amministrativi connessi alle nuove funzioni di conciliazione ed arbitrato per la soluzione di controversie tra risparmiatori e intermediari.

4. *La collaborazione tra autorità e il segreto d'ufficio*

La legge sul risparmio ha poi previsto forme di coordinamento tra le autorità di vigilanza e controllo, evitando di attribuire una posizione sovraordinata al Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), la cui funzione è quella di coordinamento e di chiusura del circuito informativo tra le autorità di vigilanza.

Questa scelta è opportuna in quanto preserva l'indipendenza delle autorità da inopportune interferenze del potere esecutivo.

In tale ambito si guarda positivamente alla possibilità di invitare alle riunioni del CICR la Consob e le altre Autorità di settore. Si tratta di una soluzione equilibrata che mira alla salvaguardia dell'indipendenza delle autorità amministrative e al contempo l'apporto di qualificate competenze tecniche su materie specifiche²³. Tale orientamento risulta ampiamente condiviso in sede comunitaria dalla Banca Centrale europea che in una nota ha affermato che il Cicr nella configurazione delineata dalla legge 262/05 è *in linea con l'esigenza di coordinamento delle autorità di vigilanza del settore finanziario*²⁴.

Nuovo impulso alla collaborazione istituzionale deriva anche dalle norme della riforma che introducono principi forti, ma al tempo stesso flessibili, di organizzazione dei rapporti tra Autorità. Strumento fondamentale di tale collaborazione è lo scambio di informazioni utili all'esercizio della vigilanza secondo le diverse finalità e con rispetto reciproco dell'indipendenza di ciascuna Autorità nel perseguimento dei propri obiettivi istituzionali.

Tale forma di collaborazione e di coordinamento non deve però spingersi oltre per evitare di riportare le autorità di vigilanza sotto una sorta di tutela politica, governativa e parlamentare, annullando, o comunque diminuendo, l'indipendenza delle autorità tecniche. Si vedono così con favore le modifiche al progetto iniziale che accresceva significativamente poteri e competenze del CICR (Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio), dando vita inoltre ad una nuova Commissione parlamentare bicamerale, con poteri di intervento sulla nomina e sulla revoca dei membri delle Autorità indipendenti preposte alla vigilanza, subordinandone l'operatività a pareri e deliberazioni di quella Commissione, con un vero ritorno al passato²⁵.

²³ Cfr. sul punto F. Vella *L'irresistibile fascino del Cicr* in www.lavoce.info 2006

²⁴ Vedi sole 24 ore 8 nov. 2006 I. Bufacchi p. 37.

²⁵ Vedi sul punto S. Cassese in articolo *corriere della sera* 2006; P. Schlesinger, *Il progetto di riforma del risparmio*, in *Le società* 2006. Tali considerazioni venivano manifestate anche dalla autorità Garante della concorrenza e del mercato in una "Nota" indirizzata il 22 aprile 2004 alle Commissioni riunite Finanze ed Attività produttive della Camera dei deputati. Il progetto infatti riconduceva l'Antitrust alle Autorità di vigilanza in materia di risparmio, trascurando il fatto

Un discorso a parte, merita il rafforzamento della collaborazione - peraltro sempre attiva - con l'Autorità Giudiziaria operato dalle recenti riforme.

Per la Consob tale principio diventa fondamentale nel rapporto con l'autorità giudiziaria. In generale, il Presidente della Consob inoltra all'Autorità Giudiziaria competente una "segnalazione" corredata della documentazione di supporto, qualora dalle evidenze istruttorie emergano fattispecie penalmente rilevanti. Tale attività di segnalazione (ai sensi dell'art. 331, comma 1, c.p.p.) riguarda sia reati di tipo comune, quali ad esempio quelli contro il patrimonio, sia reati che riguardano più da vicino i settori di attività della Consob.

L'impegno del legislatore che ha recepito la direttiva c.d. *Market Abuse* è stato quello di costruire un sistema sanzionatorio dal c.d. doppio binario, dove la fattispecie penale e quella amministrativa vanno reciprocamente ad integrarsi, in modo tale che dove non intervenga l'una intervenga l'altra creando così un sistema blindato a prova di vuoti normativi e di tattiche elusive.

La matrice comune dell'apporto della Consob e dell'Autorità giudiziaria nella repressione dei reati di mercato è da ricercarsi nella tutela del mercato e del risparmio attraverso la protezione di quanti si accostano ad attività economiche alla cui gestione non partecipano direttamente, e delle quali non sono in grado di controllarne efficienza trasparenza e correttezza.

Tali obiettivi sono sempre stati perseguiti dalla Consob sia nell'interesse dei singoli risparmiatori sia nell'interesse del pubblico dei risparmiatori, ivi compresi, oltre che gli attuali, anche i potenziali, sia nell'interesse, più marcatamente pubblicistico, di tutela del mercato per una migliore allocazione della ricchezza per una più robusta struttura economica del paese.

Il risparmio deve infatti essere considerato sia valore giuridico individuale sia valore giuridico sociale nella sua veste di motore all'investimento e alla produzione. Il bene giuridico del risparmio, in altre parole, è patrimonio a livello individuale e valore a livello sociale. Questa polivalenza sotto il profilo dell'oggettività giuridica del bene giustifica che il disvalore delle condotte che lo compromettono sia sanzionato sia amministrativamente che penalmente, e richiede che l'Autorità giudiziaria e l'Autorità amministrativa collaborino intensamente per l'individuazione delle condotte illecite.

Qualche criticità rimane invece per i rapporti con l'autorità giudiziaria civile.

Come detto, infatti, l'art. 4, comma 10 del Testo Unico della Finanza riconduce all'area coperta dal segreto «*tutte le notizie, le informazioni e i dati in possesso della CONSOB in ragione della sua attività di vigilanza (...) anche nei confronti delle pubbliche amministrazioni, a eccezione del Ministro dell'Economia e delle Finanze. Sono fatti salvi i casi previsti dalla legge per le indagini relative a violazioni sanzionate penalmente*»²⁶.

Il segreto d'ufficio imposto alla Consob ha quindi portata generale, fatta eccezione per quelle fattispecie tassativamente contemplate dalla citata norma del Testo Unico che ammette deroghe al

che l'Autorità garante del mercato e della concorrenza si occupa di tutti i settori economici e non solo del credito. Sarebbe poi comunque improponibile che possa restare sottoposta agli atti di indirizzo di un organo politico, qual è il ricordato Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, un organismo come l'Antitrust, "caratterizzato da una specifica qualificazione e composizione tecnica e dall'esercizio di poteri neutrali" (Consiglio di Stato 2 marzo 2004, n. 926)

²⁶ Le finalità assegnate dal legislatore alla citata disposizione sono volte a tutelare l'interesse pubblico al corretto dispiegarsi dell'azione amministrativa e, quindi, a salvaguardare la regolare esplicazione delle funzioni di vigilanza, evitando "il nocimento che la stessa pubblicità di certe informazioni può arrecare alla stabilità (o all'efficienza, o alla competitività) di un intermediario, del sistema creditizio e finanziario, del mercato" (così, M.P. De Troia, "Segreto (d'ufficio) inerente l'attività di vigilanza e diritto d'accesso; un equilibrio possibile", in Banca, Borsa e Titoli di credito, 2000, II, p. 361). Ispirata alle descritte finalità è anche la norma di cui all'art. 7, comma 1 del d.lgs. 1^o settembre 1993, n. 385 (cd. "Testo Unico Bancario") - sulla quale lo stesso art. 4, comma 10 del Testo Unico della Finanza è stato successivamente modellato - alla cui stregua sono coperte dal segreto d'ufficio tutte le notizie, le informazioni e i dati in possesso della Banca d'Italia in ragione della sua attività di vigilanza.

segreto nei confronti del Ministro dell'economia e delle finanze nonché nei casi “(...) *previsti dalla legge per le indagini relative a violazioni sanzionate penalmente*”.

Occorre quindi chiedersi se si possa rivolgere alla Consob una richiesta ex art. 213 c.p.c. ai sensi del quale *Fuori dei casi previsti negli articoli 210 e 211, il giudice può richiedere d'ufficio alla pubblica amministrazione le informazioni scritte relative ad atti e documenti dell'amministrazione stessa, che è necessario acquisire al processo.*

Al riguardo riterrei che tale norma non sia applicabile alla Consob. L'art. 4, comma 10 del Testo Unico costituisce infatti un limite inderogabile all'ammissibilità della richiesta ex art. 213 c.p.c.. Sia l'ordine di esibizione di cui all'art. 210 c.p.c.²⁷, sia (in virtù del richiamo operato dallo stesso art. 210 c.p.c.) la richiesta di informazioni alla pubblica amministrazione regolata dal predetto art. 213 c.p.c., incontrano alcuni limiti di ammissibilità che rinviengono la loro fonte nell'art. 118 c.p.c. che consente l'ispezione di persone o cose purché ciò possa compiersi senza costringere il destinatario a violare uno dei segreti previsti dagli artt. 200-202 c.p.p., tra i quali rientra certamente il **segreto di ufficio della Consob**.

Tale orientamento risulta confermato da diverse pronunce della Corte Costituzionale. In particolare nella pronuncia del 26 gennaio 2005 n. 32²⁸ la Corte ha circoscritto l'ambito della facoltà di accesso ai documenti detenuti dalla Consob in ragione della sua attività di vigilanza alla sola ipotesi in cui l'accesso sia **strumentale all'esercizio del diritto di difesa da parte di un soggetto vigilato nell'ambito di un procedimento sanzionatorio avviato dall'Autorità**²⁹. Nella stessa pronuncia la Corte ha **negato la medesima facoltà al soggetto vigilato il cui unico fine sia quello di meglio articolare la propria difesa nell'ambito di un giudizio civile da altri instaurato nei suoi confronti con riguardo a fatti che sono stati oggetto di valutazione da parte della Consob**.

Con tali pronunce si è operato un bilanciamento di contrapposti interessi di rango costituzionale: il diritto alla difesa e il segreto d'ufficio funzionale alla stabilità dei mercati finanziari. La Corte ha affermato la soccombenza dell'interesse alla stabilità dei mercati finanziari di fronte al diritto di difesa nella sola ipotesi in cui un soggetto, vigilato dalla Consob, sia sottoposto a procedimento sanzionatorio avviato dalla medesima Commissione. Dunque, la deroga al segreto d'ufficio è ammessa solo quando sia **strettamente strumentale e preordinata all'esercizio del diritto di difesa da parte dell'interessato nell'ambito del procedimento sanzionatorio**.

²⁷ L'art. 210 c.p.c. (Ordine di esibizione alla parte o al terzo), prevede: “*Negli stessi limiti entro i quali può essere ordinata a norma dell'articolo 118 l'ispezione di cose in possesso di una parte o di un terzo, il giudice istruttore, su istanza di parte, può ordinare all'altra parte o a un terzo di esibire in giudizio un documento o altra cosa di cui ritenga necessaria l'acquisizione al processo. Nell'ordinare l'esibizione, il giudice dà i provvedimenti opportuni circa il tempo, il luogo e il modo dell'esibizione. Se l'esibizione importa una spesa, questa deve essere in ogni caso anticipata dalla parte che ha proposta l'istanza di esibizione*”.

²⁸ Vedi prima sent. Cor. Cos. 3 novembre 2000 n. 460

²⁹ A questo risultato il Consiglio di Stato è pervenuto in epoca risalente. V., per esempio, già sez. IV, 6 febbraio 1995, n. 71 (in Cons. Stato, 1995, I, 163), sez. V, 9 dicembre 1997, n. 1489 (in Foro amm., 1997, 3075) e Idem, 27 dicembre 2001, n. 6414 (in Giur. it., 2002, 1730, con nota di Saracino), sez. IV, 20 maggio 1996, n. 665 (in Cons. Stato, 1996, I, 784) e Idem, 13 ottobre 1999, n. 1577 (ivi, 1999, I, 1559), nonché Ad. plen., 28 aprile 1999, n. 6 v.: sez. VI, 7 dicembre 1993, n. 966 (in Cons. Stato, 1993, 1651), Idem, 19 luglio 1994, n. 1243 (ivi, 1994, I, 1131), Idem, 13 giugno 1995, n. 588 (ivi, 1995, I, 898) e Idem, 20 ottobre 1998, n. 1417 (in Giur. it., 1999, 1326); cfr. sez. IV, 26 novembre 1993, n. 1036 (in Cons. Stato, 1993, I, 1418), Idem, 11 gennaio 1994, n. 21 (ivi, 1994, I, 5) e n. 22 (ivi, 1994, 8), Idem, 23 ottobre 1995, n. 830 (ivi, 1995, I, 1349), Idem, 3 febbraio 1996, n. 98 (ivi, 1996, I, 133), Idem, 31 ottobre 1997, n. 249 (in Foro amm., 1997, I, 2708) e Idem, 14 gennaio 1999, n. 32 (in Cons. Stato, 1999, I, 24). Di recente, v. Cons. Stato, sez. V, 4 luglio 2006, n. 4255, in www.lexitalia.it n. 7-8/200

In tema di accesso agli atti ex legge 241/90 il legislatore sembrerebbe aver propeeso infatti chiaramente per la configurazione dell'accesso quale *diritto soggettivo perfetto*³⁰, non suscettibile di alcuna limitazione laddove sia strettamente funzionale al diritto alla difesa³¹

Cio` pare ricavabile da due passaggi della normativa. L'art. 22, c. 1, lett. a), afferma che per diritto di accesso deve intendersi «il diritto degli interessati di prendere visione e di estrarre copia di documenti amministrativi». L'art. 22, c. 2, definisce l'accesso un «principio generale dell'attività amministrativa al fine di favorire la partecipazione e di assicurarne l'imparzialità e la trasparenza, ed attiene ai livelli essenziali delle prestazioni concernenti i diritti civili e sociali che devono essere garantiti su tutto il territorio nazionale»³²

5. Il procedimento sanzionatorio: la separazione fra funzioni istruttorie e funzioni decisorie

La legge sul risparmio ha modificato in maniera profonda le garanzie procedurali nelle azioni delle autorità di controllo³³, tendendo ad una uniformazione delle regole procedurali nell'ambito delle diverse autorità, ferma restando l'autonomia organizzativa di ciascuna.

³⁰ Per la qualificazione come diritto soggettivo vedi in giurisprudenza: Cons. Stato, sez. IV, 24 febbraio 1996, n. 177 (in Foro it., Rep. 1996, (voce) Atto amministrativo, n. 274), Idem, sez. IV, 11 giugno 1997, n. 643 (in Foro amm., 1997, 1638), Idem, sez. IV, 9 ottobre 1997, n. 1128 (in Cons. Stato, 1997, I, 1354), Idem, sez. IV, 16 aprile 1998, n. 641 (in Cons. Stato, 1998, I, 564), Idem, sez. IV, 9 luglio 1998, n. 1079 (in Cons. Stato, 1998, I, 1119), Idem, sez. IV, 27 agosto 1998, n. 1137 (in Foro it., 1998, III, 619), Idem, sez. IV, 22 gennaio 1999, n. 56 (in Cons. Stato, 1999, I, 37) e Idem, sez. IV, 24 luglio 2000, n. 4092 (in Foro amm., 2000, 2625), nonché Idem, sez. VI, 24 maggio 1996, n. 727 (in Cons. Stato, 1996, I, 982), Idem, sez. VI, 23 febbraio 1999, n. 193 (in Cons. Stato, 1999, I, 279), Idem, sez. VI, 19 gennaio 2001 n. 191 (in www.giust.it, n. 5/2001), Idem, sez. VI, 19 settembre 2000, n. 4880 (in Foro amm., 2000, f. 9) e Idem, sez. VI, 27 maggio 2003, n. 2938 (in Foro amm., 2003, 1675). Cons. Stato, sez. VI, 14 dicembre 2004, n. 8062 (in Foro amm., 2004, 3603) e Idem, sez. VI, 12 aprile 2005, n. 1679 (in Foro amm., 2005, 1168); v. Tar Lombardia, sez. Brescia, 28 maggio 2004, n. 598 (in Foro amm., 2004, 1993, con nota di N. Musselli), Tar Abruzzo, sez. Pescara, 21 febbraio 2004, n. 230 (in Comuni Italia, 2004, f. 5, 139) e Tar Lazio, sez. III, 8 febbraio 2005, n. 1088 (in F. amm., 2005, 432). Contra Cons. Stato, Ad. plen., 7-24 giugno 1999, n. 16 (in Dir. proc. amm., 2000, 148, con nota di C. Cacciavillani), confermata in parte da Cons. Stato, Ad. plen., 2 luglio 2001, n. 5 (in www.giust.it, n. 7-8/2001, con nota di G. Bacosi) e Cons. Stato, sez. IV, 26 giugno 2002, n. 3549 (in www.giust.it, n. 7/8-2002). Tar Toscana, sez. I, 23 aprile 2004, n. 1225 (in Foro amm., 2004, 1012), Tar Friuli Venezia Giulia, 22 maggio 2004, n. 307 (in Foro amm., 2004, 1326), Cons. Stato, sez. V, 7 aprile 2004, n. 1969 (in Dir. form., 2004). In dottrina si veda P. Santoro, Diritto di accesso partecipativo e diritto di accesso conoscitivo: posizioni soggettive ed effettività, in Foro amm., 1992, II, 1799; M. Buquicchio, Profili costituzionali dell'accesso ai documenti amministrativi: la posizione dell'utente fra i diritti dello Stato e quelli del cittadino, in Riv. not., 1997, 651; E. Melandri - S. Buarne', Il procedimento amministrativo e l'accesso ai documenti amministrativi, Gorle, CEL, 1992, 283; I. Franco, Il nuovo procedimento amministrativo. Partecipazione. Diritto di accesso. Semplificazione dell'azione amministrativa. Commento alla Legge 7 agosto 1990 n. 241, Bologna, Pragma, 1993, 231 C. Bertolini, La disciplina dell'accesso ai documenti amministrativi, in A. Massera (a cura di), La riforma della Legge 241/1990 sul procedimento amministrativo: una prima lettura, in www.astridonline.it, 2005, 66, L. Lamberti, Il diritto di accesso ai documenti amministrativi dopo la legge 15/2005, in www.giustamm.it, 2004, n. 12 e A. Ferrucci, Diritto di accesso e riservatezza: osservazioni sulle modifiche alla l. 241/90, in www.giustamm.it, 2005, n. 51 ss. 700

³¹ In tal senso, si è seguito l'orientamento espresso, in particolare, da Cons. Stato, sez. VI, 27 maggio 2003, n. 2938, in Lexitalia.it, contrariamente a quanto sostenuto da Cons. Stato, Ad. plen., 24 giugno 1999, n. 16, in Corr. giur., 1999, 1093.

³² Vedi A. Sandulli in giornale di diritto amministrativo, n. 5 del 2005, 494; V. Cerulli Irelli, Osservazioni generali sulla modifica della l. n. 241/90, in www.giustamm.it, definisce la disposizione «un po' più restrittiva», anche se volta a tradurre gli orientamenti giurisprudenziali; G. Napolitano, Regole e mercato nei servizi pubblici, Bologna, 2005, 154 ss.

³³ Per una analisi della evoluzione delle funzioni della Banca d'Italia, si vedano. F. Capriglione, Banca d'Italia, in Enciclopedia del Diritto, Milano, 1987; P. De Vecchis, Banca d'Italia, in Nuovissimo Digesto – Discipline pubblicistiche, 1987; P. Zamboni Garavelli, Le funzioni di vigilanza e le altre funzioni della Banca d'Italia, in AA.

Per quanto riguarda gli atti normativi emanati dalle autorità sono stati formalizzati gli obblighi di consultazione preventiva e di rispetto del principio della proporzionalità, inteso come “criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari” (articolo 23).

Per i procedimenti a rilevanza individuale, le nuove disposizioni ribadiscono l’obbligo di **motivazione**, il principio del **contraddittorio**³⁴ e la **separazione tra le funzioni istruttorie e decisorie** (articolo 24 della legge 262/05). Si tratta del principio di terzietà ed imparzialità del giudice che trova le proprie origini nel c.d. “giusto processo”, contemplato dall’art. 111 della Costituzione³⁵ nonché dall’art. 6 della Convenzione europea dei diritti dell’uomo³⁶.

Tali principi sono espressi nella norma citata, secondo la quale la Banca d’Italia, la Consob, l’Isvap e la Covip disciplinano con propri regolamenti l’applicazione di principi, purché compatibili, recati dalla legge 7 agosto 1990, n. 241, sulla individuazione e sulle funzioni del responsabile del procedimento, sulla partecipazione al procedimento e sull’accesso agli atti amministrativi, indicando altresì i casi di necessità e di urgenza o le ragioni di riservatezza per i quali è ammesso derogare alla disciplina generale³⁷.

L’autorità amministrativa nell’esercizio dei poteri sanzionatori si avvicina molto all’autorità giudiziaria. La differenza tra la posizione del Giudice e quella dell’Amministrazione è stata sottolineata dalla Corte Costituzionale, che ha precisato che *“E’ nella logica della depenalizzazione operata con la legge n. 689 del 1981 che le sanzioni amministrative, un tempo di natura penale e quindi di competenza dell’autorità giudiziaria, essa si colloca in posizione di disinteressata ‘terzietà’, siano oggi di competenza dell’autorità amministrativa alla quale, per definizione, non è estraneo l’interesse al rafforzamento, tramite l’applicazione delle sanzioni, delle prescrizioni alla cui osservanza essa è preposta. Il concetto stesso di ‘terzietà’, tipico della posizione del giudice, non è dunque bene evocato a proposito dell’Amministrazione, quand’anche essa sia chiamata ad agire nell’ambito di procedimenti strutturati secondo regole di contraddittorio. La garanzia di un’istanza ‘terza’ non viene, del resto, sottratta agli interessati, potendosi essi rivolgere, in sede di opposizione alle determinazioni dell’autorità amministrativa, all’autorità giudiziaria (...). Ciò che conta, ai fini dell’imparzialità e del buon andamento, è che il soggetto titolare della potestà sanzionatrice debba operare, secondo la legge, al solo fine del perseguimento del pubblico interesse, senza mescolanze o indebite interferenze di interessi di natura privatistica”*³⁸.

VV, La nuova legge bancaria - commentario a cura di P. Ferro Luzzi e G. Castaldi, Milano, 1996; P. De Vecchis, Commento sub. Art. 4 t.u.b., in Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, a cura di F. Capriglione, Padova, 2001; M.A. Stefanelli, Le istruzioni di vigilanza della Banca d’Italia, I., Parte generale, Padova, 2003, S. Cassese, Negoziazione e trasparenza nei procedimenti davanti alle Autorità indipendenti, in Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti, Quaderni del Consiglio di Stato, Torino, 1999, 42,

³⁴ Sul punto vedi F. Benvenuti, Contraddittorio, in Enc. Dir., ad vocem, Milano, 1961; M. Clarich, Garanzia del contraddittorio nel procedimento, intervento al convegno Le autorità amministrative indipendenti in memoria di V. Caianiello, Roma, Palazzo Spada, 9 maggio 2003, reperibile sul sito www.giustizia-amministrativa.it; R. Chieppa, Tipologie procedurali e contraddittorio davanti alle Autorità indipendenti, intervento al convegno Imparzialità e indipendenza delle Authorities nelle recenti dinamiche istituzionali e amministrative, Roma, Palazzo Spada, 14 dicembre 2005, reperibile sul sito www.giustizia-amministrativa.it.

³⁵ I commi 1 e 2 di tale articolo, così come novellato dalla legge cost. n. 2/1999, così recitano: *“La giurisdizione si attua mediante il giusto processo regolato dalla legge. Ogni processo si svolge nel contraddittorio tra le parti, in condizioni di parità, davanti a giudice terzo e imparziale. La legge ne assicura la ragionevole durata.”*

³⁶ L’art. 6 prescrive che *“Ogni persona ha diritto che la sua causa sia esaminata equamente (...) da un tribunale indipendente e imparziale ...”*. Vedi sul punto Circolare Assonime n.21/06 Titolo IV della legge per la tutela del risparmio: disposizioni concernenti le autorità di vigilanza

³⁷ Cfr.: E, Rotolo in Giornale di diritto amministrativo 12/2006

³⁸ Corte Cost., sentenza n. 28/1996.

In senso analogo, si è pronunciata la Corte di Cassazione, che ha escluso l'assimilabilità delle Autorità Indipendenti alla figura del Giudice, precisando che *“la diffusa tendenza all'introduzione nel procedimento amministrativo di momenti di partecipazione effettiva da parte degli interessati al suo esito che consentono alla pubblica amministrazione di apprezzare tutti gli interessi in gioco, fa sì che l'uso di tali tecniche non significhi abbandono del procedimento in favore del processo. Ma piuttosto che l'obbligo di imparzialità, il quale richiede nell'applicazione della legge la consapevolezza di tutte le posizioni tutelate (...), viene realizzato anzitutto con l'articolazione del procedimento”*³⁹.

Le Autorità indipendenti, infatti, pur non essendo responsabili di fronte all'autorità politica, sono comunque responsabili in virtù del principio della democrazia procedimentale, che si realizza nella visibilità delle loro decisioni, nella completezza delle loro informazioni e nella loro capacità di udire gli interessati⁴⁰.

Il principio di separazione riguardante la Consob è stato inizialmente introdotto nel TUF dalla legge n. 62/2005 (Legge comunitaria 2004), con riferimento ai procedimenti sanzionatori di cui agli artt. 187-septies e 195, ed è stato successivamente esteso dall'art. 24 legge n. 262/2005 a tutti i procedimenti sanzionatori di competenza, oltre che della Consob, anche di Banca d'Italia, Isvap e Covip.

L'art. 24, comma 1, legge n. 262/2005 prevede infatti che *“I procedimenti di controllo a carattere contenzioso e i procedimenti sanzionatori sono svolti nel rispetto dei principi della facoltà di denuncia di parte, della piena conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione”*.

(...)Le Autorità di cui al presente comma disciplinano le modalità organizzative per dare attuazione al principio della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione”.

Le citate norme vanno interpretate nel quadro normativo di riferimento in cui si collocano, che, come già detto, prevede che, all'interno della Consob, solo e soltanto alla Commissione sia attribuito potere decisionale e che dunque solo quest'ultima abbia competenza ad adottare provvedimenti a rilevanza esterna⁴¹,

Il legislatore sembra, dunque, aver voluto mantenere la concentrazione delle competenze in materia di irrogazione delle sanzioni in capo ad un'unica Autorità e, nell'ambito delle autorità, a livello organizzativo interno, realizzare una distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie.

L'esperienza di istituzioni che già da tempo hanno strutturato i procedimenti in modo da assicurare una separazione tra istruttoria e fase decisoria, quali l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, la francese AMF e la Financial Services Authority (FSA) del Regno Unito, può fornire utili spunti e suggerimenti.

Nel nostro ordinamento la separazione delle funzioni non è una novità assoluta. Si tratta di una distribuzione delle funzioni che, per certi versi, richiama il modello già da tempo in essere presso l'Autorità Garante per la Concorrenza ed il Mercato, in forza del D.P.R. n. 461/1991, poi sostituito dal D.P.R. n. 217/1998, che in sostanza rimette agli Uffici l'attività istruttoria e al Collegio l'attività decisoria.

In ogni caso occorre osservare che l'organo collegiale conserva i poteri di indirizzo dell'intera procedura sanzionatoria, e la correlativa responsabilità la separazione funzionale esistente tra

³⁹ Cass., n. 7341/2002.

⁴⁰ Vedi S. Cassese, *Negoziato e trasparenza nei procedimenti davanti alle Autorità indipendenti*, in *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti*, Quaderni del Consiglio di Stato, Torino, 1999, 42,

⁴¹ Fanno eccezione, ai sensi dell'art. 1, comma 6, legge n. 216/1974, i *“casi di urgenza previsti dalla legge”*.

attività istruttoria spettante agli uffici ed attività decisorie rimessa al collegio costituente l'Autorità non incide minimamente sulla garanzia di imparzialità che deve assistere le valutazioni di competenza di detta Autorità, in quanto quest'ultima, nella sua espressione collegiale, rimane sempre e totalmente libera di modificare, approvare o rigettare le proposte formulate sulla base dei dati istruttori forniti dagli uffici. Ciò perché rimane, in ogni caso, *strumentale l'attività esercitata dagli uffici, che non assume mai dignità di momento procedimentale autonomo*⁴².

La Consob in sede di recepimento della disciplina *Market Abuse* si era organizzata per adeguare la propria struttura organizzativa a tali principi. Al riguardo la delibera n. 15086 del 2005 "Disposizioni organizzative e procedurali relative all'applicazione di sanzioni amministrative e istituzione dell'Ufficio sanzioni amministrative" ha previsto che:

1. l'istruttoria dei procedimenti sanzionatori è di competenza delle strutture operative, senza alcun coinvolgimento della Commissione;
2. le decisioni in ordine all'applicazione delle sanzioni sono adottate dalla Commissione;
3. il procedimento sanzionatorio ha inizio con la formale contestazione degli addebiti;
4. la Divisione competente per materia, *"ricevute le deduzioni o scaduto il termine per la loro presentazione, trasmette all'Ufficio Sanzioni Amministrative (...) gli atti del procedimento con le proprie valutazioni. La trasmissione avviene almeno novanta giorni prima della scadenza del termine di conclusione del procedimento medesimo"*;
5. l'Ufficio Sanzioni Amministrative, *"esaminati gli atti del procedimento con particolare riguardo alle deduzioni difensive prodotte dagli interessati, formula le proprie conclusioni in ordine alla sussistenza o meno della violazione contestata e alla quantificazione della eventuale sanzione da applicare. (...) La relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative è trasmessa alla Commissione per la decisione"*, dall'Ufficio stesso.

In ossequio al principio di separazione, la Commissione certamente non può essere chiamata a contestare ai soggetti vigilati i presunti illeciti e neppure ad autorizzare l'apertura di un'istruttoria, poiché queste sono competenze riservate agli uffici. La commissione assume quindi il ruolo di organo giudicante, terzo rispetto agli uffici che hanno avviato l'istruttoria e contestato le eventuali irregolarità riscontrate. In dottrina si è obiettato che esiste un ostacolo formale al principio di separazione nell'ambito della Consob⁴³.

L'art. 1.6 della l. 216/1974 (istitutiva della Consob), infatti, oltre a stabilire che le deliberazioni della Commissione sono adottate collegialmente, senza possibilità di delega permanente di funzioni ai commissari, prevede che *"il presidente [della Commissione] sovrintende all'attività istruttoria*. La disposizione in esame sembrerebbe incompatibile con il principio di separazione ma il presidente della Consob nel sovrintendere l'attività istruttoria si limita a indicare agli uffici operativi linee di indirizzo, di organizzazione e di strategie di vigilanza nel rispetto delle finalità della vigilanza stessa (art.li 5 e 91 del tuf), senza mai entrare nel merito delle singole istruttorie.

Mi limito a questa considerazione. Non è questa la sede per esaminare sotto il profilo scientifico la nuova organizzazione per l'adozione dei c.d. provvedimenti individuali ex art. 24 della legge

⁴² Vedi Tar Lazio sentenza n. 873/1999

⁴³ Vedi tra gli altri L. Spaventa Tutela del risparmio Il lento cammino del legislatore, Capri, Maggio 2003. Secondo il quale *la via più semplice per porre rimedio a tale contraddizione consiste ovviamente nell'esplicita abrogazione di quella disposizione. Tanto, appunto, proponeva un emendamento, suggerito quando il disegno di legge era in discussione alla Camera ma mai presentato. Quell'emendamento, tuttavia, si poneva anche un altro obiettivo, oltre a sottrarre al presidente il compito di sovrintendere all'attività istruttoria*; Rordorf, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le Società*, 2005, p. 819

262/05⁴⁴. Ritengo comunque che i presidi costituiti dalla Consob nell'ambito del nuovo procedimento sanzionatorio costituiscano un grande passo avanti per la tutela del diritto del contraddittorio e del diritto alla difesa nei confronti dei provvedimenti adottati dalla Consob.

6. *[Le funzioni di vigilanza nel rapporto diretto con i risparmiatori: l'investor education] può essere tolto*

Nel corso degli ultimi anni, attraverso molteplici interventi, il legislatore ha delineato un disegno strategico volto a porre sempre più in risalto la posizione del cittadino nei confronti della pubblica amministrazione, anche sotto l'aspetto dei bisogni informativi. Tale attività è finalizzata a migliorare il rapporto di fiducia con i risparmiatori (c.d. bonding⁴⁵) e a far sì che questi effettuino scelte di investimento sempre più consapevoli. Tale aspetto a mio avviso è stato sottovalutato dall'odierno legislatore ma storicamente valorizzato dalla Consob.

Il primo, importante, tassello di questo disegno è costituito dalla legge n. 241 del 1990 che, nell'intento di qualificare in termini di economicità, efficacia e pubblicità l'attività amministrativa, detta nuove norme in materia di procedimento amministrativo e di diritto di accesso e pone le basi per la creazione degli uffici per le relazioni con il pubblico. E' chiara l'intenzione del legislatore di enfatizzare la funzione di comunicazione verso il pubblico dell'Amministrazione. Ma questa funzione è ancora vista nell'ottica della trasparenza dell'attività amministrativa.

A dare ulteriore slancio alla materia è successivamente intervenuta la legge 7 giugno 2000, n. 150 che ha organicamente disciplinato le attività di informazione e di comunicazione delle pubbliche amministrazioni, individuando importanti finalità da perseguire, fra cui: favorire la conoscenza delle Istituzioni, dei servizi pubblici per un miglior loro utilizzo e del percorso dei procedimenti amministrativi; promuovere conoscenze allargate e approfondite su temi di rilevante interesse pubblico e sociale; promuovere l'immagine delle amministrazioni e, più in generale, dell'Italia.

La legge n. 150/2000 segna una profonda innovazione di portata, per così dire, culturale: per la prima volta, l'attività di comunicazione della pubblica amministrazione non viene vista esclusivamente nell'ottica della trasparenza dell'attività amministrativa ma, acquista la dignità di vero e proprio strumento di amministrazione attiva, funzionale al conseguimento di importanti obiettivi per il soddisfacimento dell'interesse generale.

Questo mutamento culturale muove dalla consapevolezza che gli strumenti tradizionalmente utilizzati per la cura degli interessi affidati alle pubbliche amministrazioni, è cioè la fissazione di regole e comandi e la verifica del loro rispetto, non sono più sufficienti per l'ottimale conseguimento delle finalità istituzionali. E che a queste attività deve affiancarsi, per la tutela dell'interesse generale e con pari dignità, l'attività di comunicazione nei confronti del cittadino.

⁴⁴ Si veda in dottrina S. A. FREGO LUPPI, *L'amministrazione regolatrice*, Torino, Giappichelli, 1999 passim; M. CLARICH, *Garanzia del contraddittorio nel procedimento*, in *Dir. amm.*, 2004, p. 79-80; ID., *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, Il Mulino, 2005, p. 166-168. Ma si veda anche Rordorf, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le Società*, 2005, p. 819 A. PAJNO, *L'esercizio di attività in forme contenziose*, in S. CASSESE e C. FRANCHINI (a cura di), *I garanti delle regole*, Bologna, Il Mulino, 1996, p. 121 ss M. A. CABIDDU, *Sanzioni amministrative e principi costituzionali davanti alle autorità indipendenti*, in *Banca borsa tit. cr.*, II, 2004, p. 290-291

⁴⁵ Vedi diffusamente M. Tonello *Corporate Governance e tutela del risparmio*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Francesco Galgano, 2006, 175 e ss.

Il legislatore, nel delineare l'attività di comunicazione, ha preso in considerazione anche la sua forma passiva, che genera flussi informativi dai cittadini verso la pubblica amministrazione. In questa sua configurazione, l'attività di comunicazione si realizza sia attraverso l'ascolto dei cittadini, sia attraverso la comunicazione interna all'amministrazione, al fine di attivare processi di verifica della qualità e del gradimento dei servizi prestati. Ancora una volta, l'attività di comunicazione si inserisce in un contesto che non è più di trasparenza amministrativa ma, piuttosto, di amministrazione attiva, in quanto finalizzato al miglioramento dell'efficacia dell'azione amministrativa.

La Consob ha da tempo adottato una struttura organizzativa in linea con il disegno del legislatore. L'istituzione dell'Ufficio per le relazioni con il pubblico risale al luglio 1993 e svolge molteplici compiti: oltre alla cura dell'attuazione della legge n. 241/1990, di rilievo è la gestione delle richieste di informazione del pubblico e la predisposizione di iniziative orientate ad incentivare presso i risparmiatori le conoscenze in materia di investimenti finanziari.

Nell'ambito di tali compiti si inquadra anche l'investor education, che è sicuramente fra le attività di maggior rilievo affidate all'Ufficio. Essa costituisce tipica espressione del "mutamento culturale" introdotto dalla legge n. 150, esulando completamente dai confini della trasparenza dell'azione amministrativa e presentandosi, invece, come uno strumento di amministrazione attiva con cui la Consob, promuovendo "conoscenze allargate e approfondite su temi di rilevante interesse pubblico e sociale", tutela l'interesse generale del pubblico risparmio.

Il fine dell'investor education è, come noto, l'accrescimento della cultura finanziaria del pubblico. Sono essenzialmente due gli strumenti per conseguire questo obiettivo. Da un lato, certamente, è importante rendere facilmente accessibili informazioni tempestive, corrette e utili. Per altro verso, la disponibilità di tali informazioni deve essere accompagnata dall'attuazione di iniziative che "educano" l'investitore a fruire nel modo più pieno e sostanziale degli elementi informativi a disposizione e, più in generale, degli strumenti di tutela che l'ordinamento pone a sua protezione.

Un risparmiatore dotato di adeguata cultura finanziaria è in grado non solo di effettuare scelte di investimento consapevoli ed effettivamente adeguate alle proprie esigenze, ma anche di evitare proposte eccessivamente rischiose, abusive o, addirittura, fraudolente. In questo senso si può affermare che l'obiettivo dell'investor education è il rafforzamento della capacità di autotutela del singolo risparmiatore. Così intesa, la funzione di investor education si affianca ai tradizionali strumenti con cui la Consob svolge la propria attività di vigilanza e, insieme ad essi, contribuisce a perseguire l'obiettivo istituzionale della protezione del pubblico risparmio. Ne costituisce, anzi, il naturale complemento, che integra e moltiplica l'efficacia degli strumenti tradizionali, partecipando così, attivamente, alla cura dell'interesse generale affidatole dall'Ordinamento.

Un esempio aiuterà a chiarire il concetto. Un importante ambito di vigilanza attribuito alla Consob è quello sulla correttezza dei comportamenti tenuti dagli intermediari. Una intensa attività regolamentare ha definito singole condotte e adempimenti che gli operatori devono rispettare nel rapporto con i risparmiatori. A tal fine sono stati predisposti una serie di controlli finalizzati a verificare il rispetto di queste previsioni ed, eventualmente, a sanzionare i comportamenti illeciti. Ma l'attività di controllo, per quanto intensa e capillare possa essere, difficilmente può coprire l'intera attività quotidianamente svolta dalla moltitudine di operatori presenti sul mercato. L'investor education può allora costituire un utile complemento all'attività di vigilanza, attraverso iniziative mirate ad informare i risparmiatori sulle norme di correttezza poste a loro tutela, sottolineandone l'importanza e la concreta rilevanza che rivestono in relazione alla tutela dei loro interessi. Si vengono così a creare i presupposti a che siano gli stessi investitori a pretendere comportamenti corretti, laddove l'operatore non vi provveda autonomamente. Investitori avveduti, inoltre, rifiuteranno proposte di investimento riconosciute non conformi alla normativa o, peggio,

fraudolente, e potrà anche accadere (e se ne hanno numerosi esempi concreti) che essi stessi segnalino all'Autorità di vigilanza le proposte ricevute, contribuendo, in tal modo, alla sostanziale applicazione del sistema delle regole a tutela del pubblico risparmio.

Questa funzione di ausilio al sistema dei controlli predisposto dall'Autorità di vigilanza è particolarmente preziosa nell'attuale contesto in cui l'internazionalizzazione dei mercati, e lo sviluppo e diffusione di mezzi di comunicazione "in tempo reale" e planetari, mette il risparmiatore nazionale in contatto con una mole quasi sterminata di proposte di investimento, provenienti da ogni parte del mondo ed effettuabili, semplicemente, attraverso la digitazione di un codice. In questi casi, i tradizionali strumenti di vigilanza, anche a causa del limitato ambito di efficacia territoriale che li caratterizza, mostrano limiti nella capacità di tutelare efficacemente il pubblico risparmio. Adeguate azioni di investor education possono arginare i danni che da questo contesto possono derivare ai risparmiatori.

E' quindi importante che i risparmiatori non vengano considerati solo come destinatari di informazioni, indicazioni e suggerimenti. Un'attenta programmazione di investor education deve prendere le mosse proprio dai risparmiatori, attraverso la capacità di ascoltare e interpretare le loro esigenze informative, al fine di proporre iniziative realmente in grado di fornire un efficace contributo. E' necessario, quindi, generare, mantenere e continuamente arricchire un flusso informativo dai risparmiatori verso le autorità preposte, che consenta di tenere sempre un contatto, in tempo reale, con le esigenze, i problemi e le aspettative che maturano nel mondo del risparmio.

L'importanza della funzione dell'investor education è, peraltro, riconosciuta anche in ambiti internazionali. Ormai da qualche anno, in sede IOSCO, all'interno del gruppo di lavoro n. 5 sugli organismi di investimento collettivo, si è sviluppato un confronto sull'argomento che ha evidenziato come l'investor education contribuisca all'attività di protezione dei risparmiatori svolta dalle autorità di vigilanza attraverso l'accrescimento della cultura finanziaria dei risparmiatori stessi e, conseguentemente, della loro capacità di autotutela e di effettuare scelte di investimento coerenti con la propria situazione economico-finanziaria.

Anche in sede OCSE - e, più precisamente, all'interno del Committee on Financial Markets - è stato definito un documento contenente principles and good practises for financial education da raccomandare agli Stati membri. Il documento è attualmente in fase di approvazione da parte dell'Executive Committee.

L'iniziativa nasce dal riconoscimento all'investor education di una importante funzione di ausilio ai risparmiatori per investire in maniera sicura ed efficiente, educandoli a comparare le caratteristiche in termini di rischio/rendimento di prodotti differenti fra loro ed a ricercare soluzioni di investimento adeguate ai loro bisogni. Questi benefici, ancora più importanti in presenza di mercati e prodotti finanziari sofisticati e complessi, producono risvolti positivi anche sul sistema economico in generale, stimolando la competizione fra gli operatori nel proporre investimenti idonei a soddisfare le esigenze di risparmio e comportando, in ultima analisi, un incremento sia del numero degli investitori, sia dell'ammontare investito.

Indagini svolte in paesi OCSE hanno però rivelato che i risparmiatori possiedono, generalmente, bassi livelli di educazione finanziaria. Questa circostanza ha spinto l'Organizzazione ad intraprendere iniziative volte a diffondere ed incrementare l'attività di investor education.

Fra i principi delineati nel documento OCSE, di rilievo è il riconoscimento dell'utilità dell'investor education per promuovere - insieme con la tradizionale attività di regolamentazione dei mercati finanziari - crescita economica, fiducia e stabilità. Importante è poi il ruolo attribuito, nella concreta realizzazione dei programmi, agli intermediari, che devono essere incoraggiati e stimolati non solo nel senso di fornire informazioni e consigli sui prodotti offerti, ma anche nel prendere in considerazione e testare il livello di conoscenza finanziaria dei propri clienti, soprattutto

in caso di investimenti molto impegnativi, in ragione della loro durata o del rilevante ammontare rapportato ai redditi, presenti e futuri, di chi investe.

Nel documento è anche raccomandata agli Stati aderenti l'adozione di good practices. Fra queste, si segnala l'opportunità che la promozione ed il coordinamento di iniziative di investor education siano affidati a strutture specializzate a livello nazionale (possibilmente all'interno di autorità già esistenti) e che siano promosse forme di cooperazione internazionale; l'investor education, inoltre, dovrebbe essere impartita già nelle scuole. Per quanto riguarda il coinvolgimento degli intermediari, a cui è dedicato un intero paragrafo del documento, questi devono innanzi tutto rendere ben distinte le attività attraverso le quali svolgono investor education, forniscono informazioni finanziarie e pongono in essere attività pubblicitaria. Nel rapporto con il cliente, devono assicurarsi, anche tramite dei test, che le informazioni fornite siano state lette e comprese. Gli intermediari, infine, devono essere incoraggiati a formare adeguatamente i propri dipendenti sui temi dell'investor education e a predisporre codici di condotta in ordine al rilascio alla clientela di consigli e suggerimenti di carattere generale in materia di investimenti, svincolati dalla vendita di determinati prodotti. La Consob ha da tempo posto fra i propri obiettivi strategici lo sviluppo dell'attività di investor education che viene svolta sia attraverso la diffusione di opuscoli, sia attraverso un'apposita sezione del proprio sito internet.

7. Le nuove funzioni di vigilanza alla luce della direttiva MIFID

La prestazione dei servizi di investimento è un'attività complessa che richiede un elaborato sistema procedurale finalizzato, da un lato, alla trasmissione alla clientela di informazioni necessarie per effettuare consapevoli scelte di investimento, dall'altro, al reperimento delle informazioni sulla clientela al fine di valutare l'adeguatezza delle operazioni disposte. Tale sistema deve essere anche in grado di valutare con prontezza situazioni di conflitti di interessi tra l'intermediario ed il cliente.

La struttura dei mercati finanziari nel contesto economico di riferimento richiede che le regole di condotta degli intermediari siano armonizzate nell'ambito dei mercati in cui gli operatori operano.

Sotto questo profilo nell'epoca della globalizzazione dei mercati finanziari l'armonizzazione delle regole di condotta a livello sovranazionale rappresenta un presupposto indispensabile per la tutela dell'investitore.

Le regole di comportamento degli intermediari sono individuate a livello primario dall'art. 21 del TUF e poi specificate a livello secondario nel libro III del regolamento intermediari adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007.

Le norme richiamate trovano origine nelle direttive comunitarie da ultimo confermate nella direttiva MIFID (2004/39/CE).

Le violazioni delle norme concernenti le suddette attività sono assistite da un potere di inibitoria (art. 51 del TUF) nonché da un potere sanzionatorio ai sensi dell'art. 190 del TUF.

La competenza sulla vigilanza dei comportamenti degli operatori che prestano servizi di investimento spetta alla Consob ai sensi dell'art. 4 co. 2 ter del TUF, sulla base di quanto disposto dall'art. 48 della direttiva MIFID (2004/39/CE)⁴⁶.

⁴⁶ Articolo 48

Designazione delle autorità competenti

La precedente Direttiva sui servizi di investimento (93/22) aveva introdotto il principio del mutuo riconoscimento delle autorizzazioni delle imprese di investimento in un ambito di minima armonizzazione delle regole. Ne era conseguito un quadro normativo frammentato fra i diversi Stati membri e, fenomeno più preoccupante, spinte verso una "concorrenza al ribasso" fra ordinamenti.

Queste disomogeneità sembrano essere superate attraverso le norme di attuazione della direttiva MIFID che accoglie pienamente il criterio del "paese di origine" nell'individuazione della giurisdizione competente, anche relativamente alle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento.

La citata direttiva, come del resto anche la precedente direttiva 93/22, riconosce un ruolo fondamentale all'organizzazione dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento. Nel nostro ordinamento la fonte dell'obbligo di organizzazione dell'intermediario si può rintracciare nell'art. 21 del TUF e nella relativa disciplina di attuazione (Reg. Consob 16190 /2007) Si tratta un dovere morale e giuridico⁴⁷ dell'intermediario e consiste nell'obbligo di organizzarsi e stabilire procedure interne in grado di fornire alla struttura operativa cautele e limiti di carattere generale, sia nell'approccio con la clientela, sia per quanto attiene al rapporto squisitamente negoziale.

1. Ciascuno Stato membro designa le autorità competenti incaricate dello svolgimento di ciascuna delle mansioni previste dalle diverse disposizioni della presente direttiva. Esso comunica alla Commissione e alle autorità competenti degli altri Stati membri l'identità delle autorità competenti responsabili dell'espletamento di ciascuna delle predette mansioni ed indica qualsiasi eventuale ripartizione delle stesse. 2. Le autorità competenti di cui al paragrafo 1 sono autorità pubbliche, fatta salva la possibilità di delegare funzioni ad altri soggetti, quando ciò sia espressamente previsto negli articoli 5, paragrafo 5, 16, paragrafo 3, 17, paragrafo 2 e 23, paragrafo 4. Qualsiasi delega di funzioni a soggetti diversi dalle autorità di cui al paragrafo 1 non può comportare l'esercizio di pubblici poteri né l'uso di poteri discrezionali di giudizio. Gli Stati membri stabiliscono che, prima di conferire la delega, le autorità competenti adottino ogni misura ragionevole per assicurare che il soggetto al quale devono essere delegate funzioni abbia la capacità e le risorse per assolverle tutte con efficacia; la delega ha luogo solo se è stato fissato un quadro chiaramente definito e documentato per l'esercizio delle funzioni delegate, che stabilisca le funzioni che devono essere espletate e le condizioni di tale espletamento. Dette condizioni includono una clausola che obbliga il soggetto in questione ad agire e a essere organizzato in modo da evitare conflitti di interesse, per far sì che le informazioni ottenute nell'espletamento delle funzioni delegate non siano utilizzate impropriamente o per impedire la concorrenza. In ogni caso, la responsabilità finale della vigilanza sul rispetto della presente direttiva e delle misure di esecuzione spetta all'autorità competente o alle autorità competenti designate a norma del paragrafo 1. Gli Stati membri informano la Commissione e le autorità competenti degli altri Stati membri di qualsiasi accordo concluso riguardo alla delega di funzioni, incluse le condizioni precise che disciplinano tale delega. 3. La Commissione pubblica un elenco delle autorità competenti di cui ai paragrafi 1 e 2 nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea almeno una volta all'anno e lo aggiorna continuamente sul suo sito web.

⁴⁷ Art.li 21 e ss. del TUF e nuovo regolamento intermediari Reg. Consob 16190 /2007