

In secondo luogo, secondo la CONSOB, la presenza di disposizioni dettagliate nei regolamenti risponderebbe alle richieste e degli operatori, i quali avrebbero manifestato, sotto il profilo della certezza e della chiarezza del quadro normativo, perplessità per la mancanza di norme puntuali nell'ambito di alcuni atti regolamentari.

L'analisi dei problemi richiamati in precedenza impone in primo luogo una verifica delle dimensioni del *corpus* di norme regolamentari adottate in attuazione del TUF. Dai dati risultanti dal Compendio dei regolamenti attuativi del TUF, pubblicato a cura del Ministero dell'economia e delle finanze, il numero dei regolamenti emanati non appare di per sé, come riconosciuto anche dall'Assonime e da alcuni rappresentanti degli intermediari, suscettibile di determinare una situazione di *over-regulation*:

	<i>Regolamenti emanati</i>
Ministero dell'economia e delle finanze	12
Ministero della giustizia	2
Banca d'Italia	14
CONSOB	6
Fondo nazionale di garanzia	1
MTS S.p.A.	3
Monte Titoli S.p.A.	1

Va, peraltro, osservato che i dati sopra riportati non comprendono i provvedimenti modificativi dei regolamenti originari.

Quanto al presunto eccesso di dettaglio di talune previsioni regolamentari, si può osservare che una accurata valutazione della questione non può prescindere da un'attenta analisi delle condizioni in presenza delle quali, alla luce dell'assetto istituzionale e della situazione economica e finanziari, il potere regolamentare si esercita.

In via preliminare si può osservare che l'adozione di disposizioni dettagliate sembra rispondere, almeno in parte, ad esigenze che fanno capo sia alle autorità di vigilanza, che agli intermediari e ai risparmiatori.

In primo luogo, la puntualità delle previsioni regolamentari può essere considerata come una cautela preventiva rispetto alla impugnabilità di fronte al giudice amministrativo degli atti attraverso i quali si esplicano i poteri di vigilanza delle autorità. La definizione di regole minute in atti di natura regolamentare concorre, infatti, alla individuazione di precisi criteri di esercizio delle attività di vigilanza

che, accrescendone la prevedibilità dei comportamenti dell'autorità di vigilanza e chiarendo il contenuto degli obblighi degli intermediari, contiene l'ambito di discrezionalità dell'autorità stessa nell'assunzione delle decisioni nei casi concreti. In altri termini, le disposizioni regolamentari, integrando i parametri di esercizio dei poteri di vigilanza, costituiscono un fattore di maggiore coerenza e stabilità delle pronunce dell'autorità di fronte al sindacato giurisdizionale, in particolare di fronte al giudice amministrativo, cui esse sono sottoposte.

Va peraltro osservato che la definizione in termini troppo puntuali della disciplina da applicare potrebbe costringere l'attività dell'autorità entro ambiti di discrezionalità eccessivamente ristretti anche per il timore di incorrere nella sanzione costituita da una pronuncia giurisdizionale. Sotto questo profilo, appare evidente che una soluzione soddisfacente ed equilibrata del problema non potrà prescindere da un'attenta valutazione dell'assetto del sistema di sindacato giurisdizionale sugli atti delle autorità di vigilanza.

Occorre altresì considerare che un'eccessiva riduzione della discrezionalità delle autorità potrebbe compromettere la natura stessa delle medesime autorità, le quali, non avendo natura di amministrazione in senso tradizionale, non si limitano alla mera applicazione della normativa, ma hanno compiti di regolazione dei settori di rispettiva competenza.

Allo stesso tempo, la puntualità della regolamentazione risponde, come evidenziato anche dalla CONSOB, ad istanze manifestate dagli stessi operatori del mercato che richiedono, quale fattore di certezza, una migliore definizione dei loro obblighi e una maggiore prevedibilità dei criteri di esercizio della vigilanza.

In terzo luogo, si può osservare che, alla luce dell'andamento negativo dei mercati finanziari, la adozione di una disciplina dettagliata può costituire un elemento particolarmente apprezzato dai risparmiatori, in quanto strumento di garanzia dei propri interessi. Tale considerazione acquista una pregnanza ancora maggiore ove si consideri che, al cattivo andamento dei mercati si è di recente aggiunto un ulteriore fattore di criticità rappresentato dai casi di cattivo funzionamento degli strumenti di controllo della regolarità del comportamento degli intermediari.

Dal quadro sopra descritto sembra emergere che un ridimensionamento della intensità della regolamentazione, pur astrattamente auspicabile, non risulta realistico allo stato attuale.

Per un verso, infatti, disposizioni formulate in termini troppo generici potrebbero avere il risultato di rimettere, senza precisi parametri normativi, ad autonome decisioni dell'autorità questioni e profili di particolare rilievo.

Per altro verso, di fronte alle richiamate esigenze di certezza, stabilità e prevedibilità, una riduzione della regolamentazione, infatti, un corrispondente incremento del numero e delle dimensioni di comunicazione e atti atipici di carattere interpretativo o addirittura prescrittivo ai quali già attualmente le autorità fanno ampio ricorso (cfr. il paragrafo successivo).

Per quanto attiene specificamente all'autoregolamentazione, si può certamente auspicare, nello spirito dei principi e degli obiettivi

fissati dal TUF, un più intenso ricorso ai codici di autodisciplina e agli strumenti di autoregolamentazione. Il ricorso alle *best practises*, oltre a consentire una progressiva semplificazione del quadro normativo, rappresenta, come segnalato anche da alcuni rappresentanti degli intermediari, un segnale di maggiore coscienza da parte degli operatori dei problemi etici, morali e normativi

2.2.3. Adozione di atti atipici.

Per quanto attiene alla adozione da parte della autorità di vigilanza di comunicazioni e di altri atti non regolamentari, nel corso delle audizioni è stata posta in evidenza soprattutto la proliferazione e la varietà di forme degli atti atipici posti in essere dalla CONSOB.

Tale autorità adotta, in effetti, varie tipologie di atti, non espressamente previsti dalla legge, volti, come rilevato dal Presidente della stessa CONSOB, nella memoria depositata in occasione dell'audizione, « a offrire un'interpretazione delle norme primarie e secondarie, o a indicare i criteri che verranno seguiti nell'ambito dell'attività di vigilanza, o a segnalare l'opportunità di determinati comportamenti o di iniziative di autoregolamentazione. Gli atti in questione, genericamente definiti come comunicazioni, consistono, in larghissima parte, in risposte a quesiti sollecitati dagli operatori, le quali vengono rese pubbliche in quanto rivestono interesse generale. Nella richiamata memoria la CONSOB ha precisato che tra il 1998 e i 2001 le risposte a quesiti sono state 399, le comunicazioni di carattere generale 74, le raccomandazioni 9.

A questi interventi, a volte anticipati mediante comunicati stampa, viene assicurata pubblicità anzitutto in via elettronica, mediante inserzione nel sito della CONSOB, nella sezione relativa alla regolamentazione.

I rappresentanti di Assonime, dell'ABI e di alcuni degli altri intermediari e gli esperti auditi hanno rilevato al riguardo che il numero elevato e crescente di tali provvedimenti atipici, e il loro incerto regime giuridico concorrerebbero in misura determinante ad accrescere il rischio di precarietà circa l'assetto della normativa effettivamente applicata.

La varietà delle forme assunte dagli atti atipici sarebbe, inoltre, fonte potenziale di litigiosità, generando controversie in sede giurisdizionale in merito alla natura e all'efficacia dell'atto.

In via preliminare, occorre considerare che il ricorso, da parte di autorità titolari di poteri di vigilanza e regolazione, ad atti atipici costituisce una prassi diffusa in altri ordinamenti. È il caso, tra gli altri, degli *staff interpretations* o *public statements* della SEC, dei *policy statements* della FSA, e delle *recommandations* della COB francese.

Anche la Commissione europea, nell'esercizio dei suoi poteri in materia di applicazione delle regole di concorrenza e aiuti di Stato, adotta comunicazioni, lettere, vademecum, linee-guida e codici di condotta di carattere sia generale che riferito a fattispecie specifiche.

Il ricorso a tali strumenti, che possono assumere natura informativa, interpretativa e, in certi casi, prescrittiva, sembra rispondere primariamente alla esigenza, connaturata alle funzioni di vigilanza, di

fornire agli operatori alcune linee-guida e criteri di comportamento, indicando i parametri cui l'autorità si conformerà, in via generale o con riferimento a specifici casi, nell'interpretazione delle norme legislative e regolamentari.

Anche la CONSOB, nel corso della sua audizione, ha evidenziato che « la crescita e la diversificazione delle fonti di cui gli operatori devono tener conto è conseguenza fisiologica della crescita del mercato e delle impostazioni normative adottate ».

Gli atti atipici appaiono dunque, in linea di principio, uno strumento utile a garantire, per un verso, la necessaria flessibilità nella interpretazione e nell'applicazione della disciplina legislativa e regolamentare, consentendo, attraverso l'uso di comunicazioni di carattere generale, di evitare il ripetersi di modifiche e integrazioni nella normativa stessa, soprattutto in presenza di fattispecie sopravvenute e non immediatamente riconducibili al dettato normativo. Per altro verso, gli atti in parola, prefigurando le linee di azione cui l'autorità intenderà attenersi nel futuro, possono rappresentare un importante fattore di coerenza nell'esercizio della vigilanza e, conseguentemente, di certezza per gli operatori.

Affinché gli strumenti in questione possano assolvere le funzioni sopra richiamate e non diventino, invece, elementi di incertezza e complicazione, appare, d'altra parte, necessario che siano garantite alcune condizioni minime in merito al contenuto, alla forma, alla coerenza sistematica e alla pubblicità dei medesimi.

In primo luogo, le comunicazioni e gli altri atti atipici dovrebbero limitarsi effettivamente all'interpretazione e alla indicazione di orientamenti dell'autorità, in via generale o con riferimento a casi concreti, senza apportare integrazioni o, addirittura, modifiche di fatto alla disciplina normativa. Si eviterebbe, in tal modo, di ingenerare controversie in merito alla definizione della natura e della efficacia del provvedimento, posto che la giurisprudenza dominante ritiene che, ai fini qualificazione e dell'impugnabilità degli atti amministrativi non rileva la denominazione ma la concreta attitudine a produrre effetti giuridici.

L'autorità di vigilanza potrebbe, inoltre, verificare se gli indirizzi e i criteri espressi negli atti atipici, in considerazione della loro importanza e del carattere consolidato, possano essere tradotti, per esigenze di maggiore certezza, in norme di carattere regolamentare.

In secondo luogo, sarebbe opportuno introdurre una precisa distinzione nella denominazione e nella forma degli atti aventi portata generale e quelli posti in essere, invece, con riferimento a casi individuali.

Con specifico riguardo alle comunicazioni di carattere generale andrebbe, inoltre, valutata attentamente, in considerazione del rilevante impatto delle stesse, l'opportunità di introdurre una apposita disciplina procedimentale. Tali atti, infatti, esprimendo linee-guida e orientamenti dell'autorità nell'esercizio dei propri poteri, idonei a condizionare anche incisivamente l'attività degli intermediari, sembrano richiedere una chiara identificazione degli organi e delle procedure per la loro adozione.

In ogni caso, per le comunicazioni di carattere generale andrebbe garantita la pubblicità attraverso strumenti e modalità adeguate. In tal

modo, risulterebbe più agevole per gli operatori individuare gli orientamenti di applicazione generale e le pronunce limitate a casi specifici.

Infine, costituirebbe un utile elemento di semplificazione e chiarezza, come suggerito da più parti nel corso delle audizioni, il consolidamento delle pronunce e degli orientamenti dell'autorità. A tal fine, risulterebbe particolarmente utile l'elaborazione periodica, da parte delle autorità di vigilanza, di raccolte per materia dei propri atti, di natura regolamentare e non regolamentare, nelle quali sia precisato il valore giuridico di ciascun atto e sia garantito il coordinamento e l'eliminazione delle disposizioni obsolete.

Ad analoghe finalità risponderebbe, inoltre, la predisposizione di massimari della casistica applicativa della CONSOB, che riassumano gli orientamenti emergenti dalle decisioni adottate dall'autorità nei casi concreti.

Alla luce delle considerazioni sopra riportate, va accolto con soddisfazione l'impegno della CONSOB, ad adottare misure per incrementare la chiarezza del quadro normativo e degli orientamenti della medesima autorità. A tal fine, la CONSOB starebbe predisponendo, tra gli altri, interventi relativi alla classificazione degli atti resi pubblici, alla traduzione in norme regolamentari dei principi con valenza generale desumibili da comunicazioni o da risposte a quesiti, alla elaborazione e pubblicazione di massime che sintetizzino i contenuti degli atti della CONSOB stessa.

2.2.4. Procedimentalizzazione delle funzioni regolamentari e di applicazione della normativa ai casi concreti.

Nel corso delle audizioni, molti dei soggetti intervenuti hanno posto in evidenza l'assenza di una disciplina generale del procedimento di adozione degli atti regolamentari nonché delle decisioni relative ai casi concreti delle autorità di vigilanza, e, in particolare, della CONSOB.

È stato sottolineato al riguardo che l'esercizio di poteri regolamentari e di quelli «paragiurisdizionali» da parte di un'autorità amministrativa indipendente richiederebbe una articolata disciplina del procedimento, in analogia a quanto avviene in altri ordinamenti.

Appare, in via preliminare, necessario distinguere le questioni connesse all'esplicazione di attività di regolamentazione da quelle attinenti ai poteri di applicazione della normativa nei casi concreti.

Nel primo caso, infatti, si tratta essenzialmente di garantire la trasparenza del procedimento mediante un'ampia e adeguata consultazione dei soggetti interessati. Nel secondo caso, invece, occorre garantire il diritto di accesso agli atti del procedimento nonché il diritto al contraddittorio per i destinatari del provvedimento applicativo. I soggetti auditi hanno, peraltro, formulato osservazioni essenzialmente in merito al primo profilo.

Con riguardo ai poteri regolamentari, va osservato che la normativa vigente non disciplina in via generale i profili procedurali per l'esercizio delle competenze di tipo normativo conferite alle

autorità di vigilanza e, in particolare, non impone alle stesse obblighe di consultazione preventiva.

Nella prassi, secondo quanto emerso nel corso delle audizioni, sono state effettuate consultazioni in base a modalità e criteri non predeterminati in via generale ma definiti di volta in volta discrezionalmente della CONSOB. In tal modo, non sarebbe stata garantita la trasparenza del processo decisionale né la parità di trattamento tra i soggetti interessati. Secondo alcuni dei soggetti auditi, la consultazione avrebbe, inoltre, riguardato sinora gli intermediari e i tempi prefissati a tal fine sarebbe risultati spesso insufficienti.

L'Assonime, l'ABI, gli esperti e i rappresentanti degli intermediari hanno sottolineato che le osservazioni dei soggetti interessati nel processo di formazione dei regolamenti contribuiscono, anzitutto, ad individuare le modalità di intervento più efficaci e migliorano la qualità e la stabilità della normativa.

Un ulteriore rilievo formulato da taluni intermediari in merito al procedimento di adozione dei regolamenti attiene ai tempi di consultazione e di acquisizione dei pareri tra CONSOB e Banca d'Italia, che risulterebbero troppo lunghi. Sarebbe pertanto, secondo tali soggetti, opportuna la fissazione in via legislativa di termini perentori per l'espressione dei pareri in questione.

In linea generale, si può sicuramente convenire nell'affermare l'importanza della definizione normativa dei criteri e delle modalità procedurale per l'esercizio dei poteri regolamentari e applicativi delle autorità di vigilanza.

Tale esigenza appare, anzitutto, fondata sulla considerazione per cui il procedimento di esercizio del potere normativo secondario delle autorità di vigilanza è privo di quelle garanzie procedurali che, in termini di pubblicità e trasparenza, caratterizzano il procedimento legislativo.

Per quanto attiene, in particolare, alla consultazione dei diretti interessati, appare evidente che la definizione dei presupposti e dei criteri di consultazione costituisce, oltre che un elemento imprescindibile di partecipazione e di parità di trattamento dei soggetti interessati, anche un fattore decisivo di qualità tecnica e stabilità della regolamentazione. La previsione di un'ampia ed efficace consultazione consente la raccolta di elementi di informazione e valutazione necessari per l'elaborazione di una normativa al tempo stesso tecnicamente adeguata alle effettive fattispecie da regolare e, in una certa misura, condivisa dai destinatari. In tal modo, si riducono sia i rischi di rapida obsolescenza e le difficoltà di applicazione della regolamentazione ai casi concreti che l'insorgenza di contenzioso.

La previsione in via normativa di regole procedurali generali per l'esercizio dei poteri normativi delle autorità di vigilanza o di applicazione della normativa a casi concreti è, come accennato da alcuni dei soggetti auditi, presente in alcuni altri ordinamenti. In particolare, negli Stati Uniti l'*Administrative Procedure Act* (APA) del 1946 contiene una specifica disciplina procedurale per le attività delle agenzie federali, distinguendo tra funzioni normative e funzioni quasi giurisdizionali o di aggiudicazione. Per entrambe le tipologie di attività vengono fissati i requisiti e le modalità di consultazione o di contraddittorio.

Nel nostro ordinamento non è presente una analoga legislazione organica materia, specificamente riferita all'attività delle autorità indipendenti.

D'altra parte, occorre evidenziare che i procedimenti amministrativi delle medesime autorità non sono del tutto privi di disciplina normativa. Ad essi, infatti si applicano, salvo eccezioni, i principi e le regole di cui alla legge generale sul procedimento amministrativo n. 241 del 1990, in particolare in materia di obbligo di motivazione dei provvedimenti, di termine per la conclusione del procedimento, di diritto di accesso, di partecipazione al procedimento.

In particolare, per quanto riguarda la CONSOB, con delibera del 13 dicembre 1995, è stato adottato il regolamento contenente le misure organizzative per l'esercizio del diritto di accesso ai documenti amministrativi, in attuazione dell'articolo 22, comma 3, della legge n. 241. Con una delibera del 2 agosto 2000 è stato, quindi, approvato un regolamento che disciplina, ai sensi degli articoli 2, comma 2, e 4 della legge n. 241 del 2000, la determinazione dei termini di conclusione e delle unità organizzative responsabili dei procedimenti amministrativi di propria competenza.

Va, tuttavia, precisato che le disposizioni in materia di obbligo di motivazione e di partecipazione al procedimento non trovano applicazione, ai sensi, rispettivamente dell'articolo 3, comma 2, e 13 della legge n. 241, nei confronti dell'attività amministrativa diretta alla emanazione di atti normativi e atti amministrativi generali.

Oltre all'applicazione dei principi della legge n. 241, l'attività procedimentale delle autorità di vigilanza trova un'ulteriore disciplina nei regolamenti interni delle medesime autorità.

Per quanto riguarda la CONSOB, il regolamento del 17 novembre 1994 concernente l'organizzazione e il funzionamento della medesima autorità, contiene disposizioni specifiche sul procedimento per l'adozione delle deliberazioni. In particolare, l'articolo 13 del regolamento demanda alla Commissione la determinazione dei criteri generali per la partecipazione ai procedimenti amministrativi della CONSOB ai sensi dell'articolo 7 della legge n. 241. La determinazione dei criteri in questione non è stata, tuttavia, ancora operata.

Nella documentazione depositata in occasione della sua audizione, la CONSOB, in risposta ai rilievi sopra richiamati, ha osservato anzitutto, con riferimento all'esercizio dei poteri normativi, cui come già detto non si applicano le regole di partecipazione della legge n. 241, che la consultazione con i soggetti interessati « si rinnova in occasione della revisione annuale dei regolamenti, la quale raccoglie sovente i suggerimenti proposti in corso d'anno dalle associazioni di categoria, con cui i contatti sono frequenti e proficui ». La medesima autorità ha riconosciuto, peraltro, che tali procedure di consultazione possono essere migliorate, in particolare per quanto attiene alla trasparenza, e di avere in programma interventi in tale direzione.

Nella medesima occasione la CONSOB ha affermato di avere adottato talune procedure, di rilevanza esclusivamente interna, indirizzate a migliorare e a rendere più ordinata la propria azione. In particolare, l'attività ispettiva sarebbe disciplinata da un apposito manuale delle ispezioni.

La CONSOB ha osservato, inoltre, che le garanzie di cui alla legge n. 241 trovano applicazione esclusivamente alle attività poste in essere dopo l'inizio formale del procedimento amministrativo. Esse non riguardano, invece, l'attività amministrativa « atipica » anteriore all'inizio del procedimento, la quale si esprime essenzialmente nelle risposte ai quesiti posti dagli operatori. Con riferimento alle richieste, formulate nel corso delle audizioni, di introduzione di una disciplina normativa anche per tale attività « atipica », la CONSOB ha evidenziato il rischio di determinare, in tal modo, una formalizzazione non necessaria dell'attività anteriore all'inizio del procedimento che finirebbe con l'irrigidire l'azione della CONSOB, senza significativi benefici per gli interlocutori.

In base alle considerazioni e ai dati sopra riportati, sembra di poter affermare che il potere delle autorità di vigilanza di adottare decisioni nei casi concreti sia, in linea generale, dotato di una disciplina procedimentale soddisfacente, in virtù dell'applicazione della legge n. 241 del 2001, garantita dagli atti attuativi adottati in particolare dalla CONSOB.

Un'applicazione piena ed effettiva di tali previsioni appare sicuramente idonea a garantire, come richiesto dall'Assonime e da altri intermediari, il rispetto dei principi di trasparenza, motivazione e contraddittorio.

Per quanto riguarda, invece, l'esercizio dei poteri normativi, dall'indagine emerge, per effetto dell'inapplicabilità delle regole di partecipazione di cui alla legge n. 241, l'assenza di una disciplina normativa generale che garantisca, in particolare, la trasparenza e la parità di trattamento nelle consultazioni dei soggetti interessati.

Potrebbe, conseguentemente, risultare opportuna l'introduzione di una apposita normativa in materia, che tenuto conto del carattere squisitamente procedurale e dettagliato delle relative previsioni, sembra trovare una adeguata collocazione in atti regolamentari adottati da ciascuna delle autorità di vigilanza.

Con riferimento all'attività amministrativa atipica e, in particolare, alle risposte fornite a quesiti degli operatori, la Commissione condivide la tesi che una procedimentalizzazione in via normativa potrebbe risultare fonte di aggravamento dell'azione delle autorità di vigilanza. Trattandosi di atti non regolamentari, si ritiene sufficiente l'adozione di quelle misure, quale la compilazione di massimari e raccolte sistematiche, che sono già state prospettate con riguardo agli atti atipici.

2.2.5. I controlli giurisdizionali e la stabilità degli atti della CONSOB.

Nel corso dell'indagine è emersa la convinzione, condivisa sostanzialmente da tutti i soggetti auditi, che l'attuale assetto del sistema di sindacato giurisdizionale sugli atti della CONSOB, non risulta del tutto adeguato rispetto all'esigenza di stabilità e di certezza poste dalla rapida evoluzione dei mercati.

Le questioni poste al riguardo sembrano essenzialmente riconducibili a due elementi di criticità distinti ma complementari: in primo luogo, la frequente impugnazione degli atti della CONSOB, e in

particolare di quelli concernenti questioni e casi particolarmente rilevanti, innanzi al giudice amministrativo e la durata eccessivamente lunga dei procedimenti giurisdizionali, che pregiudica la stabilità delle decisioni e, conseguentemente, la certezza degli operatori direttamente o indirettamente interessati; in secondo luogo, l'estensione del sindacato del giudice amministrativo, sia sotto il profilo della sindacabilità degli atti formalmente privi di efficacia vincolante, quali le comunicazioni e i pareri, sia per quanto attiene alla pervasività del controllo giudiziale sull'esercizio dei poteri discrezionali dell'autorità di vigilanza.

Con riguardo al primo aspetto, i soggetti intervenuti hanno concordato nel porre in rilievo che la durata dei procedimenti giurisdizionali e il frequente ricorso a provvedimenti cautelari per la sospensione dell'efficacia dei provvedimenti dell'autorità di vigilanza, possono determinare, come evidenziato da vicende recenti, una situazione di obiettiva precarietà, che non appare compatibile con la rapida evoluzione del mercato.

Per quanto attiene al secondo profilo, va evidenziato, in primo luogo, che secondo gli orientamenti ormai prevalenti in dottrina e giurisprudenza, le comunicazioni e gli altri atti atipici delle autorità indipendenti sono impugnabili, indipendentemente dal *nomen iuris*, se diretti alla produzione di effetti giuridici, come si verifica, ad esempio, nel caso dell'introduzione di obblighi per gli intermediari non previsti dalla normativa vigente.

Su tale orientamento si sono espressi i termini positivi alcuni degli esperti intervenuti, condividendo l'approccio sostanzialista della giurisprudenza rispetto all'attitudine concreta di determinati atti, formalmente di « orientamento », a produrre in realtà effetti giuridici.

La giurisprudenza in parola è stata, invece, oggetto di rilievi critici da parte della CONSOB, la quale, nella memoria depositata in occasione della sua audizione, ha osservato che l'estensione del controllo giurisdizionale ad atti « che sono espressione di discrezionalità tecnica e sono privi di effetti immediatamente vincolanti può dar luogo a incertezza, alterare l'organicità della disciplina e produrre effetti negativi per gli operatori e per il mercato ».

I rimedi ai richiamati elementi di criticità, prospettati nel corso delle audizioni, sembrano tendere alla introduzione di meccanismi che attenuino la litigiosità relativamente agli atti delle autorità e consentano, al tempo stesso, di ridurre la durata dei giudizi e di affidare a giudici particolarmente qualificati la relativa competenza giurisdizionale.

La tesi che sembra emergere in via prevalente è quella che prevede l'istituzione di organi giurisdizionali specificamente qualificati per le controversie relative all'attività della autorità di vigilanza, sia sotto forma di sezioni giurisdizionali specializzate presso i tribunali amministrativi, sia con la costituzione di un giudice speciale per il mercato.

Da parte di altri soggetti intervenuti, è stata invece prospettata la possibilità di prevedere l'impugnazione dei provvedimenti dell'autorità in unico grado innanzi al Consiglio di Stato.

Alcuni tra gli esperti e le associazioni degli intermediari hanno poi sostenuto, al fine di prevenire le controversie sugli atti delle autorità,

l'opportunità di introdurre il parere preventivo del Consiglio di Stato per gli atti regolamentari delle autorità.

Alla luce delle considerazioni sopra formulate, si ritiene che, ferma restando l'esigenza di garantire, nel rispetto del dettato dell'articolo 113 della Costituzione, l'effettiva tutela dei singoli nei confronti dell'attività delle autorità di vigilanza, una modifica dell'attuale sistema di sindacato giurisdizionale risulta necessaria.

Il giudice amministrativo, infatti, appare, non pienamente attrezzato, per impostazione culturale e per la natura stessa della giurisdizione amministrativa, al controllo sull'attività delle autorità che non risulta riconducibile al concetto tradizionale di attività amministrativa, ma configura, piuttosto, una complessa funzione di vigilanza e regolazione dei mercati intesa a garantire la salvaguardia di determinati interessi pubblici.

Il sindacato sull'attività della autorità riguarda, inevitabilmente, questioni attinenti alla struttura e alle logiche e modalità di funzionamento stesso dei mercati, che non appaiono, in quanto tali, assimilabili ai profili concernenti l'esercizio di poteri amministrative.

Le funzioni di vigilanza e regolamentazione delle autorità, infatti, si esplicano non tanto attraverso la mera applicazione della normativa a casi concreti, ma mediante un complesso di attività di integrazione e interpretazione della normativa, di orientamento dei comportamenti degli operatori, che postula l'esercizio di un'ampia discrezionalità tecnica. Si tratta di attività che, implicando complessi accertamenti e valutazioni tecniche, non appaiono suscettibili di essere assoggettata al tradizionale sindacato giurisdizionale di legittimità sull'esercizio del potere amministrativo.

La soluzione preferibile sembrerebbe, pertanto, quella dell'istituzione di appositi organi giurisdizionali specializzati. In tal modo, infatti, si potrebbe conseguire il duplice obiettivo di accelerare i giudizi relativi all'attività dell'autorità, e di assicurare la cognizione delle relative controversie da parte di soggetti dotati di particolare qualificazione.

Non appare invece utile il ricorso a strumenti quali il parere preventivo del Consiglio di Stato per gli atti di natura regolamentare. Il parere, infatti, risulterebbe coerente con l'idea di mantenere la giurisdizione sull'attività delle autorità in capo al giudice amministrativo, il quale, operando in veste consultiva nella sua massima istanza, contribuirebbe ad eliminare o a chiarire *a priori* elementi problematici dei regolamenti, prevenendo il contenzioso giurisdizionale amministrativo sui medesimi atti.

Ove, invece, si ritenga di attribuire la cognizione delle controversie relative all'attività della autorità a giurisdizioni specializzate, il parere del Consiglio di Stato perderebbe, in gran parte, le funzioni sopra indicate.

In ogni caso, va evidenziato che la previsione del parere obbligatorio potrebbe introdurre un ulteriore elemento di complicazione del procedimento decisionale delle autorità.

3. *Il sistema sanzionatorio.*

Il TUF prevede, nella parte V, due appositi titoli relativi alle sanzioni penali (titolo II, articoli 166-186) e alle sanzioni ammini-

strative (titolo III, articoli 187-196). Nel corso dell'indagine conoscitiva sono state oggetto di attenzione essenzialmente i profili relativi alla complessiva efficacia dell'apparato sanzionatorio e alcune questioni attinenti specificamente alle sanzioni di carattere amministrativo.

Per quanto attiene ai contenuti della disciplina penale, i richiamati articoli 166-186 prevedono una serie di specifici reati relativi agli intermediari e ai mercati, agli emittenti, alla revisione contabile, all'abuso di informazioni privilegiate e all'aggiotaggio.

Con riferimento alle sanzioni amministrative, i richiamati articoli 187-196 del TUF contengono anzitutto una disciplina specifica di alcune fattispecie, quali l'abuso di denominazione, l'omissione delle comunicazioni obbligatorie all'autorità di vigilanza, la violazione degli obblighi in materia di sollecitazione all'investimento e di offerte pubbliche di acquisto, di informazione societaria e di deleghe di voto. Per tali fattispecie viene prevista una sanzione amministrativa che varia da un minimo di 10 milioni di lire (per tutte le infrazioni) ad un massimo di cento o duecento milioni di lire.

L'articolo 190 reca, invece, una disposizione generale la quale punisce con la sanzione pecuniaria da dieci a cinquanta milioni l'inosservanza da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzioni e dei dipendenti di società o enti di una serie di disposizioni del TUF ivi elencate ovvero i regolamenti delle autorità di vigilanza adottati in attuazione delle medesime disposizioni.

Appare opportuno ricordare che l'articolo in parola ha operato, in coerenza con i criteri di cui alla legge n. 52 del 1996, il passaggio dal sistema previsto dalla legge n. 1 del 1991, in base al quale le sanzioni amministrative si applicavano direttamente agli intermediari persone giuridiche, ad un sistema incentrato sulla responsabilità delle persone fisiche che svolgono funzioni apicali ovvero di determinati dipendenti dei soggetti sottoposti a vigilanza.

Con riguardo, infine, alla procedura sanzionatoria, l'articolo 195 del TUF stabilisce che le sanzioni amministrative sono applicate dal Ministro del Tesoro (ora dell'economia e delle finanze), con decreto motivato, su proposta della Banca d'Italia o della CONSOB, secondo le rispettive competenze.

La Banca d'Italia e la CONSOB formulano la proposta previa contestazione degli addebiti agli interessati e valutate le deduzioni presentate dagli stessi entro trenta giorni.

Nel corso delle audizioni sono emersi alcuni elementi di criticità dell'attuale sistema sanzionatorio, che ne ridurrebbero in misura significativa l'efficacia deterrente.

In primo luogo, è stato osservato che la normativa del TUF attribuisce uno spazio eccessivo alle sanzioni penali rispetto a quello delle sanzioni amministrative. Alcune delle fattispecie di rilievo penale, quali le manipolazioni di prezzi, sarebbero poi colpite con pene miti a confronto di altri ordinamenti europei.

Alcune considerazioni specifiche al riguardo sono state formulate dalla CONSOB, soprattutto con riferimento alla normativa relativa agli abusi di mercato. In particolare, si è rilevato che il sistema sanzionatorio in materia risulterebbe, sia in Italia che in altri Paesi europei, poco efficace soprattutto per il fatto che gli abusi sono considerati come fattispecie penali, sottratte pertanto alla sanzione amministrativa.

tiva. Tali fattispecie si caratterizzerebbero per la definizione restrittiva delle condizioni che configurano il reato e le sanzioni previste sarebbero relativamente ridotte. Inoltre, è stato osservato che non si prevede la restituzione dei profitti conseguiti.

La CONSOB, nel corso delle audizioni, aveva segnalato il carattere fortemente innovativo della proposta di direttiva sugli abusi di mercato (abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato). La direttiva in parola, è stata adottata nel gennaio 2003 dal Parlamento europeo e del Consiglio (2002/6/CE).

La finalità principale del provvedimento è quella della tutela dell'integrità dei mercati finanziari al fine di accrescere la fiducia degli investitori, tenendo conto anche delle innovazioni che caratterizzano gli strumenti e i mercati finanziari.

In particolare, la direttiva mira ad armonizzare i sistemi sanzionatori, prevedendo, in via primaria, l'applicazione di sanzioni amministrative « efficaci, proporzionate e dissuasive » a carico dei responsabili, alle quali i singoli Stati possono decidere di affiancare sanzioni penali.

La direttiva prospetta, inoltre, un ampliamento delle fattispecie di illecito. Significativo, con riferimento al nostro ordinamento, è il caso dell'aggiotaggio, il quale, in base all'articolo 2637 del codice civile, come recentemente novellato, sanziona penalmente chi diffonde notizie false « concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari ». La direttiva prevede una configurazione più ampia della fattispecie, stabilendo la punibilità di quanti forniscano « indicazioni false ovvero ingannevoli in merito agli strumenti finanziari ».

La preferenza della direttiva per la previsione di sanzioni amministrative in luogo di quelle penali, che l'ordinamento italiano individua quale principale, se non esclusivo, strumento deterrente, nonché la ridefinizione di alcune fattispecie punibili, appare coerente con le considerazioni, sopra richiamate, svolte da alcuni dei soggetti auditi nel corso dell'indagine.

In sede di attuazione della direttive sarà, quindi, necessario intervenire nuovamente sulla disciplina di alcuni dei reati societari.

Un secondo aspetto della direttiva che assume particolare rilievo consiste nell'obbligo per ciascuno Stato membro di individuare un'unica autorità competente per la vigilanza sull'applicazione della normativa in materia di abusi di mercato e per l'irrogazione delle relative sanzioni. Il recepimento della direttiva implica, pertanto, che la suddetta autorità venga dotata dei necessari poteri di vigilanza e di indagine. Gli Stati membri devono, altresì, introdurre efficaci strumenti di consultazione con i soggetti che operano sul mercato al fine di verificare l'opportunità di modifiche alla normativa nazionale.

La CONSOB ha auspicato che, in sede di recepimento della direttiva si possa procedere ad una più ampia revisione dell'attuale sistema sanzionatorio, in particolare nel senso dell'incremento dell'ammontare delle sanzioni pecuniarie e della previsione di più efficaci modalità per l'applicazione della sanzione reputazionale.

Con riferimento specifico alle sanzioni amministrative, nel corso delle audizioni sono state individuate, in particolare, da parte della CONSOB una serie di profili della disciplina vigente in materia che

ridurrebbero significativamente l'efficacia deterrente delle medesime sanzioni.

Le cause di tale situazione sono state ravvisate, in particolare, nella ridotta entità delle sanzioni pecuniarie amministrative, nell'assenza di un'adeguata sanzione reputazionale e nella possibilità di oblazione.

Per quanto attiene al primo profilo, la CONSOB ha rilevato l'esiguità dei limiti minimi e massimi di sanzione pecuniaria che sarebbero, anche in considerazione del fatto che la responsabilità amministrativa ricade nel sistema attuale solo sulle persone fisiche, molto inferiori a quello di altri ordinamenti; occorrerebbe, pertanto, aumentare, per lo meno in alcuni casi, l'ammontare delle sanzioni.

In ordine alla c.d. sanzione reputazionale, è stato evidenziato che la pubblicità delle violazioni amministrative attualmente viene garantita soltanto mediante la pubblicazione per estratto sul Bollettino CONSOB o Banca d'Italia. Tali modalità non risulterebbero idonei a produrre un effetto deterrente nei confronti degli operatori.

Con riguardo all'oblazione, la CONSOB ha osservato che nel nostro ordinamento la possibilità del pagamento della sanzione pecuniaria in misura ridotta (il doppio del minimo) è prevista in numerosi casi, senza alcuna pubblicità, diversamente da quanto è previsto negli Stati Uniti e in altri paesi europei. Al fine di restituire alle sanzioni una effettiva deterrenza, sarebbe pertanto necessario abolire l'istituto dell'oblazione o quanto meno consentirne la pubblicità.

Più in generale, la CONSOB ha auspicato una riforma del sistema attuale che sancisce la responsabilità amministrativa a carico delle persone fisiche, per introdurre un sistema sanzionatorio che ponga la responsabilità e le relative sanzioni in capo alle società e agli enti operanti nel settore dell'intermediazione mobiliare.

Tale ultima impostazione, secondo la CONSOB, oltre ad agevolare l'attività istruttoria di accertamento della reale responsabilità ed evitare il rischio di riconoscimento di forme di responsabilità o oggettiva, sarebbe in linea con i recenti indirizzi normativi, di cui è espressione la legge n. 231 del 2001, che hanno introdotto il riconoscimento della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche e degli enti non personificati.

Sul tema dei poteri sanzionatori amministrativi sono intervenuti anche alcuni degli esperti intervenuti. In particolare, il prof. Costi ha sottolineato la crescente importanza delle sanzioni amministrative, anche alla luce della progressiva limitazione dell'ambito di applicazione delle sanzioni penali, rilevando, tuttavia, che il richiamato articolo 190 del testo unico conterrebbe disposizioni troppo generiche. Occorrerebbe, invece, individuare con precisione le fattispecie che comportano l'applicazione delle sanzioni amministrative.

In linea generale, si può ritenere condivisibile l'esigenza di apportare alla normativa vigente le modificazioni idonee a garantire l'efficacia deterrente delle sanzioni penali e amministrative.

In particolare, appare opportuno una approfondita riflessione in merito all'opportunità di circoscrivere solo alle fattispecie di maggiore gravità la rilevanza penale, rafforzando il sistema delle sanzioni amministrative pecuniarie e reputazionali.

La concentrazione della repressione penale su fattispecie caratterizzate da profili di particolare offensività risulta, in effetti, una

tendenza in via di consolidamento nel nostro ordinamento, cui sono ispirate, sia nel corso della XIII legislatura che di quella in corso, gli interventi di depenalizzazione di alcuni reati minori, nel settore tributario e societario.

Per quanto attiene ai reati tributari, con il D.Lgs. n. 74 del 2000 si è inteso, infatti, limitare l'applicazione delle sanzioni penali alle fattispecie che, essendo caratterizzate dal dolo specifico di evasione, presentano una effettiva attitudine lesiva dell'interesse erariale, rinunciando alla criminalizzazione dei fatti prodromici e di fattispecie precedentemente configurate come reati contravvenzionali.

In merito al rafforzamento del sistema sanzionatorio amministrativo, si può concordare, in primo luogo, sull'esigenza di un incremento dell'ammontare dei limiti massimi e minimi delle sanzioni pecuniarie, al fine di garantirne una effettiva deterrenza.

Per la medesima finalità, si conviene sull'opportunità di superare l'impostazione della disciplina vigente, incentrata sulla responsabilità delle persone fisiche, affermando l'imputabilità della responsabilità amministrativa in capo alle persone giuridiche che abbiano tratto vantaggio dalla violazione posta in essere.

La previsione della responsabilità delle persone giuridiche garantirebbe, infatti, una stretta connessione tra punizione ed indebiti vantaggi connessi al comportamento posto in essere e giustificerebbe un significativo incremento dell'ammontare minimo e massimo delle relative sanzioni.

Tale mutamento di prospettiva sarebbe pienamente coerente con la disciplina sulla responsabilità amministrative delle persone giuridiche per alcuni reati commessi nel loro interesse o a loro vantaggio da amministratori e dipendenti, introdotta dal decreto legislativo n. 231 del 2001.

È opportuno ricordare che anche la recente legge delega per la riforma del sistema fiscale statale prospetta una radicale modifica del sistema sanzionatorio tributario, stabilendo l'imputabilità della responsabilità amministrativa per le violazioni tributarie in capo alle persone giuridiche che ne abbiano tratto vantaggio.

Con riferimento alle sanzioni reputazionali, appare in effetti evidente che la mera pubblicità delle sanzioni amministrative mediante la pubblicazione per estratto sul Bollettino CONSOB o Banca d'Italia, non risulta dotata di un'effettiva efficacia deterrente. Tale efficacia risulterebbe sicuramente rafforzata ove la conoscibilità del provvedimento di irrogazione della sanzione fosse garantita mediante strumenti dotati di maggiore diffusione non soltanto tra gli operatori specializzati ma anche tra i risparmiatori.

Potrebbe in particolare risultare opportuno prevedere, almeno per le violazioni amministrative più gravi, la sanzione accessoria prevista dall'articolo 182 del TUF, in base al quale le condanne per l'abuso di informazioni privilegiate e per l'aggiotaggio sono pubblicate in almeno due quotidiani a diffusione nazionale, di cui uno economico.

4. Il sistema dei controlli societari e la revisione contabile.

Il tema dell'efficacia dell'attuale assetto dei controlli societari previsti dal testo unico ha rappresentato una delle principali questioni

esaminate nell'ambito dell'indagine conoscitiva. In particolare, si è inteso verificare l'adeguatezza dell'impianto normativo prescelto dal legislatore sia rispetto all'evoluzione dei mercati finanziari, che a fronte di specifici elementi di criticità messi in rilievo dalla complessa vicenda del fallimento della società Enron, una delle più importanti società per capitalizzazione della borsa americana nel settore dell'energia, intervenuta quando l'indagine conoscitiva era già in corso.

La Commissione Finanze ha ritenuto di estendere le sue riflessioni anche su tale vicenda, in considerazione dei pesanti effetti che ha avuto sui mercati finanziari e del vivace dibattito che ne è conseguito.

Il c.d. caso Enron ha evidenziato, infatti, quanto l'evoluzione nel grado di integrazione dei mercati finanziari richieda sempre più un alto tasso di trasparenza e un impianto normativo efficace, soprattutto nel funzionamento dei controlli societari interni ed esterni.

La società Enron tra il 1999 e la fine del 2001, grazie a comportamenti colposi se non anche fraudolenti degli amministratori, della società di revisione e delle banche d'affari coinvolte, ha celato consistenti debiti e ha simulato profitti inesistenti mediante il ricorso alle *special purpose entities* - SPE, vale a dire soggetti giuridici autonomi costituiti per il compimento di specifiche attività o transazioni che secondo le regole contabili americane non sono state contabilizzate nel bilancio consolidato.

Tale circostanza, insieme all'adozione di un particolare sistema di contabilizzazione relativa ai contratti di energia che ha consentito la rappresentazione di falsi profitti, ha portato alla dichiarazione di fallimento della società nel giro di due anni senza che le norme poste a tutela degli investitori potessero evitare o ridurre ingenti danni economici al sistema finanziario.

Un ruolo chiave nella vicenda hanno avuto i rapporti, non del tutto trasparenti, fra il *management* di Enron e la società di revisione, la quale svolgendo al tempo stesso un duplice filone di attività, di consulenza e di revisione contabile, si è trovata in una situazione di conflitto di interessi.

In risposta alle conseguenze delle crisi finanziaria determinata dalla vicende Enron e da successivi analoghi scandali finanziari tra cui quello di Worldcom, il Congresso degli Stati Uniti il 30 luglio 2002, ha approvato il *Sarbanes-Oxley Act* allo scopo di garantire in modo più stringente ed efficace la correttezza dei comportamenti degli operatori dei mercati finanziari e di accrescere la tempestività e l'affidabilità delle informazioni sulla situazione economica delle società quotate.

Sul piano della vigilanza sulle società di revisione la nuova legge americana prevede l'istituzione di un organismo di supervisione il *Public Company Accounting Oversight Board*, sottoposto al controllo della SEC, cui sono attribuiti compiti di regolamentazione di controllo e sanzionatori.

Sono inoltre previste regole volte a ridurre il rischio di conflitti di interessi e che garantiscano un efficace sistema di controlli interni. In particolare la nomina della società di revisione è attribuita ad un organo interno del consiglio di amministrazione (*audit committee*) composto da amministratori indipendenti che fissa inoltre il compenso

e può autorizzare la prestazione di servizi *non-audit* non espressamente incompatibili.

Quanto al regime sanzionatorio vengono inasprite sensibilmente le pene previsti per i reati di falso e frode aziendale che incidano sull'acquisto e la vendita di strumenti finanziari, in cui rientra anche il falso in bilancio, e vengono introdotte nuove figure di reato concernenti l'ostacolo alla giustizia.

4.1. *L'assetto dei controlli societari.*

Per quanto attiene alla normativa vigente, occorre preliminarmente osservare che uno degli interventi più delicati ed innovativi del testo unico della finanza attiene proprio alla ripartizione delle competenze fra gli organi di controllo societario interni ed esterni, attuata mediante la separazione tra il ruolo e le funzioni attribuiti al collegio sindacale e quelle di competenza dei revisori esterni.

Al collegio sindacale è infatti conferito il controllo « sulla gestione e sull'amministrazione » e alla società di revisione, in via esclusiva, il controllo contabile. Fra i due organi esiste poi un sistema di circolazione delle informazioni, a carattere periodico o continuo necessario al corretto esercizio delle funzioni attribuite a ciascuno di essi, sistema che prevede altresì specifiche sanzioni previste per omesse informazioni alla Consob.

L'obiettivo principale dell'indagine conoscitiva non è stato, peraltro, quello di operare una riflessione generale sui modelli di articolazione delle funzioni di controllo esterno e interno; si è inteso piuttosto verificare più specificamente la adeguatezza della normativa del T.U.F., anzitutto sotto il profilo dell'efficacia della ripartizione di competenze tra collegio sindacale e società di revisione.

Al riguardo, appare opportuno rilevare che la VI Commissione Finanze aveva già di recente condotto una approfondita riflessione sul tema dell'assetto del sistema dei controlli, in sede di esame della riforma del diritto societario (legge n. 366/2001), attuata di recente con l'emanazione del decreto legislativo del 17 gennaio 2003, n. 5.

La riforma, alla luce di un attento esame dei vari sistemi di governo societario presenti nell'esperienza degli ordinamenti dei principali Paesi sviluppati, rimette all'autonomia statutaria la scelta tra tre diversi modelli (modello vigente, modello dualista che prevede un consiglio di gestione affiancato da un consiglio di sorveglianza e modello monista che prevede la nomina di amministratori indipendenti con funzioni di controllo in seno al consiglio di amministrazione).

Secondo il nuovo sistema di amministrazione e controlli delineato dalla riforma si sottraggono, inoltre, integralmente al collegio sindacale le funzioni di controllo contabile che vengono attribuite ad un revisore esterno (persona fisica o società di revisione) con la sola eccezione delle società che, oltre a non fare ricorso al mercato del capitale di rischio, non sono tenute alla redazione del bilancio consolidato. L'ambito di responsabilità del collegio sindacale risulta quindi ulteriormente circoscritto e definito.