

**UNIVERSITA': SPISA**

---

*Tesi di dottorato*

**CONSOB: ASPETTI ISTITUZIONALI, REGOLAMENTARI,  
AMMINISTRATIVI E CIVILI. PROSPETTIVE E  
PROBLEMATICHE DEL NUOVO QUADRO NORMATIVO:  
DALLA RIFORMA DEL RISPARMIO ALLA  
DIRETTIVA MIFID**

**Dottorando: GARY LOUIS PIETRANTONIO**

**Prof. MARCO DUGATO**

---

---

## INDICE

### INTRODUZIONE

<b>IL RISPARMIO E LA TRASPARENZA INFORMATIVA .....</b>	<b>1</b>
--	----------

### CAPITOLO 1

<b>CONSOB: RUOLO E FUNZIONI .....</b>	<b>7</b>
---------------------------------------	----------

1.1	Dall'istituzione al Testo Unico Finanza.....	7
1.2	Le modifiche apportate negli anni 80.....	14
1.3	L'avvento del Testo Unico della Finanza .....	26
1.4	Figure sintomatiche di indipendenza .....	29
1.5	La nomina .....	30
1.6	I membri .....	31
1.7	Personalità giuridica e potestà di auto-organizzazione .....	36
1.8	Rapporti istituzionali con Parlamento ed Esecutivo .....	41
1.9	L'inquadramento Costituzionale della Consob .....	42
1.10	Le funzioni della Consob .....	43
1.11	L'attività della Consob.....	52
1.12	Gli obiettivi della vigilanza sugli intermediari.....	53
1.13	Gli obiettivi della vigilanza sugli emittenti.....	55
1.14	Gli obiettivi della vigilanza sui mercati .....	58

### CAPITOLO 2

<b>PROFILI AMMINISTRATIVI E CIVILI RELATIVI AI POTERI E AI COMPITI AFFIDATI ALLA CONSOB .....</b>	<b>59</b>
---	-----------

2.1	Aspetti amministrativi in capo alla Commissione di vigilanza dei mercati finanziari.....	59
-----	---	----

---

2.2	Il problema del diritto di accesso agli atti acquisiti dalla Consob .....	80
2.3	La responsabilità civile della Consob .....	87

### **CAPITOLO 3**

#### **LA TUTELA DELL'INFORMAZIONE ALL'INTERNO DEL MERCATO FINANZIARIO: LA DIRETTIVA "MARKET ABUSE" .....**

121

3.1	Considerazioni introduttive.....	121
3.2	Insider Trading.....	124
3.3	Aggiotaggio.....	127
3.4	Il background della direttiva Market Abuse.....	132
3.5	Il quadro di riferimento .....	134
3.6	Evoluzione normativa in tema di abusi di mercato.....	135
3.7	La normativa italiana e il recepimento delle direttive europee.....	160
3.8	Impatto economico su emittenti ed aziende.....	170

### **CAPITOLO 4**

#### **LA TUTELA DEL RISPARMIO E LA NUOVA DISCIPLINA DEI MERCATI FINANZIARI: UN'ANALISI CRITICA DELLA LEGGE 262/2005.....**

171

4.1	Introduzione .....	171
4.2	Struttura della legge sulla tutela del risparmio.....	175
4.3	Aspetti di <i>Corporate Governance</i> affrontati dalla L. 262/2005.....	186
4.4	Conflitti d'interesse degli intermediari finanziari: Premessa.....	211
4.5	La sollecitazione all'investimento all'interno della legge	

---

262/2005.....	226
4.6 L'importanza della figura dei revisori contabili ai fini della trasparenza dei mercati e il loro inquadramento all'interno della 262 del 2005 .....	246
4.7 I nuovi ruoli affidati alle Autorità di vigilanza .....	256
4.8 La Consob all'indomani della legge 262/2005 .....	274
4.9 Conclusioni .....	281
<b>CAPITOLO 5</b>	
<b>LA RIPARTIZIONE DELLA VIGILANZA E LA PROSPETTIVA DI UN'AUTORITÀ UNICA.....</b>	<b>284</b>
5.1 La vigilanza nel settore dei mercati degli strumenti finanziari .....	284
5.2 L'autorità unica per la tutela del risparmio .....	295
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>321</b>

---

## INTRODUZIONE

### IL RISPARMIO E LA TRASPARENZA INFORMATIVA

I gravi episodi di crisi industriale che hanno colpito il nostro Paese (si pensi su tutti, ai crack Cirio e Parmalat) e i loro risvolti in campo finanziario, hanno acceso un ampio dibattito sulle regole, poste a tutela del risparmio, che disciplinano il mercato e i suoi operatori.

La prima considerazione è relativa alla trasparenza e all'integrità delle informazioni che le imprese forniscono al mercato e, in particolare, agli investitori e agli intermediari.

Nel nostro Paese non c'è un'autorità pubblica che indichi in quali strumenti finanziari investire, di conseguenza l'informazione fornita dagli emittenti quotati nei mercati regolamentati risulta essere fondamentale nella scelta allocativa del risparmio da parte degli investitori.

La qualità, la disponibilità, la completezza delle informazioni, la loro corrispondenza alla reale situazione economico finanziaria dell'impresa, risultano essere quindi elementi fondamentali ai fini di una corretta scelta da parte dell'investitore non istituzionale.

Non è un caso, infatti, che alla radice di gran parte delle crisi delle imprese vi sono comportamenti fraudolenti, che si concretano in manipolazioni dell'informativa societaria diretta a nascondere la reale situazione della stessa e ad attrarre il risparmio con l'inganno.

Se è indubbio che l'investitore che impiega i propri risparmi per investire in

---

uno strumento finanziario, senza essere in possesso di informazioni affidabili, può essere indotto in errore, è altrettanto indubbio che anche gli intermediari possono essere indotti in errore, in assenza di informazioni veritiere e complete.

In sostanza, l'informazione è un bene pubblico, un valore da tutelare in via prioritaria, e con adeguati strumenti, nella regolamentazione delle attività economiche a prescindere dalla qualifica soggettiva dei suoi destinatari.

Altro profilo della regolamentazione che riveste particolare rilievo è dato dal controllo sui revisori, sulla qualità del loro lavoro, sull'indipendenza e sulla trasparenza del loro agire.

La libertà nella scelta dell'allocazione delle risorse alle imprese si traduce nell'assenza di un'autorità pubblica che indirizzi il risparmio su soggetti che essa stessa valuta meritevoli e quindi nella garanzia di libertà, da un lato, delle imprese di accedere al risparmio e, dall'altro lato, del risparmio di scegliere autonomamente in quali imprese investire.

Si tratta del resto di regole diffuse e applicate nei paesi industrializzati, proprie di ogni sistema che si ispira ai principi del libero mercato.

Il presupposto logico perché questo meccanismo funzioni è che il risparmiatore abbia a disposizione tutte le informazioni che sono necessarie per prendere una decisione di investimento.

Il conseguente agire delle banche in modo adeguato alle capacità reddituali e al patrimonio delle imprese stesse sono i pilastri su cui poggia questo meccanismo.

---

Si può ben dire che la tutela del risparmio che viene investito nei titoli delle imprese è rappresentata principalmente dall'informativa societaria.

Tutti i mercati e i sistemi finanziari, per funzionare in modo efficiente e per corrispondere alla tutela dell'investitore, hanno necessità di disporre di informazioni complete e attendibili dagli emittenti e sugli strumenti finanziari: è sulle informazioni acquisite che gli intermediari e gli investitori fondano le proprie decisioni e orientano i propri comportamenti.

Il complesso di queste informazioni costituisce la base delle valutazioni che non solo gli investitori ma anche i creditori e gli altri *stakeholders* svolgono sulle prospettive della singola impresa.

In un mercato finanziario che opera correttamente le imprese quotate o emittenti di strumenti finanziari presso il pubblico sono incentivate a fornire determinate informazioni finanziarie se intendono ottenere la fiducia degli investitori. L'informazione volontaria da parte delle imprese, tuttavia, presuppone il verificarsi di tre condizioni: (i) che gli investitori sappiano che le imprese hanno l'obbligo di fornire alle autorità competenti (Consob e per certi aspetti la Banca d'Italia) certe informazioni societarie (ad esempio sul livello degli utili di esercizio; stime sugli utili futuri; perdite d'esercizio; ammortamenti ecc.); (ii) che le imprese non possano fornire al mercato dati fuorvianti o non veritieri (fornire informazioni non veritiere o completamente false risulta essere soggetto a sanzione); (iii) che le informazioni relative all'investimento su strumenti finanziari non comporti alcun costo all'investitore.

Il mantenimento della fiducia dei risparmiatori sulla trasparenza dei mercati è indispensabile affinché essi domandino prodotti finanziari.

---

Tuttavia i presupposti di cui sopra sono, purtroppo, sono più teorici che pratici, in quanto l'investitore non qualificato conosce la qualità del prodotto che acquista solo in base alle informazioni di cui dispone nel momento in cui sottoscrive l'acquisto del prodotto finanziario scelto. Diviene quindi determinante che la comunità finanziaria mantenga una sufficiente fiducia sulla credibilità delle informazioni fornite dagli emittenti relativi agli strumenti finanziari oggetto del collocamento.

In sintesi, la regolamentazione informativa per la trasparenza dei mercati finanziari assume i connotati di bene pubblico che deve essere controllato da una apposita autorità pubblica.

In origine i soggetti che erano obbligati a trasmettere informazioni erano di fatto soltanto gli emittenti che, da un lato del mercato, dovevano fornire informazioni sui loro bilanci e sui loro titoli quotati, e le borse valori (gli *stock exchange*) che, dall'altro lato del mercato e in condizioni di monopolio, dovevano fornire le cosiddette *pre* e *post-trade information* affinché l'investitore potesse valutare la validità del contratto concluso.

Oggi il mondo è cambiato e le fonti di informazione rilevanti per i mercati finanziari si sono moltiplicate rendendo assai difficile il compito dei regolatori e scalfendo la fiducia degli investitori. In particolare gli obblighi informativi ricadono su diversi soggetti oltre agli emittenti quali ad esempio: (i) governi ed altri enti pubblici che privatizzando le loro imprese hanno il dovere d'informare correttamente il mercato in relazione alle strategie di lungo periodo e sulla *governance* che intendono adottare sull'ente oggetto di privatizzazione; (ii) le istituzioni pubbliche che, anche a mercati aperti, disseminano informazioni statistiche sull'andamento dei mercati più diversi; (iii) gli *sponsor* che assistono gli emittenti in fase di collocamento iniziale sul mercato; (iv) gli analisti finanziari che, spesso in conflitto d'interesse, con-



---

sigliano acquisti e vendite di prodotti finanziari; (v) le società di revisione appartenenti a gruppi polifunzionali, le agenzie di rating i giornalisti, internet ed i suoi portali finanziari e così via.

Va poi ricordato che sui mercati finanziari empiricamente osservabili vi è anche la contemporanea presenza di comportamenti che possono ledere l'integrità dei mercati e che sono, in prevalenza, l'esito delle già ricordate asimmetrie informative e che, anche in questo caso, la regolamentazione tenta di contenere o di rendere evidente agli investitori.

In particolare all'interno di un mercato finanziario possano verificarsi i seguenti fenomeni distorsivi per il mercato:

- a) conflitto d'interessi, soprattutto nel caso degli operatori polifunzionali ed in quello dei consigli di amministrazione delle società per azioni;
- b) *moral hazard*: sul comportamento non osservabile dell'individuo sia esso investitore o intermediario;
- c) *insider trading*;
- d) *insider dealing*, nel caso in cui gli amministratori sfruttano, tramite la gestione dell'impresa, le loro conoscenze per estrarre benefici privati per loro stessi, i parenti o gli amici o per altra società da loro controllata;
- e) manipolazione, come avviene nel caso in cui i prezzi degli strumenti finanziari sono volutamente alterati, ad esempio negli ultimi minuti di apertura del mercato, in modo artificioso al fine di dare al mercato un'altra informazione falsa.

Sono tutti questi comportamenti che concorrono a rendere i mercati finanziari assai poco trasparenti e che pertanto devono essere repressi da apposita autorità affinché gli stessi si sviluppino in modo adeguato a sostenere la crescita reale dell'economia.

---

In conclusione, se la trasparenza deve rappresentare la caratteristica centrale dei mercati finanziari in quanto essa sola consente di valutare la bontà dell'investimento, per non restare un genere letterario occorre un reticolo di norme che non soltanto la impongano ma che anche la facciano rispettare possibilmente in tempi e modi appropriati alla velocità con cui mutano i mercati finanziari ancora sospinti da un processo di innovazione finanziaria che non pare abbia termine.

In questo lavoro, suddiviso in quattro capitoli saranno analizzati gli aspetti istitutivi della Consob ed i compiti ad essa affidati. In particolare saranno analizzati i poteri della Consob alla luce della nuova regolamentazione dei mercati finanziari introdotta dalla normativa comunitaria e dalla recente legge relativa al risparmio e alle sue successive modifiche apportate dai decreti legislativi di attuazione. Nell'ultimo capitolo sarà, infine, esaminata l'opportunità di costituire un'unica autorità che abbia il compito di sorvegliare l'informativa societaria degli emittenti quotati o collocatori di strumenti finanziari diffusi all'interno del mercato comunitario.

---

# CAPITOLO 1

## CONSOB: RUOLO E FUNZIONI

### 1.1 DALL'ISTITUZIONE AL TESTO UNICO FINANZA

La Consob, Commissione Nazionale per le società e la borsa, rappresenta, probabilmente, l'esempio più innovativo di Autorità Indipendente. Ciò è dovuto in parte alla complessità dei compiti ad essa affidati congiuntamente agli interessi da essa tutelati. Queste caratteristiche la rendono un *unicum* nell'ordinamento italiano.

Le ragioni che hanno portato il legislatore a creare la Consob, dopo oltre un decennio di progetti e discussioni<sup>1</sup>, un organo pubblico al quale affidare il compito di controllare le società aventi titoli quotati in Borsa nonché il funzionamento del mercato azionario erano già chiare nella relazione governativa di accompagnamento del d.l. 8 Aprile 1974, n. 95, la evidenziava la necessità di riattivare il flusso degli investimenti nei settori produttivi e di assicurare, al contempo, un'adeguata informazione del mercato attraverso un'efficace vigilanza sulle società quotate. Tali attività, canalizzate

---

<sup>1</sup> Sembra opportuno ricordare in questa sede i diversi progetti maturati prima dell'istituzione della Consob. In primis deve essere riportato il progetto proposto dalla commissione De Gregorio (cfr. Riv. Soc., 1966 p. 93 e ss.) che prevedeva un controllo delle società quotate realizzato unicamente dalla Banca d'Italia ma già all'interno della commissione nella relazione di minoranza proposta dai commissari Auletta e Giannotta emerse l'idea di affidare la disciplina dei mercati finanziari ad un organo indipendente ed autonomo (cfr. in Riv. Soc., 1963 p. 398 e ss.). Seguirono la proposta Lombardi (cfr. in Riv. Soc., 1972 pag. 172 e ss.), il progetto Marchetti (cfr. in Riv. Soc., p. 270 e ss.) e la proposta dell'allora ministro del tesoro La Malfa che prevedeva una Commissione per il Mercato mobiliare dotata di ampi poteri che poi si tradussero parzialmente nella legge istitutiva della Consob. I poteri tuttavia attribuiti all'organo di controllo man mano che un progetto succedeva all'altro si vedevano ridimensionarsi e questo si è verificato anche nel passaggio di conversione del d.l. n. 95 dell'8 Aprile 1974 nella legge 216. (A tal proposito si veda G. Cottino in , La Commissione per la società e la borsa: luci ed ombre della mini riforma, in Giur. Com., 1974, I, pag 439 ss., e di G. Minervini, "L'istituzione del controllo pubblico sulle società per azioni . Prime valutazioni" in

---

all'interno di un organo di vigilanza avrebbero di fatto costituito una tutela per il cosiddetto risparmiatore “*retail*” con l'evidente risultato di uniformare la legislazione nazionale in tema di controlli nei confronti delle società quotate e sull'attività del mercato borsistico a quelli dei paesi economicamente più avanzati.

A tale ultimo riguardo deve essere ricordato che dopo la grande crisi dei mercati finanziari mondiali avvenuta nel 1929 molti paesi crearono organi di controllo con il compito di sorvegliare il mercato dei titoli azionari con lo specifico scopo di evitare fenomeni speculativi che furono una dei principali fattori della Grande Depressione. Negli Stati Uniti ad esempio dopo il tramonto delle idee del libero mercato avallate dal celebre economista Keynes si costituì nel 1935 la *Securities Exchange. Commission* (S.E.C) ed in Europa organi simili si costituirono prima in Belgio con la *Commission Bancaire* sorta nel 1935 e successivamente in Francia dove fu istituita la *Commission des Operations de Bourse* (C.O.B) nel 1967.

La S.E.C, ad esempio, rappresenta una tipica espressione del diritto pubblico statunitense, in quanto assolve, sotto la figura autonoma di *Agency* compiti di natura amministrativa, normativa, e giurisdizionale, con ampio potere discrezionale d'intervento e di ispezione sia relativamente all'ambito della completezza della documentazione fornita dagli emittenti, sia per quanto riguarda il controllo sulla liceità obiettiva delle negoziazioni e la vigilanza sulle borse valori e sugli operatori professionali.

La S.E.C. s'ispira ad un modello dove il potere pubblico è collocato in posizione di neutralità ed obiettività rispettando il “gioco delle parti” economiche, le quali, a loro volta debbono rispettare le regole del gioco, in particola-

---

Giur. Com., 1974, I, pag 539 ss.

---

re dal punto di vista dell'informazione al pubblico sia nei confronti dei risparmiatori che verso gli operatori di borsa.

La Commissione statunitense ha inoltre il pregio di fruire di ampi poteri di autoregolamentazione, il che consente di realizzare un continuo processo di aggiornamento normativo in rapporto alle nuove esigenze di carattere normativo.

Analogo organo pubblico è costituito dalla già citata *Commission des opérations de Bourse* la quale anche se di costituzione più recente della S.E.C ha l'esplicita funzione di regolamentare il mercato finanziario francese tramite una rigida attività di controllo prestata nei confronti degli emittenti.<sup>2</sup>

In particolare, quindi, compito essenziale della *Commission des opérations de Bourse* risulta essere la vigilanza sul funzionamento delle borse valori e di controllare la idoneità della pubblicità delle operazioni di raccolta dei capitali e, in genere, delle informazioni sulla consistenza del patrimonio sociale, la situazione finanziaria e la conduzione delle imprese facenti ricorso al mercato mobiliare.

Per l'esplicazione di tali funzioni la *Commission des opérations de Bourse* è munita di ampi poteri d'intervento, comprendenti la facoltà di accesso alla documentazione degli atti societari nonché di pronunciarsi sui reclami e le istanze informative presentati dagli investitori non qualificati.

Nonostante il ritardo con cui il legislatore Italiano risponde ad una esigenza più che sentita nei mercati finanziari la riforma in realtà non entusiasma i primi commentatori, i quali sottolineano come le diverse idee maturate in

---

<sup>2</sup> Angelo Jannuzzi in "La Consob", Milano, Giuffrè, 1990.

---

anni di progetti si siano in realtà concretizzate in un organo con poteri molto circoscritti.

Vero è infatti che la nuova disciplina non rivoluziona la regolamentazione dei mercati finanziari che rimangono sostanzialmente assoggettati alla legge 272/1913<sup>3</sup>, al r.d.l. 222/1925<sup>4</sup>, alla legge bancaria del 1936<sup>5</sup> ed al codice civile<sup>6</sup>.

Il decreto legge 95/1974 istitutivo della Consob delinea i destinatari <sup>7</sup> soggetti alla disciplina di controllo afferenti esclusivamente a borse valori e ti-

---

<sup>3</sup> La legge 272/1913 era la legge che istituiva le borse-valori ed aveva un impianto fortemente dirigista. Per quanto concerne i mercati, le borse valori erano considerate servizi di pubblica utilità che venivano poste in essere autoritativamente per regio decreto ed erano assoggettate al controllo delle camere di commercio; intermediari potevano essere unicamente gli agenti di cambio che erano ammessi a tale funzione in seguito ad una selezione per concorso pubblico. Risulta evidente che la novella del 1913 risulta non essere idonea a reggere il confronto con le discipline più avanzate della maggioranza dei paesi occidentali. Questa caratteristica si traduceva in uno dei principali fattori dello scarso sviluppo della borsa italiana. In particolare all'interno del mercato finanziario italiano non vi era una disciplina di riferimento in capo agli emittenti quotati nel campo degli obblighi informativi presso il pubblico. Pur evidenziando la vetustà di tale disciplina A.Segni, in *I Mercati e i valori mobiliari*, in trattato di Dir. Amm., a cura di S. Cassese, Milano, Giuffrè, 2003, evidenzia che probabilmente lo scarso sviluppo della borsa italiana non può essere attribuito unicamente all'impianto normativo ma deve altresì essere letto congiuntamente a differenti concause tra le quali in particolare il ventennio fascista, la crisi del 1929, e le esigenze post belliche che segnarono l'inizio dell'intervento diretto dello Stato nell'economia e che portò in particolare alla istituzione delle banche d'interesse nazionale, gli istituti di credito pubblici, le casse di risparmio e le altre banche di natura pubblicistica. Tali scelte infatti portarono essenzialmente alla costituzione di un sistema creditizio bancocentrico.

<sup>4</sup> Il r.d.l. 222/1925 mantiene l'impostazione dirigistica della novella del 1913 conferendo il ruolo degli intermediari finanziari ai soli agenti di cambio a cui veniva contestualmente attribuito lo status di pubblico ufficiale.

<sup>5</sup> La riforma bancaria istituita con l'r.d.l. 375/1936 convertito con la 141/1938 non poneva in essere una regolamentazione dell'intermediazione bancaria ma unicamente attribuiva la guida del credito ai pubblici poteri.

<sup>6</sup> Il Codice Civile disciplina in modo asettico sia le società di capitali che le società quotate nei mercati azionari non ponendo in particolare una disciplina differenziata all'interno della annullabilità delle deliberazioni prese avverso l'interesse dei soci di minoranza.

<sup>7</sup> L'articolo 1 del decreto legge 95/1974 istituisce la CONSOB, e stabilisce il numero e le caratteristiche dei commissari, la nomina e la durata in carica degli stessi, le incompatibilità, la gestione delle spese ed il finanziamento, l'autoregolamentazione.

---

toli quotati <sup>8</sup> e dall'altra l'organo deputato alla vigilanza degli stessi.<sup>9</sup>

Il controllo dei soggetti sottoposti alla vigilanza della Consob potevano inizialmente dividersi in due categorie: quelli sottoposti ad una vigilanza di carattere continuativo, indipendentemente dal compimento o meno di determinati atti, e quelli che rientrano nella sfera dell'attività della Commissione solo in quanto compiono operazioni o interventi sul mercato dei valori mobiliari.

V'è da dire, inoltre che tali soggetti potevano essere fin dalla concezione Commissione sia società ed enti sia persone fisiche. In particolare la legge n. 216 individua i seguenti soggetti da sottoporre all'attività regolamentare:

1. le società per azioni quotate in borsa e gli enti aventi per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali, i cui titoli sono quotati in borsa (art. 3-4-5);
2. le società azionarie o a responsabilità limitata che partecipano ad una società con azioni quotate nella misura superiore al 2% del capitale (art 5);
3. le società e gli enti iscritti nell'albo delle società finanziarie ancorché non abbiano emesso titoli quotati in borsa e quelli che hanno

---

<sup>8</sup> L'articolo 3 del citato decreto legge stabiliva, ad esempio, uno sistema speciale di pubblicità, mediante l'obbligo a carico di "chiunque" acquistasse o sottoscrivesse azioni anche per interposta persona, comportanti la partecipazione nel capitale di società quotate in borsa in misura superiore soglia del 3% di farne immediata comunicazione alla Commissione. Il terzo comma dello stesso articolo 3 introduceva un analogo obbligo di comunicazione per le partecipazioni reciproche in società quotate mentre l'articolo 4 prevedeva la dichiarazione per iscritto di amministratori, sindaci, e direttori generali di società per azioni quotate nel caso di sottoscrizione di azioni della propria società, mentre l'articolo 5 disponeva che chiunque intendeva promuovere una offerta pubblica d'acquisto su azioni quotate nel mercato borsistico dovesse in via preventiva darne comunicazione preventiva alla Commissione di vigilanza.

<sup>9</sup> L'articolo 2 del decreto stabiliva una serie di attribuzioni della Commissione che possono essere così elencati: (i) stabilire le forme dei bilanci consolidati; (ii) determinare i dati integrativi per i bilanci e le relazioni; (iii) disciplinare i calendari di borsa; (iv) individuare i tipi di contratti ammessi alle negoziazioni e (v) procedere alla revocazione della quotazione della società in caso d'inadempimento rispetto agli obblighi imposti dalla Com-

---

un ammontare complessivo del capitale versato superiore a Lire 10 miliardi;

4. persone fisiche, tenute a doveri e responsabilità verso la Consob non solo in quanto organi della società e degli enti suddetti, ma anche in proprio: tali sono, nei limiti delle disposizioni suddette: gli amministratori, i sindaci o revisori ed i direttori generali delle società e degli enti medesimi (articoli 3,4,5,17).

Dall'elenco sopra riportato risulta essere chiaro che i soggetti sottoposti alla vigilanza regolamentare della Consob non potevano sin dall'inizio della sua istituzione essere definiti in una categoria ben determinata o in un numero chiuso.

Vero è infatti che la Commissione sin dalla sua istituzione ha goduto della facoltà di ampliare l'ambito operativo della sua azione, ponendo, ad esempio, sotto il suo controllo anche società non quotate in alcun mercato regolamentato ma che avevano rapporti di natura finanziaria o partecipativa in emittenti quotati.

L'esigenza di non rendere il potere regolamentare e di controllo della Consob limitato alle sole società quotate o alle relative società controllanti ha portato il legislatore con la novella numero 77/1983 ad estendere l'ambito operativo della Commissione anche alle società fiduciarie e gli enti di gestione fiduciaria nonché alle società che controllano queste o ne sono controllate sempre limitatamente alle azioni possedute o amministrare da società quotate in borsa o in un mercato ristretto<sup>10</sup>.

---

missione.

<sup>10</sup> L'estensione del controllo della Consob sulle società fiduciarie veniva peraltro considerato assolutamente indispensabile ai fini di una effettiva trasparenza. In particolare era stata presentata in tal senso, prima della legge numero 77/1983 una proposta di legge in proposito (la c.d. Minervini- Spaventa, in Giur. Comm. 1981, I, p.898) e da più volte da



---

I compiti istituzionali affidati alla Commissione vengano chiariti in modo più esaustivo dall'art. 1 della l. 216/1974 che, convertendo il decreto legge 95/1974, apporta profonde correzioni allo stesso. La legge istitutiva della Consob regolava altri profili dell'organismo, escludendo il controllo sugli enti che non avevano come oggetto esclusivo o principale quello commerciale, stabilendo diversi ambiti di discrezionalità della Commissione ed attribuendole in tal modo il potere di vigilanza anche sugli emittenti.

La "prima CONSOB", quella risultante dalla l. 216/1974, è un organo dello Stato riconducibile al Ministero del Tesoro con il compito principale di svolgere le seguenti funzioni principali:

1. controllare il funzionamento dei mercati borsistici;
2. raccogliere le informazioni relative agli emittenti ed enti con titoli quotati nel mercato finanziario che tuttavia ancora non includono i mercati non ufficiali<sup>11</sup>.
3. determinazione dei requisiti per l'ammissione dei titoli alla quotazione;
4. potestà in materia di presentazione delle domande e diffusione delle informazioni fornite dai richiedenti la procedura d'ammissione;
5. accertamento delle modalità di finanziamento delle intermediazioni e negoziazioni dei titoli quotati in borsa.

---

Guido Rossi durante la sua presidenza Consob.

<sup>11</sup> La non inclusione dei mercati cosiddetti non ufficiali all'interno dei compiti affidati alla Consob è causa di ampie perplessità all'interno della dottrina. In particolare si deve ricordare che i dibattiti dottrinali si erano focalizzati sulla necessità di stimolare il mercato borsistico principale a cui era preferito il mercato non ufficiale. L'introduzione delle norme di trasparenza unicamente per il mercato principale risulta più conveniente per gli emittenti collocare i propri prodotti finanziari laddove non sussistono particolari obblighi d'informazione. F. CARBONETTI, in Encicl. Treccani alla voce CONSOB, parla di "riforma doppiamente sbilanciata: anzitutto, perché si limitava alla borsa, e cioè a uno solo dei segmenti del mercato mobiliare; inoltre, perché incideva solo su un elemento del mercato ufficiale, cioè sul prodotto finanziario in esso scambiato", non regolando i profili dell'intermediazione ed all'organizzazione del mercato.

---

La legge 216/1974, nonostante le sue lacune di carattere operativo ed organizzativo, apre un processo regolamentare irrefrenabile che le stesse deleghe legislative contenute in essa portano a completare.<sup>12</sup>

In particolare con il decreto legge 136/1975 introduce l'obbligo per le società quotate di avvalersi delle società di revisione contabile iscritte in un apposito albo tenuto presso la Consob.

L'importanza del meccanismo avviato con la 216/1974 viene confermato dalla legge 49/1977 la quale introduce importanti novità per la Commissione. In particolare tale novella estende l'ambito di attività della Consob, assegnandole la funzione di vigilanza anche sui titoli non quotati nelle borse valori, ovvero sui negoziati nel mercato ristretto<sup>13</sup> ed introduce un'ampia delega al potere regolamentare della Consob, stabilendo a livello di norme primarie solo le linee guida<sup>14</sup>.

## **1.2 LE MODIFICHE APPORTATE NEGLI ANNI 80**

Successivamente ai decreti presidenziali sopra esaminati del 1975, emanati in attuazione della delega contenuta nella legge 216, trovano applicazioni ulteriori disposizioni legislative che vanno ad integrare il disegno originario istitutivo della Consob.

---

<sup>12</sup> In tal senso si pensi alle deleghe contenute all'articolo numero 2 della Legge 216/1974 in materia di società di revisione contabile, Banca d'Italia, e Ministero delle partecipazioni sociali successivamente attuati con i decreti 136, 137 e 138 del 1975.

<sup>13</sup> Il cosiddetto "borsino", oggi denominato mercato *expandi*, assume carattere ufficiale e rappresenta spesso l'anticamera, il banco di prova per una successiva quotazione dei titoli nella borsa-valori.

<sup>14</sup> Si tratta di un meccanismo che sarà poi "generalizzato" dal TUF: in questo caso la l. 49/1977 stabilisce l'esclusiva dell'intermediazione per gli agenti di cambio e l'obbligo di negoziazione mediante contanti.

---

Con la legge del 23 febbraio 1977, n. 49 concernente la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale delle borse valori, viene colmata una lacuna relativa alle negoziazioni che avvenivano all'interno del cosiddetto borsino.

Il legislatore seppur non individuando specifici poteri regolatori del fenomeno in capo alla Consob ha attribuito alla stessa il potere di regolare il funzionamento di tali negoziazioni attraverso la predisposizione di un proprio regolamento. Gli anni Ottanta, poi, segnano l'effettivo consolidamento della CONSOB.

La novella ha il pregio di rendere inderogabile i seguenti aspetti: *(i)* la negoziazione dei titoli deve essere eseguita unicamente per contanti e con l'esclusiva intervento degli agenti di cambio; *(ii)* il divieto di formare e pubblicare listini di prezzi diversi da quelli risultanti dalle negoziazioni al mercato ristretto, divieto che viene sanzionato penalmente.

Dal contenuto della norma emerge che il mercato ristretto assume valore di mercato al pari di quello delle borse valori, tuttavia non risulta esserci alcun collegamento obbligato fra i due mercati poiché l'ammissione alla quotazione al mercato ufficiale non deve passare necessariamente attraverso la negoziazione del mercato ristretto anche se concretamente essa può costituire una delle condizioni per l'ammissione d'ufficio alla quotazione del mercato ufficiale.

Tra il 1981 e 1982 nonostante permanessero gravi problemi di struttura e organizzazione, la Consob iniziò a svolgere effettivamente le sue funzioni e si comprese finalmente l'importanza del principio della trasparenza e dell'informazione sull'attività delle società che fanno appello al pubblico ri-

---

risparmio e sul funzionamento del mercato borsistico in generale.<sup>15</sup>

La Commissione inizia a smettere i panni di organo di vigilanza della sole borse, per iniziare ad assumere quelli di controllore dell'intero mercato finanziario con la l'entrata in vigore della legge 77/1983, la quale introduce la prima regolamentazione della gestione in monte del risparmio.

La legge del 23 marzo 1983 n. 77, che sostituisce l'articolo 18 della legge n. 216, detta disposizioni sui fondi comuni d'investimento mobiliare, che vengono per la prima volta riconosciuti nel nostro ordinamento.

La novella si caratterizza da due blocchi centrali di disposizioni. Un primo nucleo normativo mira a regolare: (i) l'istituzione del fondo, a cui sono autorizzate le società per azioni con apposito provvedimento rilasciato dal Ministro del Tesoro, sentita la Banca d'Italia; (ii) il regolamento del fondo che è approvato con apposita deliberazione dalla assemblea ordinaria della società e (iii) la gestione del fondo e la vigilanza sul fondo che vengono regolamentate in modo analitico.

Il secondo pilastro di norme è inerente l'emissione dei valori mobiliari; in particolare l'articolo 12 della citata legge n. 77 apporta notevoli innovazioni al precedente articolo 18 della legge n. 216<sup>16</sup> in materia di sollecitazione al

---

<sup>15</sup> La differenza tra mercato borsistico e mercato mobiliare è da attribuire al fatto che in borsa non tutti i valori mobiliari sono quotati.

<sup>16</sup> Vengono introdotti gli artt. 18 bis, 18 ter e 18 quater nel testo del decreto legge 95 come convertito in legge dall'art. 1 della 216. In materia di sollecitazione al pubblico risparmio vengono attribuiti rilevanti potestà regolamentari alla CONSOB, che tuttora esercita il proprio potere normativo in maniera particolare proprio in materia di sollecitazioni all'investimento e offerte pubbliche d'acquisto e di scambio. Il regolamento della CONSOB 1739/1985 riguarda proprio la sollecitazione al pubblico risparmio e in tal senso S. CASSESE, in "La nuova costituzione economica", Roma, Laterza, 2004 evidenzia proprio come "in questa fase, l'attenzione della CONSOB si sposta dall'informazione societaria ad un altro compito, che diventa prioritario: la sollecitazione del pubblico risparmio". Lo stesso Autore ricorda come nel solo 1986 si registrano 69 delibere e

---

pubblico risparmio mediante l'offerta di acquisto e di vendita dei valori mobiliari.<sup>17</sup>

All'estensione delle competenze della Commissione apportate dagli interventi legislativi sopra riportati, sarebbe però corrisposta una manifesta incapacità della stessa a farvi fronte, aggravandosi anzi quei problemi di efficienza già esistenti all'interno della autorità. In tale difficile situazione si aprì anche un grave conflitto interno alla Commissione, proprio in un periodo in cui era sotto il tiro di pesanti critiche sui modi del suo controllo sulle raccolte di pubblico risparmio attraverso operazioni spregiudicate e di scarsa affidabilità per i risparmiatori.

A questo punto si sentì l'esigenza di capire davvero le ragioni per le quali la Consob fosse venuta a trovarsi in una così grave crisi di funzionamento e di autorevolezza: esigenza che sfociò in un'indagine conoscitiva del Parlamento, cioè della Commissione Finanza e Tesoro della Camera, che avrebbe dovuto accertare il perché del "collasso" della stessa. La relazione finale della Commissione d'indagine sembrava dunque individuare in una lacunosa e insufficiente disciplina legislativa la causa maggiore del "collasso" della Consob.

La disciplina stessa, peraltro, ricalcava nel fondamento e nelle linee essenziali - essendo per alcuni versi ancor più precisa e rigorosa - quelle già sperimentate con un certo successo in altri ordinamenti a noi vicini (Belgio e Francia) dove infatti operano organi di controllo con funzioni analoghe a

---

18 comunicazioni in materia di sollecitazione del pubblico risparmio. E' la l. 77 del 1983, infatti, a introdurre l'obbligo del prospetto informativo e a parametrare la sollecitazione alla nozione di valore mobiliare.

<sup>17</sup> Inizia così la regolamentazione del fenomeno dell'intermediazione, essendo il fondo comune d'investimento il primo operatore professionale ad essere disciplinato mentre il profilo dell'organizzazione della borsa, il terzo pilastro del mercato mobiliare, risulta ancora non assoggettato a revisione.

---

quelle della Consob.

Tuttavia l'operato della Commissione, immediatamente successivo alla sua costituzione risulta non soddisfacente per la regolamentazione dei mercati finanziari e tale insuccesso può essere difficilmente ascrivibile alla sola incongruenza legislativa presente nell'ordinamento giuridico del tempo. L'incapacità di regolare sin da subito in modo efficace il mercato finanziario dipese, probabilmente, dal mancato esercizio dei poteri di cui la Consob disponeva e che avrebbe dovuto utilizzare indipendentemente da tutto il resto.

Molto probabilmente la ragione principale del "collasso" è da rivedersi nella mancanza di strutture e di organizzazione adeguate ai compiti che l'organo era ed è tuttora chiamato a svolgere; non era pensabile infatti che la Commissione potesse espletare efficacemente tali compiti con quelle poche decine di dipendenti, distaccati peraltro da altre amministrazioni, ed esperti dei quali ha potuto disporre. In pratica il problema del funzionamento della Consob non poteva risolversi tanto con aggiustamenti e revisioni legislativi quanto dotando la stessa delle necessarie strutture ed operando perché essa fosse posta nella pratica condizione di ben funzionare e quindi di applicare le norme ed i poteri già attribuitigli.

Molto importante è stato quindi l'intervento del legislatore che con la legge del 4 giugno 1985 n. 281 ha da una parte lasciato inalterato il quadro d'insieme della funzione generale e dei poteri attribuiti alla Consob e dall'altro lato ampliato i compiti ad essa affidati. La novella del 1985 rappresenta la prima riforma organica prima dell'avvento del Testo Unico della Finanza. La norma recepisce in prevalenza le osservazioni e le proposte della VI Commissione permanente finanze e tesoro della Camera dei deputati e le direttive comunitarie in materia di ammissione a borsa e prospetto di quo-

---

tazione<sup>18</sup> e , modificando il testo del decreto legge 95/1974 risultante dall'art. 1 della l. 216/1974<sup>19</sup>, accresce l'indipendenza della CONSOB, attribuendole personalità giuridica di diritto pubblico ed ampia autonomia "nei limiti stabiliti dalla legge" venendo così a mutare la posizione amministrativa della stessa che da organo dello Stato appartenente al Ministero del tesoro diviene ente autonomo.

L'acquisizione dello status di persona giuridica pubblica unitamente ad un'autonomia gestionale e ad un'indipendenza operativa solleva la questione dell'esatta definizione sotto un profilo pubblicistico di questa nuova struttura. Non basta, in effetti, l'attribuzione di personalità giuridica a risolvere i problemi di inquadramento della Consob nel sistema normativo vigente, tanto più che non solo essa si configura come organismo di vigilanza, ma assume la veste di regolatore dei settori normativi oggetto del suo intervento assolutamente libero da ogni condizionamento e rispettoso dei soli limiti stabiliti dalla legge ordinaria di riferimento e, soprattutto, dai principi

---

<sup>18</sup> Si tratta delle direttive 279/79 in materia di ammissione alla borsa e 390/80 sul prospetto di quotazione. E' sintomatica la circostanza che l. 281/1985 in materia di ammissione sia stata "anticipata" dal regolamento della CONSOB 1622/1984.

<sup>19</sup> D'ora in poi, per ragioni di semplificazione, si attribuirà la numerazione degli articoli del decreto legge 95/1974 come convertito dalla l. 216/1974 direttamente alla legge di conversione, nella consapevolezza che tuttavia quest'ultima si compone di due articoli: il primo converte con modificazioni il decreto istitutivo della CONSOB ed è a sua volta composto da ventiquattro articoli, mentre il secondo contiene le deleghe poi attuate nel 1975. Tra le novità dell'art. 1 della l. 216 ci sono le norme che prescrivono la collegialità, che demandano ai regolamenti interni la disciplina dei rapporti tra presidente e commissari, che prevedono l'adozione di tali provvedimenti con quattro voti favorevoli, che riducono la verifica del Presidente del Consiglio sui regolamenti di auto-organizzazione alla sola legittimità, che introducono la facoltà di avvalersi dell'Avvocatura di Stato, che regolamentano i casi tassativi di scioglimento della Commissione. E ancora: l'art. 1/2 della l. 216 ora prevede un ruolo del personale, i regolamenti sul personale, la facoltà di assumere dipendenti a tempo determinato e di avvalersi di esperti. La l. 281/1985, tuttavia, modifica la legge istitutiva anche in materie diverse dall'assetto organizzativo della CONSOB: ad esempio, l'art. 7 della l. 281 introduce l'art. 1/5 della legge istitutiva, abbassando al 2% la soglia di partecipazione ad una società quotata in borsa (ma ora anche ammessa al mercato ristretto) affinché scatti l'obbligo di comunicazione alla CONSOB, e prevedendo analogo obbligo per le medesime società allorché le stesse abbiano una partecipazione maggiore del 10% a loro volta in una società non quotata o non ammessa al mercato; o, ancora, l'art. 6 introduce all'art. 1/4 bis della l. 216 la facoltà della CONSOB di richiedere i nominativi dei soci.

---

costituzionali.

Il tema dell'inquadramento della Consob nell'ambito delle strutture della pubblica amministrazione è strettamente legato a quello della definizione del suo potere normativo; ci sono state varie tesi a riguardo per giungere ad una soluzione: secondo una prima tesi all'indomani dell'emanazione della legge n. 281 del 1985, sotto il profilo istituzionale pubblicistico l'interesse che presenta la Consob sta nel suo essere soggetto normativo e operativo avente potestà nelle materie del codice civile, tuttavia la qualifica pubblicistica crea altri problemi quale ad esempio la qualifica della Consob come persona giuridica. La novità legislativa lascia perplessa gran parte della dottrina, in quanto il riconoscimento della personalità giuridica in capo alla commissione comportava l'imputazione alla stessa di tutte gli atti e dei relativi comportamenti posti in essere.

Pur in presenza di una Banca d'Italia che in alcuni settori incominciava ad affermare la propria influenza e di un Ministero del Tesoro relegato in un ruolo secondario, la Consob rivestiva già nel 1985 una posizione centrale nell'ordinamento del mercato mobiliare; posizione destinata a rafforzarsi grazie all'opera di completamento e disciplina di settori ancora fuori da ogni tipo di controllo.

Alla Consob, che ha sede in Roma ed una sede secondaria in Milano veniva attribuita personalità giuridica di diritto pubblico e piena autonomia nei limiti previsti dalla legge. Non risulta, quindi, essere più necessario un decreto del ministero del Tesoro per rendere efficaci ed esecutive alcune deliberazioni della Commissione ed in ogni caso, nelle ipotesi in cui è previsto l'intervento del Ministro del Tesoro questi attua un controllo di mera legittimità sull'operato svolto dalla stessa.



---

La l. 289/1986 inizia il lungo percorso inerente la disciplina della gestione accentrata dei titoli con l'istituzione della Monte Titoli S.p.A e si era adombrata una disciplina relativa ai valori immobiliari e pone le premesse per la futura dematerializzazione essa apre un quinquennio privo di importanti iniziative legislative, ma caratterizzato da un forte attivismo normativo della CONSOB, che delibera regolamenti di auto-organizzazione e ad efficacia esterna<sup>20</sup>.

La fine degli anni ottanta non produce a livello normativo l'introduzione di nuove disposizioni è solo infatti con l'inizio degli anni novanta, grazie anche all'influenza di matrice comunitaria che il legislatore completa l'assetto normativo relativo alla regolamentazione dei mercati finanziari<sup>21</sup>.

La prima grande riforma del mercato finanziario italiano viene introdotta dalla l. 1/1991 che regolava principalmente il fenomeno delle società di investimento mobiliare<sup>22</sup>. La l.1/91 costituisce un primo tentativo per la costru-

---

<sup>20</sup> Si tratta dei regolamenti interni concernenti l'organizzazione ed il funzionamento da una parte, la contabilità ed il trattamento del personale dall'altra. Tra gli atti esterni, va segnalato il regolamento 3267/1988 sull'ammissione delle società concessionarie alla borsa e il regolamento 4167/1988 in materia di liquidazione dei contratti di borsa. Di questo periodo sono anche le "Linee di progetto per la riforma del mercato", documento propulsivo realizzato nel 1987 da parte della stessa CONSOB. A tal riguardo l'allora presidente L. CARDIA, afferma che "per molti anni... la Consob ha operato sulla base di un disegno normativo ridotto ai minimi termini, da cui mancavano molte delle componenti necessarie per poter considerare la regolamentazione del mercato finanziario esistente almeno compatibile con quella dei principali Paesi"; il presidente della CONSOB, tuttavia, sottolinea come "la presenza istituzionale della Consob... ha reso possibile un progressivo rafforzamento della disciplina".

<sup>21</sup> Cfr R. CAPARVI, *Il nuovo mercato mobiliare italiano*, Milano, F. Angeli, 1998, p. 42. L'autore afferma che il disegno comunitario relativo ai mercati finanziari consiste in un programma predisposto dalla Commissione Europea per accrescere l'integrazione dei mercati. Mutuo riconoscimento dei controlli, armonizzazione della disciplina, principio dell'home country control furono il nucleo duro di tale programma, che diede vita alle direttive 611/1985 e 220/1988 in materia di fondi comuni, 88/627 in materia antirider, 345/1988, 298/1989 e 211/1990 in materia di prospetti di offerta pubblica e di quotazione.

<sup>22</sup> Si tratta di una legge che anticipa le direttive comunitarie in materia, sebbene poi risulterà in parte incompatibile con le scelte europee. Le società d'investimento mobiliare sono intermediari abilitati a svolgere la propria attività in tutti i servizi d'investimento e, per questo, polifunzionali. La loro introduzione segna una profonda mutazione nel pa-

---

zione di un organico sistema di vigilanza su intermediari e intermediazione mobiliare, avente l'intento di garantire il risparmiatore contro i gravi rischi che possono derivare dall'attività di investimento nel settore mobiliare.

Il sistema di vigilanza precedente l'approvazione della l.1/91 era stato definito in presenza di un unico protagonista del mercato finanziario: la banca. I mutamenti intervenuti importavano la necessità di delineare un nuovo sistema legislativo, chiamato ad adottare una disciplina differenziata dei mercati in quanto appariva inefficace la scelta di accomunare soggetti diversi "in un'unica generica classe di raccoglitori di risparmio e/o intermediari finanziari ed ipotizzare per essi un'unica disciplina fondata su regole rigide e penetranti controlli".

Inoltre doveva essere evitata ogni disparità di trattamento tra intermediari bancari e non, in modo da non ledere alla correttezza della competizione tra gli stessi, nella consapevolezza di "dovere intervenire attraverso un sistema che prescindesse dalla natura dei soggetti operanti e approntasse una rete di controllo efficace intorno ad ogni attività"<sup>23</sup>. Con l.1/91 il legislatore aveva approntato un sistema di vigilanza basato sulla ripartizione per finalità. L'esercizio dell'attività di vigilanza, sulla nuova figura dell'intermediario, si ripartiva fra:

- CONSOB, per ciò che riguardava i profili della informazione, correttezza e della regolarità degli scambi;
- BANCA D'ITALIA: per quel che riguardava la stabilità e i flussi finanziari.

---

norma dell'intermediazione: A. SEGNI, I mercati e i valori mobiliari, cit, p. 10, ricorda come "la categoria degli agenti dicambio è destinata dalla legge sulle Sim a cessare per esaurimento di ruoli", sebbene gli agenti risultino ancora presenti nel novero dei soggetti cui è riservato l'esercizio professionale dell'attività d'intermediazione mobiliare.

<sup>23</sup> R. Maviglia in la "Sollecitazione del pubblico risparmio", Milano, Giuffrè, 1994.

---

Non si trattava però di un riparto che potesse ritenersi rigidamente vincolante le due autorità nell'esercizio delle loro funzioni, poiché appariva chiaro che, anche attraverso le verifiche sulla regolarità degli scambi, si potessero realizzare obiettivi di stabilità e che, per contro, attraverso il controllo dei bilanci delle SIM si raggiungessero obiettivi di trasparenza.

Un quadro piuttosto variegato nel quale si collocavano norme che stabilivano controlli uniformi in funzione del soggetto esercente l'attività di intermediazione, a prescindere dalla specificità dei servizi svolti.

La l.1/91 prevedeva altresì un sistema per il coordinamento delle funzioni tra Consob e Banca d'Italia, teso ad evitare la duplicazione dell'esercizio dell'attività di vigilanza. La Banca d'Italia era chiamata ad effettuare controlli sulle banche, relativi ai profili di competenza della Consob su richiesta della stessa; la Commissione effettuava controlli relativi alla stabilità patrimoniale sulle SIM su richiesta della Banca d'Italia.

La conseguenza era la creazione di un sistema di vigilanza che anziché ripartita poteva dirsi intermediata.

Successivamente alla legge 1/1991, il legislatore approva altre ben otto iniziative concernenti l'intermediazione e l'informazione societaria<sup>24</sup>: si tratta della l. 157/1991 sull'*insider trading*<sup>25</sup>, della l. 149/1992 su OPA e sollecita-

---

<sup>24</sup> Sono le società d'investimento a capitale variabile, investitori istituzionali idonei esclusivamente alla gestione collettiva del risparmio in cui l'investitore è un socio e in cui il patrimonio coincide con il capitale sociale. ruolo dell'informazione cfr G. VISENTINI, "L'evoluzione del sistema finanziario italiano. I problemi attuali", Milano, Giuffrè, 1995, il quale sottolinea come "nella concezione originaria, e a mio avviso quella valida, che vede la Commissione indirizzata a soddisfare le esigenze del mercato all'informazione, la competenza della Commissione dovrebbe restare appunto l'informazione del mercato, alla quale ogni altro compito deve proporsi come subordinato e soltanto se strettamente strumentale".

<sup>25</sup> Con l'attuazione della direttiva 89/592 fa capolino nel nostro ordinamento la fattispecie dell'utilizzo di un'informazione privilegiata e price sensitive, che comporta l'irrogazione

---

zioni all'investimento<sup>26</sup>, del d.lgs. 84/1992 sulle SICAV<sup>27</sup>, dei decreti legislativi 83 e 86/1992 sugli organismi d'investimento collettivi comunitari e extracomunitari<sup>28</sup>, della l. 344/1993 sui fondi chiusi d'investimento<sup>29</sup>, del d.lgs. 124/1993 sulla previdenza integrativa<sup>30</sup> e della l. 86/1994 sui fondi comuni d'investimento immobiliare<sup>31</sup>. Ne risulta un'alluvione di leggi<sup>32</sup> che ha come comune denominatore l'informazione societaria al mercato: la stessa CONSOB, che nel contempo emana il regolamento sul personale nel 1993, modifica quello su organizzazione e funzionamento nel 1994 e si vede attribuito un canale di auto-finanziamento con l'art. 40 della l. 724/1994<sup>33</sup>, istituisce in via regolamentare un flusso continuo e diretto di informazione tra l'emittente ed il mercato.

Il vero terremoto legislativo<sup>34</sup> in materia di mercati finanziari<sup>35</sup> viene intro-

---

di sanzioni penali: la materia è stata poi regolata dall'art. 180 del TUF che è stato recentemente modificato dalla legge 62/2005 attuativa dei principi statuiti direttiva comunitaria 6/2003.

<sup>26</sup> Si tratta sia delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio sia delle offerte al pubblico di vendita o di sottoscrizione: il TUF ha poi separato i due blocchi.

<sup>27</sup> Sono le società d'investimento a capitale variabile, investitori istituzionali idonei esclusivamente alla gestione collettiva del risparmio in cui l'investitore è socio e in cui il patrimonio coincide con il capitale sociale.

<sup>28</sup> Vanno ricordati, tuttavia, anche i decreti legislativi 74,84, 85, 87, 89 e 90 dello stesso anno tutti attuative di direttive comunitarie.

<sup>29</sup> I fondi comuni d'investimento chiusi si differenziano da quelli aperti perché sono società d'intermediazione in cui il singolo investitore può disinvestire solo a scadenze prestabilite, per cui nella maggioranza dei casi tali operatori investono a medio o lungo termine.

<sup>30</sup> Tale decreto è l'unica normativa ancora vigente tra le nove leggi emanate in Italia tra il 1991 e il 1994.

<sup>31</sup> I fondi immobiliari sono necessariamente chiusi.

<sup>32</sup> Di questo periodo storico è anche il Testo Unico Bancario, d. lgs. 385/1993, laddove particolare rilevanza assume l'art. 129, specificato dalla delibera CICR del 12 gennaio 1994, che richiede la previa comunicazione alla Banca d'Italia dell'emissione di valori mobiliari e di offerte in Italia di valori mobiliari esteri. La Banca Centrale, oltre al differimento, può vietare le emissioni di strumenti finanziari non conformi all'ordinamento, quelle scarsamente comprensibili e quelle con rendimento difficilmente calcolabile: si tratta di disciplina non prevista all'estero e che non si applica all'offerta di prodotti esteri, tanto che nel 1997 la Commissione europea avviò addirittura un procedimento d'infrazione contro l'Italia, poi ritirato.

<sup>33</sup> Canale attuato immediatamente con le delibere 9423, 9424, 9440 del 1995.

<sup>34</sup> In questi termini si esprime R. CAPARVI, *Il nuovo mercato mobiliare italiano*, op. cit pag 21.

---

dotto dal cosiddetto "decreto Eurosim", ed in particolare dal d. lgs. 415/96, attuativo delle direttive 93/6 e 93/22, il quale opera la privatizzazione dei mercati esistenti, introducendo un regime di concorrenza<sup>36</sup>: la CONSOB vede accrescere i propri compiti di vigilanza, ma nel contempo una porzione di potere regolamentare le è sottratta per essere sostituita dai regolamenti della società di gestione del mercato.

In particolar modo il "decreto Eurosim" all'articolo 4 comma 1 stabilisce che:

- gli obiettivi dell'attività di vigilanza (trasparenza e correttezza dei comportamenti, sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, avendo riguardo per la tutela degli investitori, la stabilità, competitività e buon funzionamento del sistema finanziario);
- Consob e Banca d'Italia dovessero esercitare i loro compiti in materia rispetto a SIM, banche e soggetti abilitati all'attività di intermediazione mobiliare in conformità alle norme del decreto 415/96, vigilando sul rispetto delle norme regolanti le materie di rispettiva competenza.

Si può quindi affermare che anche il decreto 415/96 non provvedeva, in sostanza, a fissare rigidamente in capo all'una o all'altra autorità i compiti di controllo, limitandosi a stabilire obiettivi intermedi e finali: trasparenza, correttezza, sana e prudente gestione erano obiettivi intermedi rispetto alla tutela degli investitori, alla stabilità, competitività e buon funzionamento del si-

---

<sup>35</sup> Il decreto Eurosim realizza inoltre il mutuo riconoscimento dei mercati e consente l'accesso delle banche al ruolo d'intermediazione dei servizi finanziari.

<sup>36</sup> Con il decreto Eurosim i mercati regolamentati vengono privatizzati e l'attività di gestione e organizzazione degli stessi è affidata ad imprese sotto forma di società per azioni, anche senza scopo di lucro. Il legislatore attua così una scelta di campo, opportuna per un Paese a capitalismo maturo, ma non necessitata dalla direttiva 93/22: quella di un mercato-impresa anziché un mercato-servizio pubblico.

---

stema finanziario.

### **1.3 L'AVVENTO DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA**

Il quadro normativo relativo alla disciplina dei mercati finanziari risulta essere sino all'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza frammentato e disorganico. Il d. lgs. 58/1998 ,noto come Testo Unico della Finanza (di seguito TUF), opera la necessaria sistematizzazione delle linee-guida, delegando le norme di specificazione al potere regolamentare della CONSOB. Tali linee guida introdotte dall'articolo 5 del TUF completano il processo evolutivo iniziato dall'art. 4 del d.lgs 415/96 e possono essere così sintetizzate :

- trasparenza e correttezza dei comportamenti
- sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo per la tutela degli investitori, stabilità, competitività e buon funzionamento del sistema finanziario.

Il provvedimento comunemente noto come decreto Draghi si divide sostanzialmente in due parti: la prima che va a disciplinare ex novo settori ed istituti significativi del mercato mobiliare, la seconda, che ridisegna la fisionomia delle società per azioni quotate in borsa. Si tratta in realtà di un tentativo di proporre una disciplina organica e completa con profonde innovazioni che tengono conto sia del lungo cammino riformatore avviato dalla commissione De Gregorio sia del travaglio dottrinale e giurisprudenziale sorto in tema di diritto inerente a società aventi azionariato diffuso.

Si tratta quindi di un nuovo corpus normativo che, organicamente ricucito con la regolamentazione codicistica delle società per azioni realizza in modo concreto un processo strutturale e funzionale finalizzato ad attribuire alle società per azioni specifici caratteri distintivi rispetto alle società non quota-

---

te in un mercato regolamentato.

Il TUF, in particolare, attua una ripartizione dei compiti di vigilanza operata sulla base del criterio funzionale<sup>37</sup>.

Il TUF è stato successivamente modificato da specifici interventi legislativi legati in gran parte dalla evoluzione in ambito comunitario della normativa legata ai mercati finanziari. Tra le altre iniziative legislative successive al TUF<sup>38</sup> che verranno di seguito affrontate vanno ricordate :

- il d.lgs. 213/1998 in materia di dematerializzazione degli strumenti finanziari<sup>39</sup>;
- la l. 130/1999 in materia di cartolarizzazione<sup>40</sup>;

---

<sup>37</sup> Il TUF è redatto con la fattiva collaborazione della CONSOB: attività che si può iscrivere nelle funzioni latamente normative della Commissione. Ciò è previsto in via generale dall'art. 5 del TUF per quanto concerne gli intermediari – in relazione ai quali la CONSOB è competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la Banca d'Italia per il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale -, ma si evince chiaramente anche dalle attribuzioni specifiche previste dal titolo primo della parte terza del TUF in materia di mercati. Quest'ultima si scinde a sua volta in vigilanza sulle società di gestione e sui mercati, previste rispettivamente dagli artt. 73 e 74 del TUF. Per quanto concerne la disciplina degli emittenti - comprendendo nella stessa anche la regolamentazione di sollecitazioni all'investimento e offerte pubbliche di acquisto e di scambio - un ruolo preponderante è svolto dalla CONSOB, "avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali".

<sup>38</sup> La delegificazione di rilevanti materie è funzionale al *need for expertise* e alla necessità di continuo adeguamento della disciplina all'evoluzione dei mercati finanziari. A. LA SPINA e G. MAJONE, *Lo Stato Regolatore*, Bologna, Il Mulino, 2000, gli autori denotano che la maggior parte di tali regolamenti fu adottato in concomitanza con l'entrata in vigore del TUF (1 luglio 1998) e con sei mesi d'anticipo rispetto al termine prestabilito per la loro adozione per ferma volontà dell'allora presidente della commissione PADOA SCHIOPPA.

<sup>39</sup> Coronamento, questo, del fenomeno della gestione accentrata prevista dalla l. 289/1986 e dalla privatizzazione della Monte Titoli disposta dal TUF, che ha aperto anche tale settore al regime di concorrenza. M. BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, Giuffrè, 2002 nota come il decreto legislativo d'introduzione dell'Euro affianca alla dematerializzazione della circolazione degli strumenti la de - cartolarizzazione degli strumenti stessi con l'utilizzo dei mezzi telematici per le scritturazioni. L'obbligo di dematerializzazione, previsto per strumenti negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati dall'art. 28 comma 1 di tale decreto legislativo, è stato esteso ad altri strumenti diffusi tra il pubblico dall'art. 23 del regolamento CONSOB 11768/1998 sulla base del secondo comma dello stesso art. 28.

<sup>40</sup> R. VENTURA, *La cartolarizzazione dei crediti nell'ordinamento giuridico italiano 1999*,

- 
- le leggi di attuazione delle direttive predisposte sulla base del *Financial Services Action Plan* allorché queste non sono rese esecutive mediante regolamenti della CONSOB;
  - il decreto legislativo 6/2003, come modificato dal d.lgs. approvato il 29 gennaio 2004 relativo alla riforma del diritto societario;
  - la legge 262/2005 relativa alla disciplina del risparmio che introduce nuovi compiti di regolamentazione in capo a Consob ed i successivi decreti legislativi di attuazione.

Con l'entrata in vigore del T.U.F. può dunque dirsi portato a compimento quel processo evolutivo che, anche e soprattutto, attraverso il potenziamento della potestà regolamentare delle autorità di vigilanza, ha valorizzato il ruolo delle stesse. Un sistema improntato sull'affidamento di compiti a tali autorità si afferma come migliore alternativa al rischio di un accentramento del potere in capo all'organo esecutivo che "poneva finalità all'azione degli operatori privati, mentre poteri indipendenti regolano, prescrivono, stabiliscono norme"<sup>41</sup>. Le autorità di controllo assumono altresì poteri "molto penetranti di controllo e regolamentazione che investono l'organizzazione dell'impresa, le qualità professionali e morali degli esponenti e dei soci, i contratti stipulati e la loro esecuzione.

Il sistema attuale si caratterizza per un processo di delegificazione che consente un'importante partecipazione della fonte secondaria a quella primaria nella regolazione della materia che, per conseguenza, propone un difficile problema: quello del coordinamento delle fonti, a causa l'incidenza e la capacità distorsiva della fonte secondaria rispetto alla primaria che si limita a

---

, in Giur. It, 1999, pp. 1993 e ss.: un primocommento alla L. 30 aprile 1999, n. 130, in Giur. It, 1999, n.10, sottolinea come il meccanismo di cessione dei crediti e successiva conversione in titoli negoziabili sul mercato finanziario risulta essere ispirato al modello della *securitisation* anglosassone. Lo schema contrattuale prevede una società-*originator* che cede i suoi crediti ad una società creata ad hoc, la *special purpose vehicle*, la quale a sua volta incarica eventualmente un emittente della collocazione dei titoli e necessariamente una banca dell'incasso e della gestione dei crediti.



---

fissare principi cui l'autorità di controllo deve attenersi nella regolamentazione del settore.

Per individuare i limiti all'attività dell'autorità vigilante è necessario fare riferimento alle finalità mediate ed immediate desumibili dall'art. 5 del T.U.F. che rappresentano criteri direttivi per l'esercizio delle funzioni di controllo e contemporaneamente criteri di delega sulla base dei quali dovranno essere esercitate le funzioni regolative.

La generale attribuzione di poteri alle autorità vigilanti desta comunque perplessità per l'ampiezza e, per certi versi, indeterminatezza degli stessi e per i possibili abusi che possono derivarne.

#### **1.4 FIGURE SINTOMATICHE DI INDIPENDENZA**

Nei paragrafi precedenti si è ripercorso sinteticamente le diverse tappe legislative che hanno portato all'introduzione del Testo Unico della Finanza, che come abbiamo visto affida molti compiti regolamentari e di vigilanza alla Consob. Sembra utile in questo capitolo verificare quali caratteristiche tipiche delle autorità amministrative indipendenti sono presenti all'interno della Consob tenendo sempre in considerazione la peculiarità del processo legislativo che ha portato alla sua istituzione. Lo studio di tali caratteristiche in relazione alla Consob deve partire dalle seguenti considerazioni preliminari:

- la Consob appartiene alle autorità c.d. di prima generazione ovvero che ha trovato istituzione senza un modello di riferimento da assu-

---

<sup>41</sup> CASSESE, La Consob e i poteri indipendenti – Bollettino Consob – ed. spec. 3/94.

- 
- mersi come parametro<sup>42</sup>;
- nonostante i diversi interventi legislativi la Consob ha nel suo *dna* profonde incongruenze istituzionali ascrivibili in gran parte all'originaria configurazione dell'organo di controllo quale apparato direttamente dipendente dal Ministero del Tesoro<sup>43</sup>;
  - l'assetto istituzionale della Consob non è stato modificato dall'avvento del TUF, di conseguenza la normativa di riferimento relativa al suo assetto istituzionale risale alla l. 281/95.

Da tali premesse ne consegue che il legislatore ha nel corso dell'ultimo decennio concentrato la sua attenzione sull'assetto istituzionale della Consob con l'emanazione di diversi disegni di legge che verranno esaminati nel prossimo capitolo.

## 1.5 LA NOMINA

Le incongruenze sono parzialmente riscontrabili già nel procedimento di nomina della Commissione che prevede che il presidente e i quattro membri siano nominati, ai sensi del terzo comma dell'art. 1/1 della legge 216<sup>44</sup> con

---

<sup>42</sup> Lo sostiene l'ex presidente L. SPAVENTA, La CONSOB come Autorità amministrativa indipendente, audizione presso la Commissione I della Camera dei Deputati il 18 novembre 1999. Secondo SPAVENTA "la Commissione, in un certo senso, è stata la prima, e per molti anni l'unica, Autorità indipendente presente nel nostro Paese. Tale primato, tuttavia, non rappresenta un vantaggio: oggi sono forse maturi i tempi per una riforma. L'audizione s'inquadrava nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle Autorità indipendenti di cui si è riferito nel secondo capitolo e, attesi i numerosi suggerimenti e le copiose e circostanziate segnalazioni dell'opportunità di riformare l'assetto istituzionale della CONSOB, può ben iscriversi nell'ambito del potere latamente normativo della Commissione.

<sup>43</sup> A. LA SPINA e G. MAJONE, Lo Stato regolatore, cit, p. 27, evidenziano tali incongruenze nell'interrogarsi circa l'appartenenza della CONSOB alle autorità amministrative indipendenti. Alla domanda "dove collochiamo la CONSOB? Gli autori affermano che per prestigio, competenze, incidenza, storia, sembra doveroso collocarla tra le Autorità di garanzia. Ma sotto molti altri profili ciò è assai discutibile. Certamente era impossibile per le prime versioni della Commissione", quando "prima del 1985 la CONSOB era ancora priva della personalità giuridica.

<sup>44</sup> Si tratta del terzo comma dell'art.1 del decreto legge 95/1974 così come previsto dalla

---

decreto con decreto del Presidente della Repubblica su proposta del Presidente del Consiglio dei ministri, previa deliberazione del Consiglio stesso. Tale procedimento contraddistingue, le Autorità Indipendenti sorte prima degli anni Novanta. Si tratta, insomma, di un'investitura formalmente presidenziale, ma sostanzialmente governativa<sup>45</sup>, non fosse altro per la vincolatività della preventiva statuizione del Consiglio dei Ministri: un procedimento, insomma, non completamente coerente con l'indipendenza dall'Esecutivo, quantunque in quanto atto governativo esso sia garantito dal controllo di legittimità della Corte dei Conti e dal controllo politico del Parlamento. Controllo parlamentare accentuato in virtù della l. 281/1985 che, novellando la l. 216/1976, estende il parere parlamentare previsto dalla l. 14/1978 alla nomina di tutti i membri e attribuisce alle "Commissioni parlamentari competenti" la facoltà di "procedere alla audizione delle persone designate quando non vi ostino i rispettivi regolamenti parlamentari".

## **1.6 I MEMBRI**

I sopra menzionati caratteri sintomatici che rendono senza ombra di dubbio la Consob appartenente alla famiglia delle Autorità Indipendenti risultano essere confermati anche nelle caratteristiche della composizione dei suoi membri. Tali aspetti si evidenziano particolarmente nella durata in carica dei membri, nella possibilità di riconferma, nel regime delle incompatibilità; nella natura collegiale o monocratica; nella potestà di auto tutela da parte degli organi deputati alla nomina.

---

conversione attuata dall'art.1 della 216/1974 e dalle modificazioni introdotte dalla legge 281/1985.

<sup>45</sup> In realtà il problema della nomina, pur cruciale, non è indispensabile ai fini della verifica dell'indipendenza, non fosse altro per l'assenza di un vincolo di mandato e per la necessità di particolari caratteristiche dei membri: queste ultime dovrebbero impedire nomine essenzialmente politiche e spartizioni di sottogoverno svincolate dall'expertise e dalla moralità del commissario e in quanto tali sono soggette al controllo di legittimità del

---

Particolarmente rilevanti sono le qualità richieste come *condicio sine qua* non per essere nominati presidente e commissari della CONSOB: il terzo comma dell'art. 1/1 della l. 216/1974 richiede con particolare enfasi "specifica e comprovata competenza ed esperienza e.... indiscussa moralità e indipendenza"<sup>46</sup>.

Si tratta di criteri ritenuti evanescenti da una parte della dottrina<sup>47</sup> e che, invece, costituiscono un vincolo prescrittivo per il Consiglio dei ministri e per il suo Presidente: vincolo soggetto alla verifica di legittimità del Presidente della Repubblica in sede di emanazione e della Corte dei Conti in sede di controllo *ex post*<sup>48</sup>. Richiedendo, infatti, la motivazione<sup>49</sup> circa l'expertise precipuo nel settore dei mercati finanziari del soggetto designato e circa il suo *curriculum vitae*, nonché circa il suo prestigio pubblico e la sua indipendenza<sup>50</sup>, tali criteri costituiscono un ostacolo possente alla prassi della spartizione partitica *tout court* invalsa in altri settori della vita pubblica italiana. E' opportuno, tuttavia, che il requisito della moralità sia valutato in sede di controllo di legittimità con il giusto equilibrio<sup>51</sup>.

---

Presidente della Repubblica e della Corte dei Conti.

<sup>46</sup> Tali requisiti si vanno ad aggiungere ovviamente a quelli richiesti per ricoprire il ruolo di pubblico ufficiale.

<sup>47</sup> F. MERUSI e M. PASSARO, "Autorità indipendenti", il Mulino, Bologna, 2003.

<sup>48</sup> Controllo che, specialmente in materia di competenza ed esperienza specifiche, dovrebbe verificare che la scelta dei designati risponda anche ad una logica correlata alla professionalità del membro designato e non a criteri esclusivamente politici di lottizzazione. Si tratta di una verifica di legittimità e non di merito: particolarmente interessante sarebbe, a tal proposito, esaminare i limiti di valutazione squisitamente tecnica oltre i quali il controllo smette i panni della legittimità e assume quelli del merito.

<sup>49</sup> La motivazione risulta probabilmente necessaria in relazione alla competenza ed all'esperienza, atteso che il legislatore ha specificamente richiesto che queste siano "comprovate". Forse anche indipendenza e moralità dovrebbero essere argomentate, ma non è escluso che tutti i quattro requisiti possano risultare *de facto*.

<sup>50</sup> Si tratta di un giudizio necessariamente correlato al passato, nei confronti del quale non è di ostacolo un precedente vincolo di subordinazione gerarchica in campo professionale o l'attuale appartenenza ad un partito politico. A. LA SPINA e G. MAJONE, *Lo Stato regolatore*, cit, p. 27, ricordano la "militanza partitica assai connotata, come eletto nelle liste del PCI prima e del PDS poi, dell'ex presidente L. SPAVENTA: esempio paradigmatico di come esperienza, professionalità e indipendenza non siano necessariamente incompatibili con passati incarichi di rilievo politico.

<sup>51</sup> A. JANNUZZI, *La CONSOB*, cit pag. 9, sostiene che "indiscussa non vuole certamen-

---

La durata in carica dei membri è di cinque anni a partire dalla nomina<sup>52</sup>, salva la prorogatio, e - conformemente alla maggior parte delle Autorità - il contemperamento tra esperienza acquisita e rischio di cattura si realizza con la possibilità di una sola rielezione.

Particolarmente ampio è lo spettro delle incompatibilità, che rappresentano gli steccati dell'indipendenza dopo la nomina: il quinto comma dell'art. 1/1 della legge 216<sup>53</sup> preclude qualsivoglia attività professionale, finanche di consulenza, nonché lo status di amministratore e socio a responsabilità illimitata di società commerciale, oltre a quelli di revisore, sindaco o dipendente di imprese commerciali ed enti pubblici e privati, di imprenditore commerciale e di esercente un qualsiasi altro ufficio pubblico<sup>54</sup>.

La CONSOB, inoltre, è organismo marcatamente collegiale: mentre la l. 216/1974 nel suo testo originario non prevedeva assolutamente una distribuzione di compiti, la stessa legge, come modificata dalla l. 281/1985, chiarisce ora che la ripartizione delle attribuzioni tra Commissione e Presidente

---

<sup>52</sup> te significare che della moralità della persona non si sia mai discusso e neanche parlato": Il terzo comma dell'art. 1/1 della l. 216 stabilisce che i membri "durano in carica cinque anni" e l'art. 3 comma 2 del regolamento sull'organizzazione e il funzionamento approvato con deliberazione 8674/1994 individua il termine iniziale dell'assunzione della carica di ciascun componente nella "data del decreto di nomina del Presidente della Repubblica...o dalla diversa data in esso eventualmente indicata".

<sup>53</sup> Da notare come la l. 216/1974 prevedeva solo per i commissari che fossero dipendenti statali la collocazione fuori ruolo per la durata del mandato, ciò che aveva creato non poche perplessità in ragione della disparità di trattamento rispetto ad altri dipendenti pubblici e privati, i quali invece non godevano di una medesima tutela. La l. 281/1985, novellando tale disposizione, ha aggiunto che "i dipendenti di enti pubblici sono collocati d'ufficio in aspettativa" e che "il rapporto di lavoro dei dipendenti privati è sospeso ed i dipendenti hanno diritto alla conservazione del posto": statuizione, quest'ultima, che va interpretata però alla luce delle diverse discipline del lavoro dipendente.

<sup>54</sup> Il primo comma dell'art. 3 del regolamento sull'organizzazione e il funzionamento, adottato con deliberazione 8674/1994 e modificato con deliberazione 13195/2001, prevede che, nella prima riunione in cui partecipa, il componente di nuova nomina dichiara l'insussistenza di incompatibilità, assumendosene le responsabilità. Nel caso in cui l'incompatibilità sopravvenga, l'art. 4 dello stesso regolamento prevede che la CONSOB esperisca gli accertamenti, senta l'interessato, stabilisca un termine perché si eserciti l'opzione e, infine, in caso di mancate dimissioni o di mancata cessazione dell'incompatibilità, sospenda il commissario dalle funzioni e riferisca al Presidente del Consiglio.

---

s'incentra sull'assoluta preminenza del collegio. E infatti tutte le deliberazioni della CONSOB sono adottate dal collegio, ad eccezione dei casi in cui la legge prevede, nei casi d'urgenza, che sia il presidente ad adottare determinati provvedimenti.<sup>55</sup> Tuttavia il potere decisorio del presidente non è sempre definitivo ma è soggetto alla approvazione consiliare della Consob<sup>56</sup>. La collegialità è confermata dall'impossibilità di delegare permanentemente le singole funzioni ai commissari, per evitare il rischio di "assessorati"<sup>57</sup>, e dal rinvio ai regolamenti di auto-organizzazione, da approvare con una maggioranza qualificata di quattro commissari su cinque, che la l. 216/1974 attua per disciplinare i "rapporti fra il presidente e i commissari anche ai fini della relazione in Commissione dei singoli affari". Il sesto comma dell'art. 1/1 della l. 216, infatti, si limita ad attribuire al presidente della CONSOB la potestà di sovrintendere all'attività istruttoria e di curare l'esecuzione delle deliberazioni, compiti cui vanno aggiunti - tra gli altri - quelli di interazione con il Ministero dell'economia e delle finanze: informa il dicastero sugli atti

---

<sup>55</sup> In tal senso Jannuzzi, *La CONSOB*, cit pag. 9, esclude, a tale proposito, che possano essere di ostacolo "un procedimento penale o disciplinare conclusi con l'assoluzione nonché medesima ad attribuire per ragioni d'urgenza la potestà al presidente: perfino in alcuni di questi casi sono proprio le personalità che hanno il coraggio di assumersi responsabilità delicate ad essere maggiormente esposte al giudizio diffuso.

<sup>56</sup> E' il caso dell'art. 74 comma 3 del TUF in materia di vigilanza sui mercati regolamentati finalizzata alla tutela di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori. La potestà attribuita al presidente della CONSOB o a chi ne è facente funzioni in caso di sua assenza o impedimento è amplissima, in relazione alle finalità e all'atipicità dei provvedimenti, potendo egli adottare "i provvedimenti necessari, anche sostituendosi alla società di gestione". Tuttavia tale potestà è conferita loro solo "in caso di necessità e urgenza" e i provvedimenti, immediatamente esecutivi ai sensi del quarto comma, "sono sottoposti all'approvazione della Commissione che delibera nel termine di cinque giorni": la perdita di efficacia conseguente alla mancata approvazione da parte del collegio nel termine di cinque giorni rappresenta la conferma del fatto che si tratta di potestà attribuita in via esclusiva alla Commissione ed ascrivita al presidente solo in via temporanea per necessità d'urgenza.

<sup>57</sup> Si tratta dei compiti stabiliti dall'art. 5 del regolamento adottato con deliberazione 8674/1994.

Il presidente della CONSOB ha la rappresentanza esterna della Commissione, mantiene i rapporti non solo con il Ministero, ma in generale con le altre istituzioni, convoca le riunioni, ne stabilisce l'ordine del giorno e ne dirige i lavori, conferisce istruzioni sul funzionamento ed il coordinamento degli uffici, sottopone alla Commissione il progetto di bilancio preventivo e di rendiconto annuale, riceve e conserva le comunicazioni riservate.

---

e gli eventi di maggior rilievo, allo stesso trasmette gli atti regolamentari ad efficacia esterna e presenta la relazione annuale, la quale è tuttavia sempre redatta e trasmessa dall'intero collegio. Compiti cui si aggiungono quelli introdotti dagli artt. 184 e 185 del TUF. Deve anche essere segnalato che a seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. 29 dicembre 2006: il presidente della CONSOB è destinatario delle notizie dei reati di abuso d'informazione privilegiata e agiotaggio su strumenti finanziari<sup>58</sup> apprese dal pubblico ministero e, terminati gli accertamenti, trasmette allo stesso magistrato la documentazione raccolta ed una relazione<sup>59</sup>.

L'ultimo comma dell'art. 1/1 della l. 216 prevede, con la novella della l. 281/1985, un limitato esercizio di autotutela da parte degli organi deputati alla nomina dei membri della CONSOB: con decreto del Presidente della Repubblica, previa deliberazione del Consiglio dei Ministri e sulla base di una proposta del Presidente del Consiglio, da realizzare a sua volta dopo la consultazione con il Ministro dell'economia e l'informazione al Parlamento, è possibile disporre lo scioglimento della CONSOB e la nomina per quarantacinque giorni di un commissario<sup>60</sup>. Tale potere di scioglimento, lungi dal poter essere esercitato per ragioni di opportunità politica, è correlato a casi eccezionali di "impossibilità di funzionamento o di continua inattività".

---

<sup>58</sup> Quest'ultimo reato era previsto all'art. 181 del TUF ed è stato abrogato dal d. lgs. 61/2002: oggi è previsto all'art. 2637 c.c.

<sup>59</sup> F. ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale-Leggi complementari*, Milano, 2002, p. 41, sostiene che "sembra che il legislatore abbia dimenticato che a sua volta il pubblico ministero è tenuto a non prolungare le indagini preliminari al di là dei termini di cui all'art. 407 c.p.p"., per cui "si deve... ritenere che il presidente della CONSOB sia vincolato a trasmettere documentazione e relazione...entro termini che consentano l'utilizzabilità degli atti da lui compiuti e anche spazi di manovra per ulteriori indagini". Il presidente della Commissione, secondo tale impostazione, commissari. E' preclusa la nomina a commissario, al quale si applicano le incompatibilità previste dovrebbe dare notizia "senza ritardo" al pubblico ministero anche quando "la notizia criminis appartenga ab origine" alla stessa CONSOB.

<sup>60</sup> Tale commissario esercita i poteri spettanti ordinariamente alla Commissione e resta in carica per quarantacinque giorni, termine entro il quale è nominata la nuova squadra di commissari. E' preclusa la nomina di commissario del presidente e dei commissari dell'organismo disciolto.

---

## 1.7 PERSONALITÀ GIURIDICA E POTESTÀ DI AUTO-ORGANIZZAZIONE

Non particolarmente rilevante sarebbe la figura sintomatica della personalità giuridica di diritto pubblico, se non fosse per il fatto che la sua attribuzione alla CONSOB da parte della l. 281/1985 coincide con l'iscrizione della "piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge" e con la definitiva affrancazione dalla subordinazione gerarchica all'esecutivo.

Autonomia che si sostanzia prima di tutto nella potestà di deliberare le norme concernenti la propria organizzazione ed il proprio funzionamento<sup>61</sup>, attribuita dall'art. 1/1 comma 8 della l. 216/1974. Come accade per le deliberazioni sulla gestione delle spese e sul trattamento giuridico ed economico del personale, anche quella sull'organizzazione richiede una maggioranza qualificata, quattro voti favorevoli, per l'assunzione e un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, sentito il Ministro dell'economia, per l'esecuzione.

A differenza dei regolamenti aventi efficacia esterna, insomma, quelli aventi efficacia interna sono sottoposti a controllo governativo: tale passaggio tuttavia si sostanzia in una verifica delle deliberazioni esclusivamente di stretta legittimità ai sensi della l. 216, e le eventuali osservazioni del Presidente del Consiglio dei Ministri possono essere effettuate solo entro venti giorni dal ricevimento ed in unico contesto, sulla legittimità del regolamento nella sua interezza e su singole disposizioni<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> Soprattutto sotto la presidenza di BERLANDA e di PADOA-SCHIOPPA è stato operato un profondo restyling del quadro organizzativo della CONSOB. Al di sotto della Commissione vi è la Direzione Generale, composta dal direttore generale e dal suo staff e competente ad assicurare il coordinamento dell'operato dell'Autorità. La struttura organizzativa è suddivisa in ben otto divisioni, ubicate nelle sedi di Roma e Milano, a loro volta suddivise in una pluralità di uffici, ognuno dei quali competente in un particolare settore. Le divisioni sono quella Intermediari, quella legale, quella Amministrazione e Finanza, quella Relazioni esterne e quella Risorse.

<sup>62</sup> Il meccanismo per l'esecuzione è quello del silenzio-assenso.



---

Ciò nonostante, numerose sono state le occasioni in cui la CONSOB, esercitando il proprio potere propulsivo, ha manifestato un grido di dolore per il vaglio dell' Esecutivo cui sono sottoposti i regolamenti di auto-organizzazione: non tanto per un possibile vulnus all'indipendenza, quanto per la scarsa utilità di tale passaggio<sup>63</sup>. Il regolamento attualmente in vigore è stato adottato con deliberazione 8674/1994, come modificata dalla deliberazione 13195/2001, rese esecutive rispettivamente con decreti del Presidente del Consiglio del 25 novembre 1994 e del 27 luglio 2001<sup>64</sup>.

Stesso quorum di deliberazione e stesso procedimento per l'esecuzione è previsto per i regolamenti di autonomia contabile, con cui la CONSOB disciplina "la gestione delle spese nei limiti previsti dal presente decreto, anche in deroga alle disposizioni sulla contabilità generale dello Stato"<sup>65</sup>, Tale disciplina è assolta con il regolamento per l'amministrazione e la contabilità, adottato con delibera 10359/1996 e reso esecutivo con decreto del Presidente del Consiglio del 21 gennaio 1997. Oltre alla potestà di dettare le regole concernenti la contabilità, l'autonomia della CONSOB si sostanzia anche nella possibilità di provvedere autonomamente alla gestione delle spese sulla base del bilancio di previsione approvato annualmente dalla Commissione

---

<sup>63</sup> L'ex presidente Spaventa, indicando proprio i controlli di legittimità come "uno dei casi in cui la primogenitura della CONSOB non rappresenta un vantaggio", sostiene infatti che essi "costituiscono un'arma sostanzialmente spuntata": tali verifiche non possono entrare "nel merito delle decisioni", non sono idonee ad indirizzare le scelte e non ineriscono comportamenti e decisioni della CONSOB. A fronte di questa inadeguatezza ad incidere sulle valutazioni della Commissione, secondo Spaventa, il vaglio di legittimità "ha...un costo notevole, rappresentato dall'impedimento che ne deriva a una gestione sollecita e flessibile dell'Istituto". In tal senso vedi L. SPAVENTA, La CONSOB come Autorità amministrativa indipendente, Audizione presso la Commissione I della Camera dei Deputati del 18 Novembre 1999. Dello stesso avviso risulta essere L. CARDIA nella sua indagine conoscitiva su "I rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio" Audizione presso le commissioni riunite VI e X di Camera e Senato, 20 Gennaio 2004, secondo cui "tale vetusta forma di controllo...costituisce re- taggio dell'originaria qualificazione della Consob quale organismo incardinato nell'Amministrazione dello Stato in senso stretto", rappresenta "un'anomalia rispetto ai caratteri di autonomia e indipendenza" e pertanto "andrebbe eliminato.

<sup>64</sup> Il presente regolamento sostituisce quello adottato con la deliberazione del 3 settembre 1986 e reso esecutivo con decreto del Presidente del Consiglio dell'8 ottobre 1986.

---

stessa con deliberazione resa esecutiva, dal Presidente del Consiglio dei Ministri, salva la soggezione al controllo della Corte dei Conti del rendiconto sulla gestione finanziaria.

A partire dal 1995, per via dell'art. 40 della l. 724/1994, il finanziamento della CONSOB avviene mediante due canali: all'apposito fondo previsto nel bilancio dello Stato si sono affiancate contribuzioni versate direttamente dagli organismi e dagli operatori del mercato sottoposti alla vigilanza della Commissione. Il primo canale era già previsto dal settimo comma dell'art. 1/1 della l. 216/1974 ed è poco coerente con un regime di indipendenza dal Governo. La CONSOB in particolare, comunica annualmente il proprio fabbisogno e la previsione di entrate contributive al Ministero dell'economia, il quale stabilisce l'ammontare annuo del fondo a carico del bilancio statale<sup>66</sup>. Il sistema contributivo avviene, invece, mediante versamento di somme da parte degli stessi soggetti del mercato allorché beneficiano dei servizi e dell'attività della CONSOB: la determinazione dei contribuenti ed il quantum delle entrate è fissato da deliberazioni della stessa Commissione, che tuttavia - come accade per i regolamenti di auto-organizzazione - sono sottoposte a verifica di legittimità e a decreto di esecuzione del Presidente del Consiglio, sentito il Ministro dell'economia<sup>67</sup>. Particolarmente interessanti, anche in materia di finanziamento, sono i suggerimenti provenienti dalla CONSOB stessa. La Commissione, infatti, ha più volte apprezzato l'istituzione di

---

<sup>65</sup> E' sempre l'ottavo comma dell'art. 1/1 della l. 216/74 a conferire tale attribuzione.

<sup>66</sup> La l. 350/2003, legge finanziaria per il 2004, alla tabella C prevede per ognuno dei prossimi tre anni uno stanziamento di 27.768.000 Euro, incrementando così di cinque milioni di Euro l'ammontare precedentemente stabilito.

<sup>67</sup> Ad esempio, il sistema contributivo per il 2003 è stato regolamentato con le deliberazioni 13874 e 13875 del 2002, cui ha fatto seguito la delibera 13888/2003 che definisce modalità e termini di pagamento. Tali delibere individuano quattro blocchi di contribuenti: il primo è composto da Borsa Italiana spa, Mts Spa, Monte Titoli Spa e Cassa di Compensazione e Garanzia spa; il secondo da intermediari, promotori ed emittenti residenti, in particolare da offerenti; il terzo concerne soggetti esteri armonizzati o non armonizzati, in particolare organismi d'investimento collettivo, istitutori di fondi pensione aperti, emittenti quotati ed offerenti; il quarto è composto dalle società di revisio-

---

un canale di auto-finanziamento e, tuttavia, ha evidenziato l'inadeguatezza della configurazione di tale meccanismo come "prezzo" delle prestazioni, ad esempio rilascio di autorizzazioni, iscrizioni ad albi, esami di abilitazione, rese ai singoli operatori dalla CONSOB stessa. Tale sistema, per la Commissione, risulta "complesso e scarsamente efficiente", richiedendo numerosi accertamenti di entrata, continue registrazioni contabili e procedimenti di riscossione a cascata, poco apprezzati anche dalle imprese vigilate: sarebbe più opportuno, allora, attribuire all'Autorità un vero e proprio potere impositivo.

Deliberazioni assoggettate al medesimo quorum deliberativo ed allo stesso procedimento di esecuzione sono, infine, quelle "concernenti il trattamento giuridico ed economico del personale e l'ordinamento delle carriere": attualmente è in vigore il regolamento adottato con deliberazione 13859/2002, reso esecutivo con decreto del Presidente del Consiglio del 30 dicembre 2002 e suddiviso in una parte concernente la carriera direttiva ed in un'altra parte concernente le carriere operativa e dei servizi generali. La l. 281/1985, introducendo l'art. 2 del decreto legge 95/1974 come convertito in legge, ha inoltre istituito un apposito ruolo del personale dipendente della CONSOB, originariamente con centocinquanta posti in pianta organica. A seguito dell'art. 2, comma 186 della legge 662/1996, dopo una lunga serie di iniziative legislative che avevano progressivamente accresciuto la dotazione di personale, il numero del personale oggi ammonta a quattrocentocinquanta unità, integrabile con posti a contratto in numero determinato dalla CONSOB medesima. La Commissione, che può avvalersi una tantum anche della consulenza di esperti, stabilisce infine il trattamento giuridico ed economico assumendo a parametro il contratto collettivo vigente per la Banca d'Italia, ma potendolo modificare "tenuto conto delle specifiche esigenze funzionali ed

---

ne.

---

---

organizzative". La CONSOB, tuttavia, lamenta un organico nei fatti sempre sottodimensionato rispetto a quello attribuito dalla legge: effetto della continua "fuoriuscita" di personale specializzato, che trova sul mercato privato offerte più vantaggiose, con notevoli problemi anche di "cattura" e dunque d'indipendenza<sup>68</sup>. Secondo l'ex presidente Spaventa, infatti, l'età mediamente giovane del personale dell'Autorità, l'appiattimento della retribuzione, l'insufficienza dei livelli e degli avanzamenti e la scarsa flessibilità degli incentivi tendono a configurare la CONSOB sempre più come palestra di formazione per carriere che poi si proiettano nell'imprenditoria privata e sempre meno come corpo specializzato. Fenomeno che potrebbe essere tamponato con due interventi di riforma: eliminare il parametro del contratto collettivo della Banca d'Italia -organismo che ha una percentuale maggiore di dipendenti vicini all'età pensionabile, nonché un personale ampio venti volte quello della CONSOB e dunque mediamente meno specializzato -, ma anche ridurre i tempi per concorsi e selezioni pubbliche, vero ostacolo ad un efficiente turn-over<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> Cfr. L. CARDIA, "I rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio", op. cit pag 37, il quale lamenta "il continuo esodo di personale, esodo che nel solo 2003 ha interessato 21 unità, la quasi totalità.... di alto profilo professionale e assegnata a settori strategici". Nella stessa audizione, tenuta il 20 gennaio 2004, CARDIA ha evidenziato come l'Ufficio ispettorato e quelli di vigilanza siano totalmente assorbiti dalle ispezioni per lo scandalo Parmalat e come sia sufficiente un'indagine parlamentare per mandare in tilt l'attività ordinaria: il presidente ha rinnovato la richiesta di ulteriori 150 unità, "stima che...non tiene conto della possibilità che alla Consob vengano attribuite nuove competenze". Infine, CARDIA ha avanzato le richieste di ottenere "la facoltà di acquisire.... personale altamente specializzato proveniente dal mercato, con i costi - pur elevati - che tale acquisizione comporta" e di introdurre il "distacco temporaneo di Magistrati".

<sup>69</sup> Così L. SPAVENTA, "La CONSOB come Autorità amministrativa indipendente", Op. cit, p. 37. Lo stesso L. SPAVENTA, "La recente evoluzione della Borsa: prospettive di ampliamento e sviluppo", Audizione presso la Commissione VI Finanze della Camera dei Deputati, tenuta il 7 marzo 2000 :si è espresso addirittura per l'eliminazione della selezione mediante concorso In quell'occasione l'allora presidente della CONSOB evidenziò come la SEC - con un turn over di personale analogo pari a quello di Consob, pari al 30 % gode di una più ampia flessibilità di entrata essendo legittimata precettare i migliori laureati delle università statunitensi.

---

## 1.8 RAPPORTI ISTITUZIONALI CON PARLAMENTO ED ESECUTIVO

Le ultime figure sintomatiche attengono ai rapporti istituzionali con il Parlamento. Il tredicesimo comma dell'art. 1/1 della legge 216 prevede, come principale canale di collegamento, la relazione annuale che entro il 31 marzo la CONSOB trasmette al Ministro dell'economia. Tale relazione, che sintetizza l'attività svolta, le problematiche attuali, le scelte della Commissione, i progetti e le proposte, viene poi comunicata con le proprie valutazioni dal Ministero al Parlamento.

Anche le audizioni e le interrogazioni in Commissioni parlamentari del presidente della CONSOB e i canali formali ed informali con cui la CONSOB medesima offre pareri e segnalazioni al legislatore costituiscono "spie" dell'indipendenza della stessa Commissione.

Inoltre, l'art. 12 della l. 229/2003 al secondo comma prescrive alla CONSOB di trasmettere le relazioni di impatto della regolamentazione realizzate in relazione agli atti di sua competenza: si tratta "in particolare, di atti amministrativi generali, di programmazione o pianificazione, e, comunque, di regolazione"<sup>70</sup>.

Numerosi, infine, sono i canali di collegamento con l'Esecutivo e, talvolta, con il Ministero dell'economia. Oltre all'attribuzione al Governo del sostanziale potere di nomina, al controllo di legittimità del Presidente del Consiglio sui regolamenti interni e alla trasmissione al dicastero economico della relazione annuale nel marzo di ogni anno, esistono infatti altri strumenti di connessione istituzionale: il presidente della CONSOB tiene informato il

---

<sup>70</sup> Una legge in materia di drafting ed impatto della regolamentazione dovrebbe essere particolarmente attenta alle espressioni utilizzate: i riferimenti alla programmazione e, ancor di più, alla pianificazione, invece, stonano in relazione alla missione della CON-

---

Ministro dell'economia degli atti e degli eventi di maggior rilievo, gli comunica dati e notizie di volta in volta richiesti, gli trasmette gli atti regolamentari diversi da quelli di carattere auto-organizzativo e non può opporgli il segreto d'ufficio<sup>71</sup>.

Inoltre, ai sensi dell'art. 3 del TUF, il ministero dell'economia pubblica annualmente in un compendio regolamenti ed atti generali anche della Consob.

### **1.9 L'INQUADRAMENTO COSTITUZIONALE DELLA CONSOB**

L'istituzione e le funzioni della CONSOB sono sicuramente promanazione della norma costituzionale che si ricava dall'art. 47 della Cost., il quale afferma che "la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme" e "favorisce l'accesso del risparmio popolare...al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese". L'interpretazione estensiva dell'articolo 47 della Costituzione risulta essere necessaria, in quanto l'art. 47 costituisce una disposizione che, anche per la sua essenzialità, ha creato numerosi problemi ermeneutici<sup>72</sup> e che risulta

---

SOB.

<sup>71</sup> S. CASSESE, La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa-CONSOB e i poteri indipendenti, in Riv. Soc., 1994, p. 422 e T. PADOA-SCHIOPPA, Relazione per l'anno 1997 della CONSOB hanno evidenziato come un rapporto così stretto con il Ministero dell'economia è segno di una non completa affrancazione dal potere esecutivo.

<sup>72</sup> Numerosi problemi ha creato l'interpretazione dell'art. 47 in quanto disposizione compatibile in sia con un modello d'intervento dirigista e sia con un modello liberista. Problemi interessanti e delicati, solo in parte trattati da F. MERUSI, Commentario della Costituzione, Il Mulino, Bologna, 1980, il quale afferma sottolinea che se si discute se l'art. 47 sia una specificazione dell'art. 41 della Cost. oppure, tutelando la liquidità e la moneta, esso sia addirittura un prius rispetto alla libertà d'iniziativa economica; si discute circa il rapporto tra il risparmio e il credito e se le forme di risparmio non connesse al credito abbiano una tutela minor generis; si discute se il riferimento alla Repubblica istituisca in materia una riserva di legge ovvero se sia compatibile con l'incoraggiamento al risparmio anche l'esclusivo utilizzo di mezzi diversi (normazione secondaria, provvedimenti amministrativi). E ancora ci si chiede: se le destinazioni del risparmio di cui al secondo comma sono meramente esemplificative; se i titoli azionari, essendo anche titoli di partecipazione, rientrano nelle destinazioni incoraggiate; se il risparmio popolare si riferisce solo alle forme più semplici ed in particolare a quelle dei lavoratori subordinati. Tutti problemi che non possono prescindere dall'evoluzione dell'economia italiana e dai

---

compatibile con differenti modelli d'intervento dello Stato nell'economia: sicuramente, tuttavia, "con il termine risparmio si è inteso far riferimento ad ogni forma di surplus monetario, quale componente essenziale del sistema economico"<sup>73</sup> ed in particolare alle forme di utilizzo economico di tale surplus. Non sono estranei alle finalità della vigilanza della CONSOB, inoltre il principio di libertà d'iniziativa economica dell'art. 41 della Cost. - anch'esso letto alla luce delle norme comunitarie su concorrenza, libertà di stabilimento, libertà di circolazione di capitali e servizi d'investimento -, la parità di trattamento tra investitori enucleabile dall'art. 3 della Cost. -soprattutto in materia di offerte pubbliche d'acquisto e di scambio - e la trasparenza e il diritto ad essere informati come precipitati dell'art. 21 della Cost.<sup>74</sup>.

#### **1.10 LE FUNZIONI DELLA CONSOB**

Le funzioni della Commissione si inquadrano nell'ambito della tutela del risparmio garantita dall'art. 47 della Costituzione. È affidato alla Commissione il controllo pubblico del mercato mobiliare; l'esattezza e la completezza dell'informazione societaria e la vigilanza sul regolare andamento delle operazioni di borsa garantiscono rispettivamente la trasparenza della gestione sociale, senza interferenza nel merito delle scelte operate dall'imprenditore, e la correttezza delle operazioni di borsa rendendo più difficili le speculazioni in danno dell'azionista risparmiatore.

In tal modo è favorita la partecipazione del risparmiatore al capitale di rischio<sup>75</sup> e nel contempo questa viene tutelata da un organo imparziale del pubblico potere.

Alla realizzazione di tali scopi la Commissione provvede direttamente ovve-

---

principi dell'Unione Europea.

<sup>73</sup> Così P. PERLINGIERI e M. MARINARO, *Commento della Costituzione Italiana*, Esi, Napoli, 2001.

<sup>74</sup> Così F. CAPRIGLIONE e G. MONTEODORO, *Società e Borsa*, Consob in *Enciclop. Del Dir.* Aggiorn VI.

---

ro a mezzo di altri organi che agiscono sotto la sua sorveglianza.

La Commissione è, poi, un organo di rilevanza esterna, essendo i provvedimenti destinati ad incidere direttamente ed immediatamente sulla posizione soggettiva dei terzi, benché a volte soggetti a controllo di legittimità. I provvedimenti sono soggetti ad impugnazione davanti agli organi giurisdizionali; per la rappresentanza e la difesa nei giudizi attivi e passivi la Commissione può avvalersi anche dell'Avvocatura dello Stato (art. 1, decimo comma). Se prima della riforma del 1985 la Commissione doveva qualificarsi un organo dello Stato inserito nel Ministero del Tesoro, senza però un rapporto di dipendenza, ora le maggiori attribuzioni esercitate in regime di autonomia e che derivano direttamente dalla legge, e la personalità giuridica collocano la Commissione in una posizione ausiliaria fra gli organi dello Stato e consentono di ritenere ancora operante solo il collegamento e la vigilanza di detto Ministero. È sufficiente ricordare il potere riconosciuto alla Commissione di darsi un proprio ordinamento e la posizione di vertice della funzione di controllo delle società e della borsa.

Ma ancora particolare rilevanza assume il potere regolamentare attribuito da varie norme alla Commissione, il quale è di tale entità ed efficacia da far ritenere che trattasi di una funzione quasi legislativa, che si esplica con la posizione di norme aventi efficacia esterna e diretta a colmare una disciplina lasciata incompleta dal legislatore nell'ambito della tutela del risparmio e del regolare funzionamento del mercato finanziario. Infatti le leggi si limitano frequentemente a dettare principi generali, demandandone poi l'attuazione concreta all'autorità di controllo, mediante disposizioni adottate bensì con atti amministrativi generali o particolari, ma che concretano l'esplicazione di un vero e proprio potere normativo. È da ricordare inoltre che, secondo un'accreditata opinione, il ruolo della Consob non è solo quel-

---

<sup>75</sup> L'investimento in azioni effettuato dal risparmiatore rappresenta capitale di rischio.



---

lo di regolare il diritto d'informazione e di assicurare la trasparenza per la tutela del risparmiatore investitore, ma anche quello di non dare ingresso a nuove forme di raccolta del risparmio (titoli atipici) che risultino in contrasto con le norme vigenti. La funzione della Consob non è solo quella di integrazione dei tradizionali strumenti di tutela degli azionisti, e quindi con una rilevanza nell'esclusivo ambito del sistema azionario, ma anche di intervento nel campo generale dell'investimento in titoli mobiliari sul presupposto della sussistenza di un interesse pubblicistico anche alla tutela di quest'ultimo. L'informazione societaria e il diritto azionario costituiscono soltanto un settore del campo d'azione della Consob; l'altro è rappresentato dal mercato pubblico dei valori mobiliari, e la vigilanza attribuita su entrambi i settori all'organo pubblico è dettata non solo dall'esigenza di assicurare un regime paritario di controlli ma anche dalla concezione di fondo della Consob quale centro unico e generale di tutela dell'informazione destinata agli investitori in titoli. Da un lato, allora, restringere in ambiti rigidi e prelimitati il campo d'intervento della Consob significherebbe contraddire la sua stessa natura e anche la ratio della sua istituzione; dall'altro, le funzioni ad essa attribuite dalla legge n. 216 e dai successivi testi normativi devono trovare un fondamento unitario nella salvaguardia del pubblico risparmio nell'investimento in azioni o in titoli, senza che si possa distinguere in esse il profilo societario da quello di vigilanza dell'intero mercato dei titoli e assegnare all'uno o all'altro profilo posizione di prevalenza. Del resto, la difesa dell'investitore attraverso l'organo pubblico di controllo non può non tradursi in una protezione dell'azionista in quanto tale e viceversa.

La funzione della Consob, però, non è di controllo sull'amministrazione delle società né di tutela di indeterminati interessi generali al corretto loro funzionamento, come una sua eventuale motivazione istituzionalistica vorrebbe, ma di controllo della corretta informazione degli investitori e del mercato dei titoli: si tratta, quindi, di un interesse al contempo specifico e nuovo rispetto a quelli generali dei creditori, dello Stato e della collettività cui fa

---

solitamente riferimento la teoria istituzionalistica. Non solo: ma tale stesso interesse degli investitori è visto, se non in contrapposizione, in concorrenza con quello dell' "impresa in sé", cioè in pratica con quello dei gruppi di comando cui sarebbe appunto affidata, nel "superiore interesse sociale", l'efficienza produttiva dell'impresa. In definitiva, la creazione di un organo pubblico, qual'è la Consob, di controllo sull'informazione societaria è rivolta ad assicurare la difesa degli investitori in titoli e non certo del buon funzionamento dell'impresa in quanto tale; difesa che passa attraverso un'informazione, non solo degli azionisti ma del pubblico in generale, chiara, precisa e il più possibile approfondita e che non può ottenersi con i limitati strumenti dell'autotutela.

Con l'istituzione della Consob, dunque, si è dato riconoscimento, da un lato, alla figura dell'azionista quale investitore provvedendo ad una più moderna forma di sua difesa e contemporaneamente, dall'altro, all'interesse del pubblico risparmiatore a conoscere la situazione di quelle società che si rivolgono al mercato per il loro finanziamento.

Alla Consob è stata quindi assegnata la funzione di assicurare un'adeguata informazione degli investitori, non importa se già soci o meno, da parte delle società o degli enti che fanno appello al pubblico risparmio.

Certamente tale funzione di tutela costituisce un'integrazione delle forme tradizionali di informazione dei soci delle grandi società per azioni quali erano e sono tuttora previste variamente da tutte le legislazioni societarie. È però altrettanto certo che quella stessa funzione viene svolta o perlomeno viene ad assumere rilevanza anche per i terzi in generale e per lo Stato in particolare. L'obiettivo principale è quello di un'ampia pubblicizzazione dell'informazione, senza distinguere tra informazione rivolta a soci e informazione rivolta ad "estranei" con conseguente equiparazione, almeno sotto

---

questo profilo, dell'azionista al terzo, chiunque esso sia.

In particolare all'interno del mercato mobiliare la Consob mantiene un ruolo centrale essendo ad essa attribuite funzioni che si estendono dalla fase di costruzione del sistema fino a quella di informazione del mercato. Si possono così identificare funzioni normative (e di autoregolazione), funzioni di controllo e funzioni informative, tra loro distinte, anche se interdipendenti. Difatti ciascuna interagisce con le altre contribuendo in questa maniera alla definizione del proprio e dell'altrui ambito: ogni funzione si esplica all'interno dei singoli settori normativi oggetto dell'intervento della Consob e viene esercitata secondo modalità molto simili che comprendono l'acquisizione delle informazioni, la loro gestione e l'adozione delle decisioni (eventuali) conseguenti a tale gestione.

Si deve quindi innanzitutto individuare le funzioni ed i settori normativi in cui esse si esplicano per giungere poi alla descrizione delle singole fasi del loro esercizio.

La funzione normativa può estrinsecarsi in un'attività a contenuto generale, avente ad oggetto la predisposizione di discipline applicabili ad una generalità di soggetti, che si concretizza in regolamenti, attuativi di norme legislative, ovvero in delibere, integrative di altre disposizioni nonché in comunicazioni, complementari alle prime due. L'originalità di tale funzione a contenuto generale sta nel fatto che si esplica anche attraverso atti, quali le comunicazioni, non abitualmente utilizzate per produrre norme, quanto piuttosto per collegare struttura di controllo e soggetti passivi nell'esercizio delle funzioni di vigilanza.

La funzione di controllo che, ovviamente collegata alla normativa, si realizza nei confronti:

- 
- a) dei soggetti che operano sul mercato mobiliare;
  - b) dell'organizzazione degli strumenti operativi per rendere possibili le contrattazioni dei titoli;
  - c) delle attività private tramite la disciplina del procedimento.

Esse rappresentano le funzioni più importanti attribuite alla Consob, in particolare risultano essere quelle che ne hanno determinato la nascita e caratterizzato successivamente il relativo sviluppo di questo organismo: tale sistema era ed è imperniato sui poteri di vigilanza costruiti nel 1974 i quali nel corso degli anni non si sono modificati nella sostanza ma estesi ad una cerchia più vasta come conseguenza diretta della globalizzazione dei mercati finanziari.

Il controllo sui soggetti si esplica attraverso la verifica dei requisiti (stabiliti dalla legge o da fonti secondarie) per l'ingresso e la permanenza sul mercato; tali compiti sono affiancati da poteri cautelari e sanzionatori nel caso in cui vengano meno i suddetti requisiti ovvero si realizzi da parte dei soggetti autorizzati il mancato rispetto delle norme che disciplinano lo svolgimento della loro attività. Quest'ultimo tipo di controllo persegue l'obiettivo immediato di imporre la correttezza dei rapporti all'interno del sistema (filosofia della correttezza) e quello mediato di escludere dal mercato gli operatori che non si conformano ai criteri comportamentali stabiliti dall'ordinamento: si tratta, quindi, di un controllo di merito all'interno delle attività e non si limita ai soli contenuti informativi.

Il controllo sull'organizzazione presuppone una fase iniziale (normativa) costituita dall'istituzione delle strutture deputate allo svolgimento delle contrattazioni (borse valori, sistemi di liquidazione, organi locali, etc.). Il compito assegnato alla Consob è quello di studiare, nella verifica continua di queste strutture, le loro carenze e gli eventuali rimedi e di intervenire per la

---

soluzione di tali inconvenienti (attività di supervisione tecnica<sup>76</sup>).

Il controllo sull'organizzazione tende quindi al raggiungimento della migliore efficienza del mercato: esso si esplica attraverso momenti conoscitivi ed elaborativi, che prevalgono sulle funzioni tipiche della vigilanza: l'adozione di provvedimenti amministrativi o atti legislativi di riorganizzazione attengono pur sempre, come ricordato, alla fase normativa, certo non prevista ex ante, ma frutto in queste circostanze delle analisi e delle verifiche condotte nel corso dello svolgimento della funzione di controllo sull'organizzazione.

Il controllo sulle attività private tramite la disciplina del procedimento si esplica attraverso la ricerca della trasparenza nei rapporti interprivati e nei confronti del mercato: vi sono circostanze, infatti, in cui l'iniziativa del privato si trova ad essere "procedimentalizzata" dalla legge o dalle norme di livello inferiore ed asservita alla Consob nella verifica del suo corretto svolgimento e della sua regolarità per la tutela, innanzitutto, degli interessi dei terzi direttamente interessati e, poi, del pubblico risparmio nel suo complesso. La legge in queste circostanze impone che certe attività od iniziative debbano svolgersi con determinate modalità (invio preventivo o successivo di informazioni; collaborazione nel corso del procedimento); al rispetto di tali discipline è preposta la Consob, cui è demandato il compito di verificarne la correttezza e la regolarità al fine di assicurare l'adeguata conoscenza al mercato<sup>77</sup>.

L'obiettivo è la trasparenza, cioè, l'informazione del mercato, il quale deve essere posto in grado di conoscere certe situazioni e rapporti in maniera

---

<sup>76</sup> Ad esempio l'adeguatezza dei sistemi informatici e tecnologici.

<sup>77</sup> Come ad esempio, per quel che riguarda la trasparenza sugli assetti proprietari, la comunicazione alla Consob se un soggetto acquisisce una partecipazione in una società quotata superiore all'1%; oppure, nell'ambito della trasparenza sulle offerte pubbliche, l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto se un soggetto supera il 30% del ca-

---

chiara, completa, veritiera, non ingannevole.

Con il suo ruolo di supervisore la Consob garantisce che in relazione a tali situazioni e rapporti giungano, comunque, al mercato informazioni, siano esse grezze (nel caso delle partecipazioni rilevanti) ovvero filtrate e rese comprensibili dall'opera della Consob stessa. Per raggiungere questo obiettivo alla Consob è, dunque, attribuito il compito di gestire un procedimento in cui le attività private si inseriscono: senza tale procedimento non si avrebbe alcuna certezza normativa sul mercato.

La Consob, infine, svolge una funzione informativa: essa consiste in un'attività volta a rendere noto al pubblico situazioni ed aspetti inerenti, soprattutto, alla funzione normativa ed a quella di controllo. Alcuni atti aventi contenuto generale, sono pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale, e sono altresì contestualmente pubblicati sul Bollettino della Consob.

Proprio il bollettino rappresenta lo strumento più utilizzato per informare il pubblico sui provvedimenti adottati dalla Commissione.

La Commissione ha diritto di richiedere notizie, informazioni e collaborazione a tutte le pubbliche amministrazioni. I dati, le notizie e le informazioni acquisite dalla Commissione nell'esercizio delle sue attribuzioni sono tutelati dal segreto di ufficio, ad eccezione del Ministro del Tesoro e delle altre autorità di controllo così come previsto dall'articolo 4 comma 1 del Tuf<sup>78</sup>.

. Gli impiegati e gli esperti della Commissione sono vincolati dal segreto di ufficio, riferiscono esclusivamente alla Commissione le irregolarità e viola-

---

pitale in una società quotata.

78 La norma afferma che la Banca d'Italia, la consob, la commissione vigilanza sui fondi pensione, l'Isvap e l'ufficio italiano cambi debbocollaborare tra di loro anche attraverso lo scambio d'informazioni ed in particolare dette autorità non possono reciprocamente opporsi il segreto d'ufficio.

---

zioni constatate anche quando assumono la veste di reati.

La Commissione applica le leggi (per intenderci, quelle emanate dal Parlamento) e nello stesso tempo, applica le norme proprie, senza intervento di altri soggetti. La stessa Commissione si avvale del proprio potere di autotutela.

Le norme che stabilisce la Commissione appartengono alla categoria generale delle norme di condotta. Quando la legge conferisce ad essa un potere prescrittivo, l'esercizio di questo potere disciplina in modo immediato la condotta dei soggetti che la Commissione controlla.

La potestà normativa attribuita sviluppa autonomamente materie che hanno dignità legislativa ma non sono trattate dalla legge. Il filone di competenza della Commissione produce un'imponente categoria di norme che sono relative all'attività di "controllo". E qui, nel nostro ordinamento sta un punto di rilevante novità. Questo "controllo", non è quello noto correntemente in campo amministrativo, ma è l'espressione del concetto, propriamente anglosassone, di "direzione" che è nello stesso tempo "direzione" e "verifica" che la direzione data è rispettata.

La normativa conseguente incide nei rapporti interprivati in quanto definisce e qualifica i comportamenti dei soggetti sottoposti a tali potestà.

I campi di intervento della Commissione sono da un lato, il mercato borsistico e, dall'altro, specie dopo la ridefinizione legislativa dei compiti della Commissione, la sollecitazione al pubblico risparmio.

La funzione informativa, oltre alla pubblicazione degli atti emanati dalla Consob nello svolgimento dell'attività di regolazione e di vigilanza, può a-

---

vere come oggetto elaborazioni e sintesi imposte per legge o per atto normativo della Consob<sup>79</sup> ovvero su scelte autonome della Commissione<sup>80</sup>.

### 1.11 L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

L'attività della CONSOB, è teleologicamente orientata alla tutela degli investitori, alla trasparenza, alla correttezza dei comportamenti, all'efficienza dei mercati, al rispetto delle regole societarie<sup>81</sup> e si esplica in una pluralità di funzioni, tradizionalmente riassunte nella tripartizione della vigilanza in regolamentare, informativa e ispettiva. E' sufficiente prima facie considerare rapidamente le maggiori attribuzioni per constatare la complessità dei poteri ascritti alla CONSOB. I poteri propriamente normativi, che hanno caratterizzato l'aspetto istituzionale della Consob nei primi anni della sua operatività, sono parzialmente diminuiti a seguito dell'attribuzione di vasti poteri di auto-regolamentazione alla società di gestione del mercato e alla società di

---

<sup>79</sup> Costituisce la cosiddetta attività informativa istituzionalizzata ad esempio la relazione annuale, il bilancio preventivo ed il rendiconto della gestione finanziaria ovvero l'elenco degli iscritti ai vari Albi.

<sup>80</sup> La cosiddetta attività informativa volontaria come l'elenco dei prospetti pubblicati alla fine di ogni Bollettino ovvero la relazione annuale imposta, a suo tempo, alle commissioni di Borsa.

<sup>81</sup> Per G. VISENTINI, "L'evoluzione del sistema finanziario italiano, i problemi attuali", cit, l'obiettivo principale della CONSOB deve essere la cura dell'informazione societaria relativa agli emittenti di strumenti finanziari. Per R. RORDORF, "La Consob come autorità indipendente nella tutela del risparmio", in *Il Foro Ital.*, 2000, p. 150, un'attenta interpretazione degli obiettivi prefissati da tali disposizioni consentirebbe di comprendere che il vero compito istituzionale preservato alla commissione di vigilanza risulta essere è la tutela degli investitori: "segno che anche le altre indicazioni...sono in qualche modo strumentali a quella finalità primaria". G. DE MINICO, *Antitrust e CONSOB. Obiettivi e funzioni*, Cedam, Padova, 1997, sostiene che i compiti della CONSOB sono funzionalizzati in primis a rendere attraenti i mercati finanziari. Il bene tutelato, secondo l'autrice, non è la tutela dell'investitore, ma l'efficienza del mercato: perfino il diritto alla consapevolezza del contrarre sarebbe non il fine ultimo, ma solo uno strumento per garantire lo sviluppo della finanza. La stessa Autrice ammette però che "come...la posizione individuale del risparmiatore si è rilevata funzionale al conseguimento dell'efficienza, così questa, una volta raggiunta, procurerà benefici anche ai consumatori".



---

gestione accentrata<sup>82</sup>.

Funzioni che saranno esaminate nel dettaglio in prosieguo, ma che si atteggiavano diversamente in relazione alle differenti finalità cui è orientata l'attività della CONSOB nei tre ambiti principali ad essa affidati: la vigilanza sugli intermediari, sugli emittenti e sui mercati.

## 1.12 GLI OBIETTIVI DELLA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

In relazione agli intermediari<sup>83</sup>, i quali si frappongono tra le imprese emittenti e gli investitori e che a loro volta si suddividono a seconda se sono abilitati all'esercizio di servizi d'investimento<sup>84</sup> ovvero alla gestione collettiva

---

<sup>82</sup> S. CASSESE, La nuova costituzione economica, cit pag. 111, evidenzia come "la Commissione nazionale per le società e la borsa è dotata tutti i tipi di poteri dello Stato".

<sup>83</sup> I singoli poteri attribuiti alla CONSOB saranno esaminati successivamente: basta per ora considerare che il TUF qualifica prima di tutto la vigilanza nelle sue articolazioni – regolamentare (art. 6), informativa (art. 8) ed ispettiva (art. 10) - in relazione a tutti i soggetti abilitati, indipendentemente dal fatto che essi svolgano servizi d'investimento o gestione collettiva del risparmio e differenzia i poteri, semmai, a seconda se l'intermediario sia singolo ovvero sia parte di un gruppo.

<sup>84</sup> I servizi d'investimento che saranno soggetti ad una modifica all'entrata in vigore della legge di attuazione della direttiva Mifid sono attualmente elencati all'art. 1 comma 5 del TUF che racchiude quali servizi d'investimento i seguenti servizi: (i) negoziazione per conto proprio; (ii) negoziazione per conto terzi; (iii) collocamento, gestione su base individuale di portafogli d'investimento per conto terzi; (iv) ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione. Tali attività costituiscono servizi d'investimento a due condizioni: devono avere ad oggetto "strumenti finanziari", il cui elenco è previsto dall'art. 1 comma 2 del TUF, e devono caratterizzarsi per la negoziabilità di tale species di prodotti finanziari. La riserva di attività sussistente per le SIM non preclude ad una pluralità di altri soggetti, e perfino alle società di gestione del risparmio, di prestare singoli servizi d'investimento. Vi sono criteri generali vevoli per tutti i servizi d'investimento: in materia di correttezza, trasparenza e diligenza - funzionali all'interesse del cliente e all'integrità dei mercati -, di informazione - come obbligo di pretenderla dal cliente e come obbligo di fornirla al cliente -, di conflitto d'interesse - sia volti a prevenire l'insorgenza dello stesso, sia funzionali a gestire l'eventuale sussistenza dello stesso -, di organizzazione interna - come strumento ex se e non solo in funzione della prevenzione dei conflitti d'interesse -, di salvaguardia dei diritti dei clienti. Accanto a tali criteri generali e alle regole generali concernenti i contratti da stipulare in relazione alla complessità dei servizi d'investimento, la normazione primaria e secondaria prevede poi regole speciali in relazione ad ognuno dei cinque singoli tipi di servizi d'investimento, nonché ai servizi che sono accessori ai servizi d'investimento elencati dall'art. 1 comma 6 del TUF.

---

del risparmio<sup>85</sup>, la vigilanza della CONSOB è preordinata alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti. Trasparenza e correttezza che, ai sensi dell'art. 5 del TUF, permeano il complesso di poteri di cui è titolare la CONSOB e si atteggiano a nuovi principi di costituzione materiale: rappresentano, infatti, i capisaldi di un sistema *market friend* fondato non già sulla programmazione ed il dirigismo, ma pur sempre bisognoso di un intervento pubblico volto a garantire l'informazione dei risparmiatori e la regolarità dei congegni. Un profilo che risulta palese alla luce della ripartizione su

---

<sup>85</sup> La gestione collettiva del risparmio, ai sensi dell'art. 1 comma 1 lettera n del TUF consiste nella promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento e nell'amministrazione dei rapporti con i partecipanti, nonché nella gestione del patrimonio degli organismi di investimento collettivo del risparmio, di propria o altrui istituzione. Solo le società di gestione del risparmio - le quali per il TUF sono tuttavia abilitate anche alla gestione individuale e a quella dei fondi pensione - possono svolgere la promozione, la gestione ovvero entrambe le attività in relazione ad un organismo d'investimento collettivo del risparmio. A differenza dei servizi d'investimento e in particolare modo dalla gestione dei portafogli individuali, il fondo comune d'investimento è caratterizzato dalla gestione in monte dei risparmi di una platea degli investitori, risparmio che così viene a costituire un patrimonio autonomo suddiviso in quote: il rapporto contrattuale tra la società di gestione del fondo, che potrà o meno coincidere con la società di promozione dello stesso, e l'investitore titolare di una quota del patrimonio è disciplinato a livello negoziale dal regolamento del fondo. I fondi comuni d'investimento sono a loro volta soggetti ad una tripartizione. Il primo gruppo consiste nei fondi aperti dove gli investimenti sono posti in essere unicamente in strumenti finanziari e depositi bancari e si caratterizzano per la facoltà che ha il risparmiatore di disinvestire ad libitum: essi si distinguono a loro volta a seconda se sono "armonizzati" ovvero "non armonizzati". Il secondo gruppo, invece, consiste nei fondi chiusi: le loro caratteristiche consistono nella possibilità, da parte del risparmiatore, di disinvestire solo in corrispondenza di determinate scadenze - ciò che consente alla società di gestione di poter parametrare gli investimenti anche a medio e lungo termine - e nella possibilità di avere ad oggetto anche immobili. Trasversali a questi due gruppi, potendo essere aperti o chiusi, sono i fondi speculativi - con un numero di partecipanti minore di duecento, un investimento minimo di cinquecentomila Euro, la necessità di una società di gestione di risparmio ad hoc - e probabilmente i fondi garantiti, introdotti dal D.M. 47/2003, che sono tali perché garantiscono la restituzione dell'investimento ovvero, accanto ad esso, anche di un minimo di rendimento. Il terzo gruppo di fondi comuni d'investimento è costituito dai fondi riservati agli investitori qualificati: per F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giapicchielli, Torino, 2004, non è escluso che anche i fondi riservati possano essere garantiti. Accanto ai fondi comuni d'investimento, il secondo organismo d'investimento collettivo è costituito dalle SICAV. Le SICAV, a differenza delle società di gestione del risparmio, non possono compiere gestione individuale del risparmio e la loro caratteristica consiste nel fatto che l'investitore è nel contempo socio della società che gestisce il patrimonio, potendo così incidere sulle strategie d'investimento con il proprio voto: ne consegue la coincidenza di capitale e patrimonio. M. BESSONE, *Imprese e società*, La terza, Bari, 2001, p. 184, nota come le SICAV abbiano il capitale variabile in due sensi: variano le adesioni, essendo continua l'emissione di azioni, e ogni

---

base teleologica, e non soggettiva, di competenze con la Banca d'Italia. Quest'ultima è stata storicamente abilitata alla vigilanza sul fenomeno dell'intermediazione, e alla luce della correlazione che l'art. 5 attua fra trasparenza e correttezza dei comportamenti da una parte e sana e prudente gestione dei soggetti abilitati dall'altra. Se poi si considera la strumentalità della vigilanza complessiva sugli intermediari, la tutela degli investitori, la stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario risulta in tutta la sua complessità la complementarità dei poteri espliciti da CONSOB e Banca d'Italia e la funzionalità di un sistema fondato su intelligibilità, fiducia e *fair-dealing* all'implementazione dei mercati, allo sviluppo della concorrenza, alla garanzia dei risparmiatori.

### **1.13 GLI OBIETTIVI DELLA VIGILANZA SUGLI EMITTENTI**

In relazione agli emittenti<sup>86</sup>, soggetti generalmente in deficit che ricorrono ai mercati mobiliari per acquisire finanziamenti, la CONSOB assume praticamente il monopolio della vigilanza: vigilanza che, anche per la strategica rilevanza assunta dalle società con titoli quotati o altrimenti diffusi nell'ambito del rapporto intercorrente tra economia finanziaria ed economia reale, si

---

azionista ha la facoltà di disinvestire senza essere vincolato a scadenze prestabilite.

<sup>86</sup> Per emittenti s'intendono prima di tutto le società con titoli quotati, che accedono al mercato collocando i propri prodotti finanziari: come si vedrà, la riforma societaria introdotta con il d. lgs. 6/2003 ha stabilito regole valedoli per le stesse società quotate, regole che tuttavia si applicano solo in assenza di una disciplina specifica presente nel TUF. Quest'ultimo prevede, infatti, norme particolari: l'obbligo di comunicare le partecipazioni superiori al 2% del loro capitale ovvero la detenzione in determinati casi di strumenti finanziari che attribuiscono voti rilevanti, l'obbligo di comunicare la partecipazione di società quotate superiore al 10% del capitale di una società non quotata, divieti in relazione alle partecipazioni incrociate, previsione di azioni di risparmio e dunque prive del diritto di voto, istituzione delle società di revisione, limiti alle sollecitazioni di voto e alle raccolte di voto, abbassamento di taluni quorum per consentire maggiori poteri alle minoranze, condizioni per i patti parasociali. Il d. lgs. approvato il 29 gennaio 2004, di raccordo tra il TUF e la riforma societaria, adegua la normazione ai diversi modelli societari (tradizionale, monistico, dualistico), alle diverse categorie di azioni oggi previste e agli altri strumenti partecipativi introdotti dal codice civile.

---

esercita ai sensi dell'art. 91 del TUF "avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali". La CONSOB, dunque, regola ed esamina l'adeguatezza dell'informazione societaria e, mediante la realizzazione di una pluralità di attività, garantisce la trasparenza circa la natura e la qualità di emittenti e prodotti finanziari. In tale ambito, collocato nella parte quarta del TUF, è disciplinato l'appello al pubblico risparmio: se in relazione alle sollecitazioni d'investimento<sup>87</sup> viene ribadita la necessità di un controllo in grado di mettere il risparmiatore non professionale nelle condizioni cognitive di pervenire ad un giudizio consapevole, l'attività della CONSOB in materia di offerte pubbliche d'acquisto e di scambio è funzionalizzata ad obiettivi anche ulteriori rispetto alla trasparenza. La disciplina complessiva delle OPA<sup>88</sup>, infatti, è orientata anche alla tutela della parità di trattamento

---

<sup>87</sup> La sollecitazione all'investimento sarà affrontata più dettagliatamente in seguito, atteso il ruolo di *rule maker* rivestito dalla CONSOB e il problema del controllo della stessa in relazione al prospetto informativo: quest'ultimo rappresenta la maggiore estrinsecazione degli obblighi di *disclosure* ed informazione connessi alla sollecitazione all'investimento. Basti per ora ricordare che, ai sensi dell'art. 1 lett. t del TUF è sollecitazione all'investimento ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita e alla sottoscrizione di prodotti finanziari. Meritano di essere segnalati, nell'ambito di questa definizione, la necessità che la sollecitazione sia rivolta in *incertam personam* e la circostanza che essa abbia ad oggetto un qualsivoglia prodotto finanziario, che ex art. 1 comma 1 lettera u è nozione più vasta di quella di strumento finanziario, ricomprendendo anche ogni altra forma di investimento di natura finanziaria con la sola esclusione dei depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari. Va segnalato, ancora, che esulano dalla nozione di sollecitazione all'investimento la raccolta di depositi bancari o postali realizzata in assenza di emissione di strumenti finanziari e la diffusione di indagini di mercato e notizie preventive alla pubblicazione del prospetto, mentre ex art. 100 del TUF - pur rientrando nella nozione di sollecitazione - sono escluse dalla correlativa disciplina le attività che hanno come destinatari investitori professionali ovvero che hanno come oggetto prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione e prodotti finanziari emessi da banche, a determinate condizioni.

<sup>88</sup> Basta per ora accennare al fatto che OPA e OPAS erano prima disciplinate, unitamente alla sollecitazione alla vendita, nell'ambito delle sollecitazioni al pubblico: il TUF, invece, ne fornisce una disciplina apposita, finalizzata ad obiettivi anche differenti da quelli cui sono funzionalizzate le regole della sollecitazione all'investimento. In particolare, per l'art. 1 comma 1 lettera v è offerta pubblica d'acquisto o di scambio "ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari" e che abbia un numero di destinatari ed un ammontare superiori a quello disciplinato con regolamento CONSOB. La disciplina delle OPA si applica in relazione alla vasta nozione di prodotto finanziario e per larga

---

degli azionisti - finalità che tuttavia è garantita senza ripudiare la scelta non interventista del controllo statale, ma attraverso regole che consentono di "monetizzare il dissenso dell'azionista"<sup>89</sup> -, mentre la regolamentazione dell'OPA obbligatoria assume inoltre una finalità redistributiva dei vantaggi derivanti dal trasferimento del controllo sulle società quotate. Finalità, quella redistributiva, essenzialmente di tutela della minoranza nell'OPA totalitaria<sup>90</sup>, sostanzialmente di tutela della liquidità dei prodotti finanziari nell'OPA residuale<sup>91</sup>.

---

parte regola sia le società quotate e sia le società non quotate. In particolare, la trasparenza - che si manifesta nella preventiva comunicazione alla CONSOB, nella pubblicazione di un documento, nella possibilità della CONSOB di richiedere informazioni integrative e particolari modelli di pubblicazione, nell'osservanza delle regole della Commissione circa la correttezza dell'operazione - è funzionale a "consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta" (art. 102 del TUF): va notato come risulta valorizzato il principio di costituzione materiale della trasparenza, che in questa occasione serve a tutelare con l'informazione chi è già possessore di prodotti finanziari di fronte alle scalate societarie. E tuttavia, ancor più che nelle sollecitazioni all'investimento, alla finalità della trasparenza si affianca quella della parità di trattamento: condizione per l'offerta, ai sensi dell'art. 103 del TUF, è che essa sia "rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari di prodotti finanziari che ne formano oggetto", espressione del principio di *market equalitarism* di cui all'art. 92 dello stesso TUF. La disciplina in materia di OPA, inoltre, propone un delicato contemperamento tra i numerosi interessi presenti in caso di scalata con la regolamentazione della *passivity rule* delle società con azioni quotate, prevista dall'art. 104 del TUF e, ancora, dalla normazione secondaria della CONSOB. Sono precisate accuratamente, infatti, le rigide condizioni con cui la società "bersaglio" può "compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento dell'offerta": necessaria, infatti, è una deliberazione della assemblea realizzata con un quorum elevato (30% del capitale) e corrispondente a quello necessario per l'avvio dell'OPA totalitaria. Si estromettono, così, gli amministratori dalla facoltà di adottare autonomamente misure difensive rispetto all'offerta ritenuta ostile.

<sup>89</sup> Così F. CAPRIGLIONE e G. MONTEDORO, *Società e borsa (CONSOB)*, cit, i quali sottolineano come la parità di trattamento sia un grimaldello per "rendere indolori le scalate": la CONSOB "costituisce la cornice informativa, ma la struttura del mercato" è pur sempre "decisa dalle scelte dei risparmiatori", nei cui confronti le regole e l'attività amministrativa si limitano a consentire il "dispiegarsi con modalità eque e convenienti".

<sup>90</sup> La disciplina dell'OPA totalitaria concerne le società con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani - e, in futuro, anche categorie di azioni diverse con voti rilevanti - e si prefigge come scopo, ulteriore a quello della trasparenza e della parità di condizioni, la tutela della minoranza. E così, ai sensi dell'art. 106 del TUF e salvo le eccezioni previste dalla CONSOB, "chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere", anche di concerto una partecipazione superiore al 30% ha l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni dell'emittente quotate nel mercato regolamentato di riferimento.

<sup>91</sup> L'obbligo di promuovere un'OPA sulla totalità delle azioni con diritto di voto rilevante, ai sensi delle condizioni dettate dall'art. 108 del TUF, spetta a "chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento" delle azioni (solo) ordinarie

---

## 1.14 GLI OBIETTIVI DELLA VIGILANZA SUI MERCATI

La vigilanza sui mercati regolamentati<sup>92</sup>, che la CONSOB svolge compatibilmente con le attività esercitate dalla Banca d'Italia e con i poteri trasferiti alle società di gestione dei mercati stessi, ai sensi dell'art. 74 del TUF è ancora una volta finalizzata a garantire la trasparenza e la tutela degli investitori, oltre all'ordinato svolgimento delle negoziazioni<sup>93</sup>.

Le forme di esplicazione della vigilanza nei confronti dei mercati regolamentati si distinguono a seconda se attengono ai mercati in quanto tali ovvero alle imprese che li gestiscono: si tratta in ogni caso di manifestazioni a volte penetranti e caratterizzate dall'atipicità, sulla cui misura si gioca l'effettività della privatizzazione avviata con il decreto Eurosim. La vigilanza sui mercati non regolamentati, invece, è preordinata solo alla tutela degli investitori<sup>94</sup>.

---

una società quotata se non ricostituisce un regolare flottante entro 120 giorni idoneo a garantire il regolare andamento delle negoziazioni.. E' evidente come la ratio sia la tutela dell'investitore che "viene a trovarsi nelle condizioni di non poter più disporre di un mercato liquido ed efficiente sul quale mobilitare i propri titoli". Così F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit, il quale sostiene che la finalità dell'OPA residuale è ripristinare le condizioni di liquidità degli strumenti finanziari e "il regolare andamento delle negoziazioni". Finalità analoga, dunque, al diritto di acquisto previsto dall'art. 104 del TUF a carico di "chiunque, a seguito di un'offerta pubblica avente ad oggetto la totalità delle azioni con diritto di voto" e della previa dichiarazione di volersi avvalere di tale diritto di opzione, "venga a detenere più del novantotto per cento di tali azioni": anche qui lo scopo è ripristinare la liquidità degli strumenti, ma, trattandosi di cessione coattiva, è manifesta la ratio di annichilire i condizionamenti della minoranza.

<sup>92</sup> La CONSOB, ai sensi dell'art. 78 del TUF, esercita anche una vigilanza *minor generis* sui mercati non regolamentati: in questo caso finalità precipua è la "tutela degli investitori".

<sup>93</sup> Si tratta di competenza che, almeno limitatamente alla borsa-valori, è storicamente affidata alla CONSOB, quantunque prima la Commissione la esercitasse congiuntamente ad altri soggetti specificatamente istituiti a tale scopo. Si tratta, inoltre, di materia fortemente incisa dalla privatizzazione e dall'apertura alla concorrenza avviata con il decreto EUROSIM: la disciplina, infatti, è in larga parte sottratta ai regolamenti eteronomi della CONSOB, fonti del diritto, ed è affidata ai regolamenti della società di gestione del mercato, espressione di autonomia negoziale. Le attività di vigilanza sono parzialmente dissimili a seconda se vengono esercitati sulla società di gestione del mercato ai sensi dell'art. 73 del TUF, ovvero sui mercati regolamentati in quanto tali ai sensi dell'art. 74 del TUF.

<sup>94</sup> Paradigmatico risulta essere il terzo comma dell'art. 74 del TUF: "in caso di necessità e

---

## CAPITOLO 2

### PROFILI AMMINISTRATIVI E CIVILI RELATIVI AI POTERI E AI COMPITI AFFIDATI ALLA CONSOB

#### 2.1 ASPETTI AMMINISTRATIVI IN CAPO ALLA COMMISSIONE DI VIGILANZA DEI MERCATI FINANZIARI

##### 2.1.1 La CONSOB-Amministrazione

Se è vero che il tratto distintivo della Commissione è costituito dal potere regolamentare e che la figura dell'atto amministrativo generale è assolutamente recessiva rispetto a quella dell'atto normativo, è anche vero che è soprattutto il potere amministrativo ad essere ontologicamente correlato all'esercizio della vigilanza. L'Autorità di vigilanza svolge, infatti, sui mercati finanziari praticamente la totalità delle funzioni che una Pubblica Amministrazione potrebbe dispiegare<sup>95</sup>. Nella generalità dei casi gli atti amministrativi della CONSOB sono dotati di imperatività ed esecutività, ma non mancano, come accade anche in relazione al potere normativo, espressioni di moral suasion<sup>96</sup>. Nella generalità dei casi, inoltre, l'esplicazione delle at-

---

urgenza, la CONSOB", ovvero il suo presidente o il suo facente funzioni, "adotta, per le finalità indicate al comma 1 (vale a dire trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni, tutela degli investitori) i provvedimenti necessari, anche sostituendosi alla società di gestione". Critici nei confronti di tali attribuzioni alla CONSOB sono F. CARRIGLIONE e G. MONTEDORO, Società e Borsa (CONSOB), cit, i quali sostengono che tali potestà "finiscono col ridurre la portata innovativa del sistema di autoregolazione, da cui sarebbe dovuto invece determinare un ridimensionamento del ruolo" della Commissione. "Il tenore" della vigilanza della CONSOB sui mercati, secondo i due autori, "è tale da suscitare notevoli perplessità circa la reale affermazione di una logica di privatizzazioni" e, dunque, da compromettere il principio di sussidiarietà che ne è sotteso.

<sup>95</sup> La CONSOB autorizza e devolve poteri, è destinataria di informazioni, acquisisce notizie, svolge ispezioni, ordina e dirige, vieta, si sostituisce ai privati, è legittimata ad impugnare, emette provvedimenti cautelari, sanziona o propone provvedimenti afflittivi, suggerisce, cura la tenuta di albi, comunica e stipula accordi.

<sup>96</sup> Si tratta di manifestazioni di dubbia natura ed intensità, che generano non pochi problemi di giustiziabilità: non sono mancate pronunce giurisprudenziali che hanno ricondotto tutti gli atti non tipizzati, anche quelli di natura amministrativa, all'esercizio della

---

tività amministrative è fortemente procedimentalizzata<sup>97</sup>, ancorché talune fattispecie siano contraddistinte da un forte contenuto di discrezionalità tecnica: salvo, poi, interrogarsi circa l'ibrida natura cui si riferisce tale formula ed il grado di scientificità presente nell'attività della CONSOB<sup>98</sup>. Esistono, ancora, casi in cui la CONSOB è obbligata a compiere determinate attività ed altri in cui, invece, ha un margine di discrezionalità sull'an. Infine, va evidenziato come, oltre alle attribuzioni amministrative previste dal TUF, numerosi sono anche i compiti che la CONSOB svolge in virtù della disciplina che promana dai suoi stessi regolamenti.

### 2.1.2 Le funzioni autorizzative e concessive

Uno dei caratteri peculiari in capo alla Consob risulta essere il potere autorizzativo, che riveste un compito trasversale ad altri paradigmi di amministrazione<sup>99</sup>. Nella maggior parte dei casi, in coerenza con i principi di libero mercato e di concorrenza, si traduce in una e vera e propria autorizzazio-

---

“supremazia pubblicistica” sulla base degli artt. 5, 74 e 91 del TUF, disposizioni che affermano il generico potere di vigilanza rispettivamente su intermediari, mercati ed emittenti. Così A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, cit, p. 2967.

<sup>97</sup> A volte ben più degli standard richiesti dalla l. 241/1990.

<sup>98</sup> F. CAPRIGLIONE e G. MONTEDORO, in Encicl. Del Dir. Aggiorn. VI. *Società e borsa (CONSOB)*, p. 1043, negano che la formula discrezionalità tecnica possa esprimere compiutamente la natura degli atti che richiedono un particolare grado di expertise: “anche la neutralità tecnica è un moderno feticcio...la morte della discrezionalità amministrativa può dirsi ancora lontana, laddove la neutralità tecnica è apparsa un'araba fenice”. Secondo i due autori sarebbe più opportuno parlare di “aspirazione tendenziale a un diritto calcolabile”: infatti, un certo grado di comparazione di interessi è insopprimibile perfino nelle scelte a più alto contenuto tecnico. P. CIOCCA, *Vigilanza: una o più istituzioni?*, in Banca Impresa e Società; 2001,n.3, pp. 429 ss., ha invece sostenuto che il grado di tecnicità esercitato dalla CONSOB nella vigilanza sulla trasparenza è molto meno marcato di quello che contraddistingue il controllo di stabilità della Banca d'Italia.

<sup>99</sup> Il potere autorizzativo involge quasi sempre complessi poteri di accertamento, informativi ed acquisitivi, propedeutici alla valutazione sulla presenza dei requisiti necessari per ottenere le autorizzazioni. Inoltre, è spesso implicito negli accertamenti necessari per l'iscrizione dei soggetti abilitati negli albi tenuti dalla CONSOB, come prevede l'art. 31 comma 5 del TUF in relazione ai promotori.



---

ne<sup>100</sup>, mentre in talune occasioni sporadiche il confine con il potere concessorio è particolarmente labile. La CONSOB, tra le tante attribuzioni del TUF<sup>101</sup>, autorizza l'esercizio dei servizi d'investimento da parte di una SIM<sup>102</sup> (art. 19), l'esercizio dei mercati regolamentati (art. 63, comma 1) ed

---

<sup>100</sup> Vale a dire licenza attribuita a seguito della verifica di diritti preesistenti e disponibile per la generalità dei soggetti titolari di determinate caratteristiche. Alla luce dell'impianto comunitario, fondato sull'economia di mercato, nella maggior parte dei casi deve escludersi la natura concessoria, che presuppone invece il conferimento ex autoritate di capacità, potestà e diritti mediante trasferimento a privati di poteri dello Stato o di enti pubblici. Profilo che non era considerato dirimente alla vigilia del Trattato di Maastricht, se è vero che F. PIGA, *Conclusioni*, in *L'istituzione e la legge penale*, cit, p. 240, affermava trattarsi di lana caprina: "potremo... parlare di autorizzazione, di concessione, di elemento integrativo della fattispecie o di atto complesso, ma il certo è che, con un prospetto che persegue finalità delittuose...dalla Consob non si passa".

<sup>101</sup> Tra le altre autorizzazioni, in materia di intermediazione la CONSOB autorizza un'impresa extracomunitaria di servizi di investimento ad aprire il primo stabilimento in Italia ovvero a prestare servizi d'investimento senza succursali (art. 28, commi 1 e 2) ed autorizza le azioni civili contro il commissario nominato in vece dell'organo di amministrazione della SIM (art. 53, comma 4). In materia di mercati, la Commissione: approva le modificazioni del regolamento del mercato (art. 63, comma 2); "convalida" mercati esteri diversi da quelli riconosciuti ex lege (art. 67, comma 2); conferisce il nulla osta alla richiesta di riconoscimento da parte di Autorità extracomunitarie delle società di gestione italiane (art. 67, comma 3). In materia di sollecitazione, autorizza gli offerenti italiani a richiedere il riconoscimento del prospetto all'estero (94, comma 4). Per ciò che concerne gli emittenti, sono sostanzialmente autorizzazioni il riconoscimento di un prospetto di quotazione approvato in altro Paese dell'UE (art. 113, comma 3), la dispensa dagli obblighi informativi per gli emittenti strumenti quotati all'estero (art. 116), la dispensa a società italiane con strumenti quotati solo in altri Paesi dell'UE circa le regole sugli assetti proprietari (art. 124). Numerosi sono, inoltre, i poteri attribuiti alla CONSOB per via del rinvio alla parallela disciplina del TUB operato dagli art. 75 e 83 del TUF, in caso di scioglimento rispettivamente della società di gestione del mercato e della società di gestione accentrata degli strumenti: la Commissione può autorizzare proroghe della procedura di scioglimento, può autorizzare i commissari a convocare assemblea ed altri organi e dare il placet alle azioni civili contro i commissari stessi, ma può anche approvare il bilancio a chiusura dell'esercizio. Come evidenzia M. CLARICH, *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, p. 59, la previsione in determinati casi – ad esempio, quello dell'art. 116 del TUF – di un potere autorizzatorio generale trascolora spesso in vero e proprio potere normativo.

<sup>102</sup> Si tratta di autorizzazione all'esercizio dei servizi d'investimento, non anche all'esistenza della SIM e alla sua iscrizione nel Registro delle imprese. L'autorizzazione presuppone l'accertamento della presenza delle condizioni presenti al primo comma dell'art. 19 del TUF: si prevede il meccanismo del silenzio-assenso. Dalla riforma del 2004 il TUF prevede come requisito anche l'illustrazione del programma sull'assetto gestionale, onde verificare la congruità del modello societario prescelto. A conferma dell'interrelazione tra potere autorizzatorio e potere acquisitivo, l'art. 9 del regolamento 11522/98 stabilisce che la CONSOB può chiedere ulteriori informazioni a qualunque soggetto, anche estero, per riscontrare la presenza dei requisiti. La CONSOB deve anche accertare i presupposti atti a garantire la "sana e prudente gestione": la formula è eccessivamente generica per F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit, p. 92.

---

i prospetti per la sollecitazione all'investimento riguardante prodotti non quotati né diffusi (art. 94)<sup>103</sup>. In materia di OPA e OPAS, una sostanziale autorizzazione è quella prevista dal TUF per il documento destinato alla pubblicazione (art. 102)<sup>104</sup> e lo è anche l'esenzione all'OPA totalitaria prevista in presenza di OPA o OPAS preventiva (art. 107, comma 1 lett. c)<sup>105</sup>.

Non mancano casi in cui è la CONSOB stessa, nella fattispecie partecipando al potere normativo di Banca d'Italia, che può contribuire ad auto-attribuirsi il potere di autorizzare determinate attività: è il caso del servizio di compensazione e liquidazione sulle operazioni concernenti strumenti finanziari non derivati (art. 69 del TUF)<sup>106</sup>.

Il TUF stabilisce altresì dei poteri devolutivi solo latamente autorizzatori, perché, dipendendo dalla discrezionalità sull'an e sul quomodo della CONSOB, sono riconducibili meglio al potere concessorio: si tratta della possibilità di devolvere compiti alla società di gestione del mercato (art. 64 lett. f; art. 113 comma 2 lett. c del TUF)<sup>107</sup>, di autorizzare un'altra società di gestione a governare le negoziazioni, dopo lo scioglimento della società originaria e dopo l'impulso in tal senso dato dalla stessa CONSOB (art. 75, comma 4)<sup>108</sup>, e di avvalersi per la tenuta dell'albo dei promotori di un organismo suggerito dalle associazioni professionali (art. 31, comma 4)<sup>109</sup>.

---

<sup>103</sup> Con termini diversi a seconda se oggetto sono prodotti quotati e diffusi o no.

<sup>104</sup> Il requisito è contenere informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio.

<sup>105</sup> Tra le altre condizioni, quella di aver lanciato un'OPA o un'OPAS sul 60% delle azioni quotate in mercati regolamentati che attribuiscono il diritto di voto in materie rilevanti.

<sup>106</sup> Ed esistono casi, poi, in cui i requisiti necessari per ottenere l'autorizzazione sono stabiliti proprio con regolamento CONSOB, come per la società di gestione accentrata (art. 80, comma 9 del TUF): si tratta del capitale minimo, di onorabilità e professionalità, di categorie soggettive, di modalità di tenuta dei conti, di caratteristiche della registrazione.

<sup>107</sup> Possono essere devoluti in particolare il compito del controllo del prospetto per sollecitazioni all'investimento (art. 94, comma 5) e quelli opportuni per garantire il buon funzionamento del mercato (art. 114).

<sup>108</sup> La CONSOB ha un ruolo attivo nel favorire gli accordi volti al trasferimento, proprio per garantire la continuità delle negoziazioni.

---

### 2.1.3 Le funzioni informative

Il potere che maggiormente caratterizza la CONSOB è quello informativo, in coerenza con la missione di tutela della trasparenza<sup>110</sup>: sono davvero numerosissimi i casi in cui il TUF individua nella Commissione il soggetto destinatario di informazioni, dati, notizie o comunicazioni<sup>111</sup>. Si tratta di informazioni che vanno trasmesse alla CONSOB autonomamente, essendo già state individuate dalla legge, ovvero su richiesta della Commissione stessa<sup>112</sup>.

Già in via generale è prevista, in determinati casi, la possibilità di scambio di informazioni con amministrazioni e magistrati<sup>113</sup>, con organismi di amministrazione dei sistemi d'indennizzo e di compensazione e con società di gestione del mercato, nonché l'obbligo di amministrazioni ed enti di informare la CONSOB (art. 4 del TUF). In materia d'intermediazione il TUF ascrive alla CONSOB, tra le altre potestà<sup>114</sup>, quella di chiedere notizie al soggetto abilitato e all'organo di controllo: organo che, assieme alla società di revisione, è tenuto a stringenti vincoli di segnalazione<sup>115</sup>. Specifici obblighi

---

<sup>109</sup> Al genus dei poteri latamente concessori ci si può riferire altresì per la potestà di elevare per singole società la soglia sufficiente ad obbligare all'OPA residuale (art. 112 del TUF), che normalmente deve essere superiore al 90% delle azioni ordinarie.

<sup>110</sup> Si tratta di una funzione essenziale, presupposto fondamentale per l'esercizio degli altri poteri amministrativi ed anche per non incorrere nei rischi di cattura ed asimmetria informativa nell'attività di rule making

<sup>111</sup> Profilo già evidente anche in qualità di momento propedeutico per l'esercizio del potere autorizzatorio.

<sup>112</sup> In quest'ultimo caso, può trattarsi di comunicazioni obbligatorie in via generale, perché ad esempio previste dai regolamenti, ovvero in via particolare, e in questo caso la richiesta da parte della CONSOB è espressione di potere acquisitivo e rappresenta una species del potere ordinatorio.

<sup>113</sup> In materia di liquidazioni e fallimenti.

<sup>114</sup> Altri casi sono: la richiesta di notizie ai soggetti del gruppo o collegati con rapporti partecipativi alle società d'intermediazione (art. 12 comma 3); l'obbligo di comunicare acquisti e cessioni nella partecipazione qualificata di tali società, nonché le successive variazioni (art. 15, comma 3); la possibilità di richiedere a tali società e a chi partecipa al loro capitale i nomi dei soci, ai loro amministratori i soggetti controllanti e alle fiduciarie i nomi dei fiducianti (art. 17).

<sup>115</sup> Basti pensare all'obbligo di collegio sindacale, consiglio di sorveglianza e comitato per il controllo del soggetto abilitato e del suo gruppo di informare su irregolarità e violazioni. Anche la società di revisione ha il dovere di comunicare irregolarità e operazioni sospet-

---

sono previsti dal TUF, inoltre, per servizi d'investimento<sup>116</sup> e gestione collettiva<sup>117</sup>, mentre cospicuo è anche il flusso di dati, informazioni e notizie in materia di mercati<sup>118</sup>, a partire da quelli della società di gestione concernenti le violazioni del regolamento del mercato (art. 64). Rilevantissimi obblighi informativi sono previsti dal TUF sia per chi realizza sollecitazioni all'investimento e OPA<sup>119</sup>, sia per gli emittenti<sup>120</sup>: in questi casi, inoltre, la

---

te (art. 8): si tratta di notizie che possono pregiudicare la continuità dell'impresa o comportare un giudizio non positivo su bilanci e prospetti periodici. Si tratta di un canale suscettibile di riforma, atteso che proprio l'inefficienza dei "presidi endosocietari" - il primo stadio dei controlli - ha influito sui recenti scandali finanziari.

<sup>116</sup> Per i servizi d'investimento, le società ammesse al mutuo riconoscimento devono comunicare il primo esercizio della libertà di stabilimento o di quella di libera prestazione dei servizi (art. 27) e la CONSOB può chiedere dati, notizie e atti a promotori e società che se ne avvalgono per l'offerta fuori sede (art. 31). E, ancora, la Banca d'Italia è tenuta ad una serie di comunicazioni alla CONSOB concernenti le banche che esercitano attività d'intermediazione mobiliare secondo la disciplina del TUB: deve comunicare riconoscimenti a banche comunitarie ed autorizzazioni a banche extracomunitarie, rispettivamente del diritto di stabilimento (art. 15 del TUB) e di prestazione dei servizi (art. 16 TUB), e analoga disciplina è prevista per le società finanziarie ammesse al mutuo riconoscimento (art. 18 TUB). Inoltre, la Banca d'Italia deve notificare la CONSOB sulle comunicazioni, provenienti da Autorità straniere, concernenti la cooperazione nell'attività ispettiva verso le banche.

<sup>117</sup> Particolarmente incisivo è il flusso informativo verso la CONSOB in materia di fondi d'investimento, le cui norme in parte sono richiamate dalle disposizioni sulle SICAV: la Banca d'Italia comunica l'iscrizione delle SGR (art. 35); organi di gestione e di controllo della banca depositaria comunicano le irregolarità (art. 38, ultimo comma, anche in materia di SICAV); gli organismi d'investimento collettivo comunicano l'offerta di quote di fondi armonizzati e possono essere obbligati ad altre notizie; analoga possibilità è prevista per i fondi non armonizzati autorizzati, che sono anche sottoposti ai fitti obblighi informativi dell'art. 8 (art. 42, anche in materia di SICAV). Altri obblighi sono presenti specificamente per le SICAV: la Banca d'Italia trasmette la notizia delle iscrizioni all'albo (art. 44 del TUF) e l'organo di gestione della SICAV trasmette la delibera di scioglimento (art. 48, comma 2 del TUF).

<sup>118</sup> La CONSOB è destinataria di numerose informazioni in materia di mercati regolamentati: le sono comunicati acquisti e cessioni di partecipazioni nella società di gestione del mercato da parte degli acquirenti (art. 61, comma 6), i collegamenti telematici da parte delle società di gestione (art. 67, ultimo), dati e notizie richiesti in materia di società di gestione e di mercati da parte delle società di gestione stessa (art. 73 e 74 comma 2), iniziative per le procedure concorsuali di tali società da parte del cancelliere (art. 75, comma 6), notizie richieste sui sistemi di liquidazione e compensazione, da parte di chi li gestisce (art. 77). Inoltre, la Commissione può richiedere dati, notizie e documenti sugli scambi nei mercati non regolamentati (art. 78) e - come per i mercati regolamentati - le vanno comunicati acquisti e cessioni di partecipazioni nella società di gestione accentrata (art. 80, comma 7), nonché i dati, le notizie, gli atti e i documenti inerenti richiesti dalla stessa CONSOB (art. 82, comma 1).

<sup>119</sup> La CONSOB è destinataria della previa comunicazione della sollecitazione, con prospetto allegato (art. 94, comma 1), così come della previa comunicazione di OPA e OPAS, con documento allegato (art. 102, comma 1); sempre in relazione alla sollecita-

---

CONSOB può richiedere che siano rese note informazioni rilevanti per il pubblico ulteriori rispetto a quelle price sensitive (art. 114 del TUF) e che le siano comunicati dati e notizie; può acquisire notizie da organi di amministrazione e di controllo e dai revisori anche dei soggetti che hanno una partecipazione rilevante o che partecipano ad un patto parasociale; può, infine, chiedere i nomi di coloro i quali partecipano al capitale delle società e dei fiduciari (art. 115 del TUF)<sup>121</sup>. Se l'organo di controllo delle società emittenti deve informare la CONSOB delle irregolarità<sup>122</sup>, rilevanti sono le comunicazioni all'Autorità di vigilanza a cui sono tenute le società di revisione degli emittenti (artt. da 155 e ss. Del TUF), degli intermediari (art. 9, comma 1) e delle società di gestione del mercato (art. 61, comma 9)<sup>123</sup>.

---

zione all'investimento, le vanno trasmessi gli annunci pubblicitari (art. 101); nel caso di fondato sospetto circa la violazione di norme sulla sollecitazione e sull'OPA, inoltre, dispone di un vastissimo potere di richiesta verso i sospettati, nonché verso gli acquirenti e i sottoscrittori (art. 97, comma 4; art. 102, comma 4). Verso acquirenti e sottoscrittori, tuttavia, tale potere non può essere esercitato dopo un anno rispetto alla relativa operazione.

<sup>120</sup> Com'è evidente, l'intelligibilità e la trasparenza – che si realizzano con l'informazione al pubblico, ma prima ancora alla CONSOB – sono particolarmente rilevanti in materia di assetti proprietari delle società going public: le partecipazioni con azioni quotate superiori al 2% in una società, le partecipazioni rilevanti detenute mediante altri strumenti che attribuiscono il diritto di voto su materie rilevanti, quelle superiori al 10% di una società quotata in una non quotata (art. 120), i patti parasociali che concernono il diritto di voto e quelli previsti dall'ultimo comma dell'art. 122, notizie, moduli e prospetti nella raccolta e nella sollecitazione delle deleghe di voto (art. 144) sono l'oggetto delle informazioni alla CONSOB.

<sup>121</sup> Gli artt. 97 (sollecitazione), 103 (OPA), 116 (emittenti di strumenti non quotati, ma diffusi) del TUF richiamano le disposizioni degli artt. 114, commi 3 e 4 e al 115, commi 1 lett. a, 2 e 3 (emittenti di strumenti quotati). L'art. 115 è richiamato anche dall'art. 144, che prevede la richiesta e l'assunzione di notizie da organi di gestione, organi di controllo e revisori per la raccolta e la sollecitazione di deleghe di voto. Particolare rilevanza assumono entrambi gli strumenti, come dimostra il largo utilizzo degli artt. 114 e 115 realizzato dalla CONSOB in relazione ai recenti scandali finanziari: P. PISCITELLO, in *Testo Unico della Finanza*, commentario a cura di G. CAMPOBASSO, Utet, Torino, 2005, p. 949, analizza la potestà della CONSOB di richiedere, con provvedimenti generali mirati, notizie necessarie per l'informazione al pubblico, ulteriori rispetto a quelle price sensitive previste dal primo comma dell'art. 114 e disciplinate con regolamento.

<sup>122</sup> Le notizie di irregolarità vanno trasmesse “senza indugio” dal collegio sindacale, dal consiglio di sorveglianza e dal comitato per il controllo (art. 149, comma 3).

<sup>123</sup> La società di revisione informa la CONSOB “senza indugio” dei “fatti ritenuti censurabili” e “immediatamente” del giudizio non positivo sul bilancio e sul rendiconto della società di gestione del fondo comune; deve adempiere alle richieste di dati, notizie, atti e deve comunicare modifiche di partecipazioni, amministratori, direttori generali, soci ed altre variazioni. Come ricorda L. CARDIA, *I rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati fi-*

---

Infine, va considerata la disciplina dell'*insider trading* (art. 180 del TUF) che verrà esaminata attentamente nel successivo capitolo.

#### 2.1.4 Le funzioni ispettive

La CONSOB esercita altresì il potere ispettivo<sup>124</sup>: si tratta di numerose attribuzioni<sup>125</sup>, che tuttavia nonostante le recenti modifiche apportate dalla l. 262/2005 dovrebbero essere ulteriormente incrementate, alla stregua di quanto accaduto in altri Paesi Europei anche mediante un allargamento del personale della stessa commissione e tramite una integrazione di carattere più stringente con la Guardia di Finanza. Non appare sufficiente, infatti, il pur generalizzato potere di “effettuare ispezioni”, con il solo limite delle materie di competenza, previsto dall’art. 10 comma 1 in relazione a tutto il fenomeno dell’intermediazione<sup>126</sup>: compito che la Commissione può svolg-

---

*nanziari e la tutela del risparmio*, cit., “la Consob si attiva principalmente sulla base di segnalazioni ricevute da sindaci e revisori” ed il suo intervento “è volto ad assicurare la chiusura del sistema dei controlli, che comprende anche la possibilità per la Consob” di sanzionare sindaci e revisori medesimi.

<sup>124</sup> A tale potestà sono spesso riconnesse in maniera ancillare ulteriori ipotesi in cui le è accordato il potere di richiesta e di acquisizione di documenti ed atti.

<sup>125</sup> Ispezioni che, ai sensi del TUF, la CONSOB può effettuare sui soggetti che compiono offerte fuori sede e sui loro promotori (art. 31, comma 7), presso gli organismi esteri che offrono quote di fondi non armonizzati (art. 42, comma 7), presso SICAV estere che offrono prodotti in Italia (art. 50, comma 2). Analogo potere può essere esplicato presso le società di gestione del mercato in relazione alla vigilanza sulle società e sui mercati (artt. 73 e 74), presso i gestori di sistemi di compensazione, liquidazione e garanzia (art. 77), presso la società di gestione accentrata (art. 82), presso società che compiono sollecitazioni al pubblico (artt. 97 e 103), presso società emittente di strumenti quotati o diffusi in modo rilevante (artt. 115 e 116) e presso committenti di sollecitazioni di deleghe di voto (art. 144). Anche le società di revisione di emittenti (art. 162), di intermediari (art. 9) e di società di gestione dei mercati (art. 61) sono possibili destinatarie di ispezioni, così come eventualmente lo sono i soggetti sottoposti ad indagini o in procinto di esserlo in materia di insider trading e aggio (art. 185, comma 2). Si è visto, tuttavia, che tale ultima materia sarà incisa dal recepimento della direttiva 6/2003, che prevede – conformemente alla disciplina di altri Paesi – la potestà di effettuare ispezioni nei confronti di chiunque e l’accesso ai dati relativi al traffico telefonico.

<sup>126</sup> L’assenza di una sufficiente task force ha contribuito – come ricorda G. SANTONI, in *Testo Unico della Finanza*, commentario a cura di G. CAMPOBASSO, cit., p. 84 – al fatto che la discrezionalità della CONSOB è stata esercitata “nel senso di non effettuare un

---

re anche su richiesta delle Autorità di altri Stati dell'UE (art. 10, comma 4) e che può esplicarsi anche verso i soggetti sottoposti a vigilanza di gruppo o comunque legati alla società d'intermediazione da rapporti partecipativi (art. 12, comma 5).

### **2.1.5 L'imposizione di obblighi e la statuizione di direttive**

Anche l'imposizione di obblighi rientra nel ventaglio delle attribuzioni amministrative della CONSOB: già le ingiunzioni di notizie e dati costituiscono una species di tale potere, che ha come elementi caratterizzanti l'imperatività e l'esecutorietà<sup>127</sup>.

In tutto il settore dell'intermediazione<sup>128</sup>, ma anche nelle altre materie disciplinate dal TUF<sup>129</sup>, la Commissione può, in funzione delle sue finalità, esercitare il potere ingiuntivo: ad esempio, "ordinare la convocazione degli organi collegiali" dei soggetti abilitati, fissandone l'ordine del giorno (art. 7 comma 1 lett. b), ordinare sospensione o limitazione temporanea di emissione e rimborso da parte degli organismi d'investimento collettivo (art. 7, comma 3), nonché richiedere loro contegni considerati necessari alla vigilanza (art. 10, comma 1). Potere amplissimo, senz'altro anche ordinatorio, è quello costituito dall'adottare "i provvedimenti necessari" in materia di vigi-

---

esteso esercizio del potere ispettivo nei confronti degli operatori dell'intermediazione". Prassi da correggere, attesa la complementarità tra vigilanza ispettiva ed informativa.

<sup>127</sup> Il momento ordinatorio, inoltre, è spesso l'elemento di congiunzione tra una fase anteriore, caratterizzata da manchevolezze, ed una successiva, perché nel caso di mancata esecuzione dell'ordine si attivano i poteri sostitutivi o propositivi di sanzioni della stessa CONSOB.

<sup>128</sup> Inoltre, la Commissione ha la possibilità di ordinare la cessazione delle irregolarità alle società d'intermediazione (art. 51, comma 1), fossero anche comunitarie (art. 52, comma 1).

<sup>129</sup> Stessa possibilità di richiedere il compimento di atti ritenuti indispensabili le è accordata nei confronti di promotori finanziari e società che compiono offerte fuori sede (art. 31, comma 7) e, in altro settore, della società di gestione accentrata degli strumenti (art. 82, comma 1).

---

lanza dei mercati, quando ci sia una situazione di necessità ed urgenza<sup>130</sup>.

“Informazioni integrative e particolari modalità di pubblicazione” del prospetto d’informazione, del prospetto di quotazione, di prospetto e modulo di delega e del documento informativo possono essere rispettivamente ordinate ai sensi del TUF a chi intende effettuare una sollecitazione all’investimento (art. 94, comma 3), avviare le negoziazioni in un mercato regolamentato (art. 113, comma 2 bis), sollecitare o raccogliere deleghe di voto (art. 144, comma 2), ovvero lanciare un’offerta pubblica d’acquisto (art. 102, comma 2)<sup>131</sup>. Numerosi sono gli altri atti vincolanti a contenuto particolare, probabilmente riconducibili al potere ordinatorio<sup>132</sup>, nonché altri provvedimenti sicuramente di carattere ingiuntivo<sup>133</sup>.

Esistono inoltre atti che lambiscono il potere ordinatorio, ma che ne differiscono per la funzione direttiva che il TUF attribuisce alla CONSOB e per il rapporto particolare che intercorre tra la stessa Commissione e i soggetti destinatari delle raccomandazioni<sup>134</sup>.

---

<sup>130</sup> Provvedimenti che, se è il caso, possono essere esercitati anche dal presidente o dal suo facente funzione, salvo successiva ratifica del collegio (art. 74, commi 3 e 4). Inoltre, la CONSOB può “richiedere” alla società di gestione – con un provvedimento che ha tutti i caratteri dell’ingiunzione – modificazioni del regolamento di gestione accentrata degli strumenti e, in particolare, la soppressione di quelle disfunzioni inidonee a favorire trasparenza, ordinata prestazione dei servizi, tutela degli investitori.

<sup>131</sup> In quest’ultimo caso, la CONSOB può prescrivere altresì “particolari garanzie da prestare”.

<sup>132</sup> Si tratta della fissazione del prezzo per l’OPA residuale (art. 108), nonché del corrispettivo per la società di revisione di emittenti (art. 159, comma 6), intermediari (art. 9) e società di gestione del mercato (art. 61), quando l’incarico è conferito dalla stessa CONSOB in via sostitutiva per l’inerzia dell’assemblea della società. La CONSOB fissa anche il corrispettivo per il commissario nominato per la liquidazione dell’insolvenza delle società ammesse a negoziazione.

<sup>133</sup> Ad esempio, gli atti con cui – nella certezza della commissione di gravi irregolarità – la CONSOB ingiunge alla società controllata di non avvalersi, nell’attività di revisione e per non più di due anni, del responsabile di tali inesattezze (art. 163, comma 1 lett. a), ovvero intima alla società di revisione di ristabilire i requisiti necessari per l’iscrizione all’albo entro un tempo non superiore ai sei mesi (art. 163, comma 2 lett. b). La CONSOB non può, invece, sequestrare gli atti, potestà riconosciuta invece alla SEC. Non solo: la Commissione non può neanche richiedere perquisizioni e sequestri, né invocare l’accompagnamento coattivo di chi non ottemperò ai suoi ordini o alle sue richieste.

<sup>134</sup> E’ potere direttivo principalmente quello esercitato nei confronti dei commissari nominati al posto dei disciolti organi amministrativi: il presidente della CONSOB stabilisce, non doverosamente, “speciali cautele e limitazioni per la gestione” commissariale delle



---

### 2.1.6 I poteri interdittivi

Non mancano, tra le frecce che il TUF ascrive nell'arco della CONSOB, i poteri interdittivi<sup>135</sup>. E così, solo a titolo esemplificativo<sup>136</sup>, in presenza rispettivamente di necessità per evitare gravi pregiudizi agli investitori, di violazione di norme primarie e secondarie e di mancata ottemperanza alla sospensione cautelare della pubblicità, la CONSOB può arrivare addirittura a vietare gli scambi nei mercati regolamentati (art. 78), le sollecitazioni all'investimento (art. 99) e l'ulteriore diffusione degli annunci pubblicitari concernenti la sollecitazione (art. 101).

### 2.1.7 I poteri sostitutivi

L'Autorità di vigilanza sui mercati mobiliari dispone, ancora, di poteri sosti-

---

SIM (art. 53, comma 2), e “speciali cautele e limitazioni per la gestione”, oltre a generiche “direttive”, sono impartite dal collegio della CONSOB per la gestione commissariale della società di gestione del mercato (art. 75, comma 1) e della società di gestione accentrata (art. 83, comma 1). E, a parte la vasta congerie di atti non tipizzati di moral suasion, a cavallo tra potere direttivo e potere ordinatorio sono i “principi e criteri...per la revisione contabile” (art. 162), che – checché ne dica S. NICCOLAI, *I poteri garantiti della Costituzione e le Autorità indipendenti*, Pisa, ETS 1996, p. 202 - sono sì raccomandati dalla CONSOB, ma sono anche doverosamente “da adottare”.

<sup>135</sup> Anche questa particolare tipologia di attribuzioni può essere distinta solo a costo di semplificazioni da altre funzioni: se da una parte i divieti s'interfacciano con le mansioni informative, che ne sono presupposto, va anche evidenziato che essi sono espressione di un potere ordinatorio “in negativo” e che, nella maggior parte dei casi, puniscono inerzie e violazioni, iscrivendosi a pieno titolo nel genus delle potestà cautelari o sanzionatorie.

<sup>136</sup> La CONSOB può vietare la realizzazione di nuove operazioni concernenti servizi o attività d'intermediazione, “anche limitatamente a singole succursali o dipendenze”, quando precedenti violazioni possono pregiudicare interessi generali ovvero vi è periculum in mora per gli investitori (art. 51, comma 2; 52, comma 2): destinatarie sono le società d'intermediazione italiane, ma anche quelle comunitarie, nel qual caso - alla presenza di determinati presupposti - la CONSOB può anche proibire definitivamente la prosecuzione dell'attività in Italia. Anche gli OICR esteri possono essere oggetto di provvedimenti d'interdizione inerenti a singole offerte di quote o di azioni, nel caso di “accertata violazione” delle norme che ne disciplinano l'attività (art. 54).

---

tutivi, vale a dire di attribuzioni latamente punitive dell'inerzia<sup>137</sup>. Ad esempio<sup>138</sup>, in caso di inottemperanza da parte degli intermediari all'ordine impartito dalla CONSOB di convocare gli organi collegiali, la Commissione può (ma probabilmente deve) "procedere direttamente alla convocazione" medesima (art. 7 del TUF). Nell'ambito del principio di sussidiarietà, che permea il rapporto tra CONSOB e società di gestione nella vigilanza dei mercati regolamentati, particolare attenzione merita la potestà<sup>139</sup> di sostituirsi alla stessa nell'assumere i provvedimenti necessari ed urgenti finalizzati ad assicurare trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori (art. 74, comma 3 dello stesso TUF)<sup>140</sup>. Potere sostitutivo è anche quello con cui l'Autorità di vigilanza, preso atto dell'inottemperanza all'intimazione di rendere noti al pubblico documenti e notizie, "provvede direttamente a spese degli interessati", all'ostensione di tali informazioni<sup>141</sup>.

---

<sup>137</sup> Essendo espressione generalmente di una Pubblica Amministrazione particolarmente invasiva nella sfera giuridica dei privati, tali attribuzioni sono condizionate alla sussistenza di specifici presupposti.

<sup>138</sup> In materia d'intermediazione, la mancata dichiarazione nei termini prefissati - da parte di consiglio d'amministrazione, consiglio di sorveglianza o consiglio di gestione - della sospensione temporanea o della decadenza degli esponenti aziendali privi dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza obbliga la CONSOB a sostituirsi allo stesso organo societario (art. 13 del TUF): attribuzione confermata anche in relazione alle società di gestione del mercato (art. 61, commi 3 e 4 del TUF).

<sup>139</sup> In modo transeunte anche il presidente ha tale potere.

<sup>140</sup> La dottrina s'interroga sulla capacità estensiva di tale norma: in particolare, si domanda se la CONSOB possa auto-attribuirsi la gestione del mercato nel caso in cui, a seguito dello scioglimento della società di gestione ovvero della revoca alla sua autorizzazione, la CONSOB stessa non riesca a favorire gli accordi volti a trasferire l'amministrazione dei mercati ad altra società (art. 75, comma 4). Un'interpretazione che sembra necessitata: da una parte, infatti, il riferimento duplice agli accordi e al "previo consenso" della società beneficiaria del trasferimento impedisce alla CONSOB di passarle coattivamente il testimone; dall'altra, non si vede come possa, in caso di mancato consenso di altre società, assicurare il fine della continuità delle negoziazioni e tutelare, così, operatori ed investitori.

<sup>141</sup> Il TUF prevede tale meccanismo in seguito all'inerzia delle società going public o emittenti titoli diffusi (art. 114, comma 3 e 116) e dei soggetti che effettuano sollecitazioni all'acquisto (art. 97, comma 1, lett. a), alla vendita o allo scambio (art. 103, comma 2, lett. a). Infine, sempre il TUF prevede che la CONSOB debba sostituirsi ex officio agli stessi soggetti appena citati, allorché le rispettive assemblee o i rispettivi consigli di sorveglianza siano inerti circa l'obbligo di deliberare l'affidamento dell'incarico di revisione dei bilanci ad una società iscritta nell'albo speciale (art. 159, comma 6).

---

## 2.1.8 La legittimazione ad impugnare

Non è sempre tipologia di potere sostitutivo la legittimazione attiva ad impugnare, attribuita in determinati casi dal TUF alla CONSOB: la Commissione non si sostituisce agli organi interni delle società e non ne “sanziona” l’inerzia, bensì li coadiuva vantando talvolta autonomi interessi<sup>142</sup>. E’ il caso del meccanismo previsto una volta per tutte<sup>143</sup> dall’art. 14: la violazione di determinate norme e l’assenza di requisiti comporta l’inesercibilità del diritto

---

<sup>142</sup> Così G. DE MINICO, *Antitrust e CONSOB. Obiettivi e funzioni*, Cedam, Padova 1997, p. 174, secondo cui “la legittimazione che la legge riserva alla Consob...non assorbe affatto il diverso bisogno di protezione del singolo investitore”. Secondo l’Autrice tale legittimazione ha natura ordinatoria e non costituisce sostituzione processuale, essendo a tutela di un interesse pubblicistico, potenzialmente in conflitto finanche con quelli dei soci di minoranza.

<sup>143</sup> Questo meccanismo si applica, in relazione alle soglie rilevanti di partecipazione – soglie individuate con parametri più flessibili in virtù della riforma del 2004 -, allorché gli aventi diritto al voto nelle assemblee delle società d’intermediazione, di gestione dei mercati ovvero di gestione accentrata non dispongano dei necessari requisiti di onorabilità (artt. 14; 61, comma 8; 80, comma 8). Si applica anche nel caso di divieto o sospensione dell’esercizio del voto disposta da Banca d’Italia (art. 16, comma 3), nonché in assenza dell’immediata comunicazione a CONSOB e società coinvolta di acquisti, cessioni e documenti attestanti l’onorabilità degli acquirenti di partecipazione in società di gestione del mercato o di gestione accentrata di strumenti (artt. 61 e 80). Stesso procedimento vale per l’inosservanza delle intricate norme concernenti l’OPA totalitaria e l’OPA residuale, in relazione alle azioni eccedenti, salvo le deroghe previste, le soglie rispettive del 30% della partecipazione e del 90% delle azioni ordinarie; e, ancora, in conseguenza della mancata comunicazione alla CONSOB e alla società going public del superamento della soglia di partecipazione del 2% della partecipazione o delle altre soglie di strumenti rilevanti (art. 120, comma 5). E, ancora, la CONSOB è legittimata anche ad impugnare le deliberazioni annullabili, in virtù della maggioranza ottenuta con voti inesercitabili, allorché non siano state rispettate le regole funzionali all’informazione circa i patti parasociali inerenti ai diritti di voto e quelli “rilevanti” elencati all’ultimo comma dell’art. 122: con l’eccezione, significativa, dei patti sottesi alle associazioni per la raccolta di deleghe (art. 141, comma 2).

Molto complessa, invece, è la previsione dell’applicazione dell’iter dell’art. 14 del TUF alle partecipazioni reciproche, per contemperare i diversi interessi presenti: basti considerare la circostanza che essa si applica in due tempi, concernendo prima solo le azioni eccedenti le soglie previste e poi, in caso di mancata alienazione delle stesse, l’intera partecipazione (art. 121, comma 6). Inoltre, tale previsione si applica solo alla società che ha ecceduto successivamente i limiti del 2% in una quotata ovvero, se si tratta di società quotata, del 10% in una non quotata, e ciò esclusivamente per le azioni eccedenti tali soglie; tale regola si estende anche all’altra società, qualora sia impossibile stabilire la cronologia dell’acquisizione delle partecipazioni; in più, qualora l’acquisizione sia stata autorizzata ex ante dalle assemblee ordinarie, la soglia del 2% diventa del 5%; e ancora, nel caso di mancata alienazione delle azioni eccedenti, il meccanismo si estende all’intera partecipazione.

---

to di voto concernente singole o, a volte, tutte le azioni del soggetto<sup>144</sup>. Se il voto viene esercitato ed è determinante ai fini del conseguimento della maggioranza, la delibera è impugnabile ex art. 2377 cc: oltre ad organi di gestione, organi di controllo e soci assenti, dissenzienti o con voto limitato, legittimate attive sono anche CONSOB e Banca d'Italia, queste ultime addirittura beneficiando di un termine doppio<sup>145</sup>.

Accanto a questo meccanismo d'impugnazione, esistono altri casi nei quali la CONSOB è, invece, legittimata a denunciare determinati accadimenti e nei quali è riscontrabile, inoltre, un potere latamente sostitutivo<sup>146</sup>.

### 2.1.9 L'emissione di provvedimenti cautelari

Non va trascurata l'attribuzione alla CONSOB da parte del TUF del potere

---

<sup>144</sup> Sebbene le stesse azioni siano comunque computate ai fini della costituzione dell'assemblea.

<sup>145</sup> Le due Autorità possono impugnare fino a centottanta giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese o, se non è previsto tale obbligo, dal deposito presso lo stesso ufficio.

<sup>146</sup> E' il caso della denuncia al tribunale sulla base del nuovo art. 2409 c.c., che la CONSOB può attivare direttamente "se ha fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri" dell'organo di controllo in relazione alle società emittenti con titoli quotati: legittimazione che si affianca, ma non si surroga, a quella prevista per i soci che rappresentano il 5% del capitale. Denuncia al pubblico ministero, ai fini dell'azione penale e della promozione dei provvedimenti previsti dall'art. 2409 c.c., è anche quella che la CONSOB deve effettuare allorché abbia fondato sospetto di abusivismo da parte di chi si professa società d'intermediazione o di gestione collettiva oppure, pur essendolo, esercita servizi senza esservi abilitato (art. 166 del TUF). Inoltre, la CONSOB può impugnare la delibera, dell'assemblea o del consiglio di sorveglianza, di approvazione del bilancio per violazione dei criteri di redazione dello stesso e richiedere al tribunale l'accertamento della regolare elaborazione del bilancio consolidato dei revisori delle società emittenti entro sei mesi dal loro deposito (art. 157 del TUF). Inoltre, la CONSOB è considerata dalla legge ente rappresentativo di interessi lesi dai reati di abuso di informazioni privilegiate e aggio (2637 c.c.): ciò le consente, solo con il consenso della persona offesa del reato, di potere esercitare tutti i diritti e le facoltà attribuiti a questi ultimi, in particolare la possibilità di presentare memorie ed indicare elementi di prova nel processo penale. A differenza delle SEC, invece, la CONSOB non può intentare azione civile contro i soggetti vigilati: nonostante ciò per F. ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale-Leggi complementari*, cit, p. 43, è poco garantistica anche la "facoltà di costituirsi parte civile in un procedimento del quale potrebbe aver compiuto l'intera istruttoria", come invece è previsto dall'art. 187 del TUF.

---

di emettere provvedimenti cautelari nei casi di necessità ed urgenza<sup>147</sup>. Emblematico è l' incisivo potere di sospendere in via cautelare l'attività dei promotori finanziari: allorché vi siano elementi da cui possa dedursi l'esistenza di "gravi violazioni" di norme ovvero di provvedimenti della CONSOB, la sospensione non può eccedere i sessanta giorni; viceversa, il provvedimento può inibire l'esercizio dell'attività di promotore perfino per un anno in caso di assoggettamento a misure cautelari personali penali<sup>148</sup> ovvero di assunzione della qualità d'imputato in relazione ad una serie di reati penali (art. 55 del TUF). Si tratta di norma importante per garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, ma anche dubbia da un punto di vista della legittimità costituzionale<sup>149</sup>. Nei mercati non regolamentati, inoltre, la CONSOB può finanche sospendere gli scambi organizzati di strumenti diversi dai titoli di Stato a tutela degli investitori (art. 78, comma 2 lett. b del TUF). Anche in questo caso, è preventivabile un incremento dei

---

<sup>147</sup> In materia d'intermediazione, il presidente della CONSOB può disporre la sospensione dell'organo di gestione della SIM e la nomina di un commissario per non più di sessanta giorni, in presenza dell'urgenza nel prevenire situazioni di pericolo per gli investitori o per il funzionamento del mercato e dell'accertamento di gravi irregolarità o violazioni (art. 53, comma 1). La CONSOB, nell'ambito di sua competenza, è poi assegnataria del potere di sospensione temporanea dell'emissione e del rimborso nella gestione collettiva (art. 7, comma 3), dell'offerta di quote e azioni da parte di OICR esteri (art. 54) e dell'esercizio delle funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un intermediario (art. 13, comma 4). La delicatezza dell'esercizio dei poteri cautelari da parte della CONSOB, inoltre, è evidente anche nella possibilità ad essa attribuita di sospendere la sollecitazione all'investimento (art. 99 lett. b), l'annuncio pubblicitario ad esso correlato (art. 101, comma 2) e soprattutto l'offerta pubblica d'acquisto o di scambio (art. 102, comma 3, lettera a), quando vi sia il periculum in mora e il fumus boni juris della violazione delle norme legislative o regolamentari.

<sup>148</sup> Si tratta di misure che possono essere applicate solo in relazione a delitti per i quali è prevista la pena superiore nel massimo a tre anni o dell'ergastolo, ovvero in relazione a chi abbia precedentemente violato una misura cautelare. Tali misure, in un climax di gravità, sono il divieto d'espatrio, l'obbligo di presentazione alla polizia giudiziaria, l'allontanamento dalla casa familiare, il divieto di dimora, l'obbligo di dimora, l'obbligo di dimora con divieto di allontanarsi dall'abitazione in alcune ore, gli arresti domiciliari, la custodia cautelare in carcere o in un luogo di cura.

<sup>149</sup> Quantunque non vi sia automatismo tra i presupposti previsti e la sospensione cautelare da parte della CONSOB, essendo questa dotata di un potere discrezionale, si tratta certamente di una previsione scarsamente garantista e, forse, non compatibile con il principio costituzionale di non colpevolezza dell'imputato. L'art. 27, secondo comma della Cost. afferma che "l'imputato non è considerato colpevole sino alla condanna definitiva".

---

poteri in virtù dell'attuazione delle prossime direttive comunitarie<sup>150</sup>.

### **2.1.10 L'unico caso di potestà sanzionatoria e le altre funzioni repressive**

In determinate fattispecie, la CONSOB assume un potere latamente sanzionatorio, di cui aspetti sono le già esaminate funzioni interdittive e sostitutive<sup>151</sup>. Si tratta, in realtà, di attribuzioni modificate dai recenti interventi legislativi del apportati dal legislatore che dovranno essere implementati dalla commissione con specifici regolamenti..

Uno dei casi cui la CONSOB esercita potestà sanzionatoria propriamente detta inerisce ai promotori finanziari: richiami scritti, sanzioni pecuniarie, sospensione dall'albo da uno a quattro mesi, radiazione dallo stesso costituiscono il climax delle sanzioni amministrative che la Commissione può applicare sulla base di due parametri<sup>152</sup> nel caso in cui i promotori finanziari contravvengano alle leggi del TUF o a disposizioni impartite dalla Commissione medesima. L'irrogazione deve essere preceduta da un'attività sicuramente paragiurisdizionale<sup>153</sup>, che tuttavia è svolta dagli stessi organi: meccanismo scarsamente garantistico che, in vista della possibile devoluzione alla CONSOB di un generalizzato potere sanzionatorio, andrebbe modifica-

---

<sup>150</sup> Le misure di armonizzazione comunitaria sembrano propendere, infatti, per l'attribuzione alle Autorità di vigilanza della potestà di emettere, o almeno di richiedere, provvedimenti cautelari ben più incisivi: il potere di inibire temporaneamente la prosecuzione dell'attività dovrebbe essere estesa ad altri operatori, mentre sembra imminente l'introduzione in tali casi della misura del congelamento dei beni.

<sup>151</sup> Nel senso che anche i provvedimenti inibitori, ingiuntivi e cautelari sono lato sensu sanzionatori, e dunque idonei ad incidere nella sfera giuridica dei soggetti, R. RORDORF, *La Consob come autorità indipendente nella tutela del risparmio*, in *Il Foro Ital.*, 2000, p. 150.

<sup>152</sup> I due parametri sono la gravità dell'infrazione e la presenza della recidiva.

<sup>153</sup> L'Autorità di vigilanza, infatti deve contestare ai promotori le accuse, deve ascoltare gli interessati se questi intendono conferire, deve tener conto delle deduzioni presentate nei trenta giorni successivi alla comunicazione degli addebiti e motivarne la mancata considerazione ai fini della decisione.

---

to secondo il modello AMF.

Oltre ai già citati casi di divieti e sostituzioni, tuttavia, in un'accezione ampia sanzioni possono dirsi altresì diversi poteri attribuiti direttamente alla CONSOB<sup>154</sup>: anche tali fattispecie potrebbero essere incrementate<sup>155</sup>.

### 2.1.11 La potestà di proporre sanzioni

Se i poteri sanzionatori sono lillipuziani nei confronti delle omologhe commissioni presenti in America ed Europa, la CONSOB è comunque titolare, negli ambiti di competenza, della generalizzata potestà di proporre le sanzioni amministrative, applicate poi dal Ministero dell'economia. Anche in questo caso la fase paragiurisdizionale si svolge in seno alla Commissione<sup>156</sup>: tale meccanismo vede nella CONSOB l'ente – “prosecutor”<sup>157</sup> e nel

---

<sup>154</sup> Tra gli altri casi previsti dal TUF, il potere di sospensione temporanea dell'offerta predisposta da OICR esteri, allorché la violazione sia accertata (art. 54) e quello di dichiarare l'insolvenza dei soggetti ammessi a mercati regolamentati e dei sistemi di compensazioni e di garanzia, con relativa nomina dei commissari (art. 72). Stessa considerazione vale per la cancellazione dall'albo delle società di revisione, stabilita dalla CONSOB in caso di irregolarità particolarmente gravi, mancata ottemperanza al divieto temporaneo di accettare nuovi incarichi, mancata ripristinazione per sei mesi dei requisiti essenziali per l'iscrizione o mancato esercizio della revisione per un quinquennio (art. 163, commi 2 e 3).

<sup>155</sup> Potrebbe essere introdotta la potestà di condannare intermediari ed emittenti al pagamento di indennizzi nei confronti degli investitori, senza la necessità di intentare azioni civili presso la giustizia ordinaria: un simile potere è già previsto per l'Autorità per l'Energia e il Gas ai sensi dei commi 12, 20 e 36 dell'art. 2 della l. 481/1995, secondo cui è l'Authority a determinare i casi d'indennizzo e ad imporne l'obbligo del pagamento. Secondo G. VISENTINI, *Un'opacità colpevole con molti padri*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 dicembre 2003, andrebbe inoltre restituita alla CONSOB la potestà di conferimento e di revoca della società di revisione. La direttiva 6/2003 prevede, inoltre, l'introduzione delle sanzioni “reputazionali”: pubblicizzazione dei provvedimenti adottati e interdizione dall'attività per disqualification, se dotate di adeguate garanzie, potrebbero costituire “punizioni” rilevanti anche sotto il profilo della dissuasione e potrebbero rappresentare uno stimolo per l'affermazione della “cultura della vergogna”.

<sup>156</sup> E' l'Autorità di vigilanza a dover rinvenire le informazioni, comunicare le “imputazioni” ai soggetti coinvolti e considerare le loro argomentazioni; inoltre, nel bollettino della CONSOB è pubblicato l'estratto del decreto ministeriale ed anche alla Commissione vengono notificate le opposizioni allo stesso.

<sup>157</sup> La CONSOB compie la verifica, la contestazione degli addebiti, la valutazione delle deduzioni, la proposta.

---

Ministero l'ente – “judge”<sup>158</sup>, ma una simile, garantista distinzione dei ruoli potrebbe avvenire anche all'interno della stessa Autorità, con notevoli vantaggi<sup>159</sup>. Un profilo che, tuttavia, non sembra essere stato valorizzato nell'ambito del dibattito politico che dovrebbe condurre all'imminente devoluzione dei poteri sanzionatori alla nuova CONSOB.

Proposte al dicastero dell'economia di provvedimenti latamente sanzionatori, inoltre, provengono dalla CONSOB in numerose altre occasioni introdotte dal TUF, alla presenza di presupposti di legge e nelle materie ad essa attribuite<sup>160</sup>.

### **2.1.12 La funzione di consulenza nell'esercizio dell'attività amministrativa**

Poteri di proposta sono affidati alla CONSOB anche in ambiti diversi da

---

<sup>158</sup> E' il Ministero, infatti, a stabilire la sanzione.

<sup>159</sup> Accelerazione dei tempi; eliminazione dell'onere di tenere rapporti con più istituzioni da parte dei soggetti sottoposti a procedimento; semplificazione del successivo ed eventuale contenzioso in sede giurisdizionale, laddove oggi si ripercuotono gli effetti dei difetti di coordinamento tra le risultanze della CONSOB ed il provvedimento del Ministero; rimozione dell'attuale anomalia per cui il Dicastero è oggi chiamato a decidere ed esprimere una motivazione essendo, però, totalmente escluso dalla fase contenziosa. Questi i vantaggi secondo L. SPAVENTA, *La CONSOB come autorità amministrativa indipendente, Audizione presso la Commissione I della Camera dei deputati, 18 novembre 1999*, , p. 10, il quale evidenzia che la disposizione del TUF sull'obbligo di notificazione dell'opposizione sia al Ministero e sia alla Commissione rappresenta il sintomo della scarsa chiarezza circa il riparto di responsabilità tra i due Enti in relazione al potere sostanziale di decidere la sanzione. Nell'ottica dell'attribuzione alla CONSOB del potere di irrogare sanzioni, come si è ricordato, si muovono quasi tutti i progetti di riforma della vigilanza..

<sup>160</sup> E' il caso dello scioglimento di organi di amministrazione e controllo di SIM, SGR e SICAV: analogo provvedimento è possibile per le società di gestione del mercato in caso di gravi irregolarità nella gestione o “comunque” per la tutela degli investitori, e per succursali di società extracomunitarie d'intermediazione (artt. 56, 75). Inoltre, sono inquadabili in questo genus la revoca alla loro autorizzazione e la conseguente liquidazione coatta amministrativa (artt. 57, 58, 75), lo scioglimento della società di gestione del mercato in caso di mancati provvedimenti dell'assemblea in seguito alla revoca dell'autorizzazione (art. 75, comma 3), lo scioglimento di organi di amministrazione e controllo della società di gestione accentrata dei titoli (art. 83) e la cancellazione dal ruolo unico nazionale degli agenti di cambio.



---

quello sanzionatorio. E' il caso, tra gli altri<sup>161</sup>, dei principi contabili adottati sul piano internazionale e coerenti con le disposizioni comunitarie<sup>162</sup>, la cui individuazione da parte del Ministero dell'economia avviene "su proposta della CONSOB".

Una funzione consultiva minor generis, ma di cui l'istituzione interlocutrice (spesso la Banca d'Italia) deve pur sempre tener conto, è quella realizzata dalla CONSOB nei casi di attività amministrativa in cui deve essere sentita<sup>163</sup>.

### **2.1.13 La tenuta degli albi**

La CONSOB, in molte occasioni, cura la tenuta degli albi e, prima ancora, l'iscrizione in essi dei soggetti idonei: ciò che implica un previo potere di accertamento<sup>164</sup>, oltre che la potestà successiva di esercitare la vigilanza finalizzata alla verifica della perdurante conservazione dei requisiti abilitanti. Un tale potere è previsto, nel settore dell'intermediazione normato dal TUF, per l'albo delle SIM e delle imprese extracomunitarie (art. 20, comma 1), cui è allegato l'elenco delle imprese comunitarie abilitate ai servizi

---

<sup>161</sup> Nel caso di partecipazione rilevante che possa pregiudicare la vigilanza o la sana e prudente gestione di SIM, SGR e SICAV, l'Autorità può suggerire alla Banca d'Italia la sospensione del diritto di voto (art. 16 del TUF), ma la Banca Centrale può procedere anche autonomamente.

<sup>162</sup> Come accade per il lungo iter che porterà alla recezione dei principi IFRIS, in virtù della scelta in tal senso adottata dalla Commissione europea e sviluppata dal CESR. Per le banche e per alcune specie di società finanziarie, il potere di proposta della CONSOB è gestito in coabitazione con la Banca d'Italia.

<sup>163</sup> Il TUF prevede tale meccanismo per l'autorizzazione all'attività transfrontaliera delle SIM (art. 26), alla gestione collettiva o dei portafogli individuali delle SGR ovvero a fusioni e scissioni di SGR (art. 34, commi 1 e 4), all'offerta in Italia di quote di fondi comuni non armonizzati (art. 42, comma 5), alla costituzione di una SICAV o alla sua fusione o scissione (art. 43), alla prestazione di servizi da parte di banche extracomunitarie (art. 16, comma 5 TUB). Lo stesso avviene per il divieto alle SIM di intraprendere singoli servizi o attività, quando impartito dalla Banca d'Italia (art. 51), per il riconoscimento da parte del Ministero dell'economia di un sistema d'indennizzo per i servizi d'investimento (art. 59) e per l'autorizzazione, la sospensione ed il divieto, disposti dallo stesso dicastero, relativi ai mercati all'ingrosso dei titoli di Stato (artt. 66 e 78).

---

d'investimento, nonché per l'albo dei promotori finanziari (art. 31, comma 4)<sup>165</sup>.

#### **2.1.14 Gli obblighi informativi della CONSOB**

Nella ricognizione dei poteri della CONSOB finora esaminati, il numero maggiore di attribuzioni è previsto in materia di informazione. La finalità di trasparenza del mercato iscrive la CONSOB in un circuito virtuoso d'informazione: non solo la Commissione predispose, sempre più, gli strumenti perché il pubblico sia reso consapevole ed è, ancora in maniera copiosa, in prima persona destinataria della comunicazione di dati e notizie, ma essa è anche obbligata a sua volta a trasmettere conoscenze ad altri soggetti<sup>166</sup>. In quest'ottica, funzionale ad informazione e propulsione, s'inquadrano altresì le pubblicazioni della CONSOB<sup>167</sup>.

---

<sup>164</sup> Preceduto a sua volta da ulteriori funzioni informative ed acquisitive.

<sup>165</sup> Per la predisposizione e la tenuta di quest'ultimo albo, compito nel quale la CONSOB è adiuvata da un organismo segnalato dalle associazioni professionali, è anzi in via legislativa affermata proprio la necessità di "rigorosi criteri valutativi": a tale fine, alla Commissione è assegnato il potere strumentale di scegliere se indire delle prove valutative per l'ammissione (art. 31). Assimilabili ad albi sono l'elenco dei mercati regolamentati (art. 63, comma 2), in cui una sezione ad hoc è dedicata a quelli ammessi per il mutuo riconoscimento comunitario (art. 67 comma 1), e l'elenco delle società di revisione (art. 161).

<sup>166</sup> E così, il TUF obbliga la CONSOB a comunicare: alla Banca d'Italia le iscrizioni all'albo delle SIM (art. 20); all'home country Authorities i provvedimenti ingiuntivi ovvero sanzionatori contro imprese d'intermediazione comunitarie (art. 52); alla generalità dei consociati la notizia della chiusura dell'amministrazione del commissario per la società di gestione del mercato e per quella di gestione accentrata (artt. 75 e 83); alle società controllate la cancellazione dall'albo della società di revisione (art. 163, comma 5); alle Autorità straniere le condizioni introdotte per l'esercizio della libertà di stabilimento in materia bancaria (art. 15, comma 3 del TUB). Inoltre, il presidente della CONSOB deve trasmettere la documentazione risultante dagli accertamenti e una relazione al pubblico ministero per i procedimenti su insider trading e aggioaggio (art. 186 del TUF); infine, il bollettino deve pubblicare gli estratti dei decreti di applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie (art. 195 del TUF).

<sup>167</sup> Oltre alla relazione annuale, rilevante è il bollettino quindicinale, avviato nel 1983, che elenca cronologicamente e per materia delibere e provvedimenti urgenti, comunicazioni, altre decisioni adottate o rese pubbliche in ogni quindicina (art. 3 del TUF), ed in allegato contiene decreti sanzionatori del Ministero dell'economia e decreti delle Corti

---

### 2.1.15 La potestà di stipulare accordi

Non va trascurato, infine, il potere di interrelazione e di stipulazione di accordi con le Autorità equivalenti di altri Paesi<sup>168</sup>. In via generale, è stabilito che la CONSOB “deve” collaborare e scambiare informazioni con gli organismi competenti dell’Unione e dei suoi Stati membri, “può” cooperare con analoghe Autorità extracomunitarie<sup>169</sup> e, soprattutto, può esercitare tutti i poteri ad essa conferiti “anche ai fini della cooperazione con altre autorità” (art. 4 del TUF)<sup>170</sup>. A ciò si aggiungono previsioni specifiche che ascrivono il potere di stipulare accordi con organismi comunitari ed extracomunitari<sup>171</sup>.

---

d’Appello in esito alle opposizioni ex art. 195. La newsletter “CONSOB Informa”, invece, dal 1984 e con cadenza settimanale contiene tutte le informazioni sull’attività svolta periodicamente dalla Commissione; i “Quaderni di Finanza” sono una vera miniera di contributi scientifici, tra cui gli atti di numerosi convegni. A ciò vanno aggiunti i comunicati-stampa predisposti per fornire informazioni complementari a quelle già presenti in bollettini e newsletter ed il continuo aggiornamento di un sito Internet, [www.consob.it](http://www.consob.it), che costituisce ormai la vera, virtuale “casa di vetro” con cui si interfaccia con operatori ed opinione pubblica.

<sup>168</sup> Un potere che è il naturale precipitato della personalità giuridica di diritto pubblico, ma che è suscettibile di diventare il vero grimaldello attraverso il quale l’interazione degli organismi comunitari potrebbe rafforzarsi a tal punto da tramutare di fatto il CESR in Autorità di vigilanza.

<sup>169</sup> In entrambi i casi, tuttavia, le informazioni ricevute non possono essere divulgate nemmeno alle altre Autorità indipendenti italiane, se non con il consenso degli organismi esteri.

<sup>170</sup> Un potere davvero esteso, questo, demandato alla discrezionalità della CONSOB, che in tal modo può utilizzare tale valvola di sfogo a tutto tondo per interagire con l’estero e semmai, di fatto, cedere pezzi di sovranità.

<sup>171</sup> Nella materia dell’intermediazione, così come disciplinata dal TUF, rilevante è la previsione di una strettissima interdipendenza nell’esercizio del potere ispettivo, con la possibilità delle Autorità di differenti Paesi di divenire reciprocamente organi (art. 10); intese con tali organismi possono essere stipulate anche per l’apertura di succursali o la prestazione di servizi d’investimento all’estero delle SIM (art. 26), e in Italia delle società extracomunitarie (art. 28). Accordi che sono essenziali anche per il riconoscimento di mercati regolamentati esteri diversi da quelli ammessi per l’home country control (art. 67, comma 2).

---

## 2.2 IL PROBLEMA DEL DIRITTO DI ACCESSO AGLI ATTI ACQUISITI DALLA CONSOB.

### 2.2.1 Il rapporto tra diritto d'accesso e segreto d'ufficio

Trasversale all'ampio ventaglio dei poteri amministrativi risulta essere la problematica del rapporto intercorrente tra il diritto d'accesso, stabilito dall'art. 22 della l. 241/1990, ed il segreto d'ufficio, sancito viceversa al l' art. 10 del TUF<sup>172</sup>. La prima disposizione, infatti, finalizza alla trasparenza dell'attività amministrativa ed all'imparzialità del suo svolgimento il diritto di accesso ai documenti amministrativi, riconosciuto "a chiunque vi abbia interesse per la tutela di situazioni giuridicamente rilevanti"; la disposizione del TUF, invece, emerge come "limite modale" a tale norma e stabilisce l'opponibilità del segreto d'ufficio in relazione a "tutte le notizie, le informazioni e i dati in possesso della CONSOB in ragione della sua attività di vigilanza"<sup>173</sup>. L'estensione del segreto d'ufficio, tuttavia, è talmente ampia da involgere problemi di legittimità costituzionale, tanto da aver innescato un'intensa dialettica tra legislatore e giurisprudenza e, all'interno di quest'ultima, un vigoroso braccio di ferro tra Consiglio di Stato e Corte Co-

---

<sup>172</sup> Tema particolarmente interessante perché il segreto d'ufficio sacrifica la trasparenza sull'altare della stabilità ed il diritto d'accesso sacrifica la stabilità sull'altare della trasparenza. Ne consegue che dal temperamento tra i due istituti discende un significato che trascende il semplice problema dell'ostensione dei documenti amministrativi.

<sup>173</sup> L'inostensibilità degli atti in possesso della Commissione rappresenta uno dei "casi di segreto o di divieto di divulgazione altrimenti previsti dall'ordinamento" ai sensi dell'art. 24 della stessa l. 241/1990. Il diritto d'accesso assume così una portata derogatoria in virtù di una duplice ratio: la tutela della stabilità del sistema finanziario e della riservatezza delle imprese oggetto della vigilanza della CONSOB, valori che sarebbero entrambi compromessi qualora operasse tout court il principio del diritto d'accesso. F. CAPRIGLIONE e G. MONTEDORO, *Società e Borsa (CONSOB)*, cit., p. 1038, evidenziano come "il rapporto tra diritto d'accesso e vigilanza è un tema delicato: le autorità di vigilanza sui mercati finanziari vengono normalmente in possesso di informazioni riservate relative alle imprese operanti nei rispettivi settori; ove rese pubbliche, tali informazioni potrebbero compromettere la concorrenza fra le imprese e compromettere la stabilità dei mercati e la garanzia degli investitori".

---

stituzionale<sup>174</sup>. La giurisprudenza precedente al TUF, discutibilmente, aveva correlato il segreto d'ufficio solo alle informazioni fornite alla CONSOB dalla Pubblica Amministrazione<sup>175</sup>. Interpretazione a fortiori implausibile

---

<sup>174</sup> Il problema è storicamente emerso allorché il regime del diritto d'accesso, introdotto dalla l. 241/1990, si è aggiunto all'originario art. 1/1 comma 11 della l. 216/1974, che prevedeva il segreto d'ufficio. Tale disposizione stabiliva che “i dati, le notizie e le informazioni acquisite dalla Commissione nell'esercizio delle sue attribuzioni sono tutelate dal segreto d'ufficio anche nei riguardi delle pubbliche amministrazioni, ad eccezione del Ministero per il Tesoro”. Il combinato disposto di queste due norme aveva generato opzioni ermeneutiche completamente difformi. Una parte della dottrina aveva negato aprioristicamente rilevanza alla legge sul procedimento amministrativo affermandone l'inapplicabilità alla CONSOB, in virtù del fatto che le Autorità indipendenti non sarebbero Amministrazioni: ne riferiscono F. MERUSI e M. PASSARO, *Autorità indipendenti*, cit., p. 181, i quali ricordano come l'applicabilità del diritto d'accesso “scontava il problema della qualificabilità delle autorità indipendenti alla stregua di “amministrazioni” e dei loro atti alla stregua di documenti amministrativi”. Problemi risolti in senso affermativo dai due autori, anche in virtù del fatto che “l'art. 29 l. n. 241, qualificava la medesima legge come legge di principio, nel senso che i principi desumibili dalle sue disposizioni costituiscono principi generali dell'ordinamento giuridico”. Anche F. CARINGELLA, *Corso di diritto amministrativo*, Giuffrè, Milano, 2001, cap. 19, evidenzia la “propedeuticità dell'impostazione data al tema dell'appartenenza ovvero dell'estraneità delle Autorità in questione all'amministrazione rispetto alla soluzione della questione avente ad oggetto l'applicabilità, all'operato delle stesse” delle norme sul diritto d'accesso. C. MALINCONICO, *I garanti delle regole*, Mulino, Bologna, 1996, p. 49, ammetteva con difficoltà il diritto d'accesso per la CONSOB, mentre lo nega categoricamente per l'Autorità Antitrust: “la funzione di garanzia di diritti soggettivi...e l'assenza di una vera e propria discrezionalità amministrativa portano a ritenere più corretta una disciplina del tutto specifica dell'accesso, che si muova su linee più prossime a quelle delle autorità giurisdizionali”. Va ricordato, tuttavia, che come gli attuali regolamenti 9641 e 9642 del 1995, anche il precedente regolamento della CONSOB sul diritto d'accesso, approvato con dPR 352/1992, faceva esplicito riferimento agli artt. 22 e 24 della legge 241/1990.

<sup>175</sup> Le sentenze 1467/1994 del Consiglio di Stato e 2105/1996 del TAR Lazio, che vedono quali attori rispettivamente un soggetto sottoposto a procedimento disciplinare della CONSOB ed un investitore che aveva adito il giudice ordinario contro un intermediario, stabiliscono l'illegittimità del diniego all'accesso opposto dalla Commissione. E ciò per il discutibile assunto secondo cui un'interpretazione complessiva dei commi 10 e 11 dell'art. 1/1 della legge 216/1974 della CONSOB imporrebbe di interpretare la previsione del segreto d'ufficio in correlazione solo a “dati, notizie ed informazioni” forniti all'Autorità dalle Pubbliche Amministrazioni. La sentenza n. 1467 della sezione VI del Consiglio di Stato, in *Foro Ammin.*, 1994, p. 2150, statuisce in particolare che “l'art. 1/1, comma 11, della l. 216/74 non è invocabile nel caso di specie, in quanto la prescrizione che i dati, le notizie e le informazioni acquisiti dalla Commissione nell'esercizio delle sue attribuzioni sono tutelati dal segreto d'ufficio anche nei riguardi delle pubbliche amministrazioni..., deve essere letta in stretta connessione con il periodo immediatamente precedente, il quale statuisce che la Commissione ha diritto di richiedere notizie, informazioni e collaborazione a tutte le pubbliche amministrazioni”. F. CARINGELLA, *Corso di diritto amministrativo*, cap. 19, non esita a definire forzata l'opzione ermeneutica “minimalista” scelta dal Consiglio di Stato: scelta contraria ai criteri letterale – la legge correlava il segreto d'ufficio all'esercizio delle attribuzioni e si riferiva alle Pubbliche Amministrazioni solo come possibile fonte di notizie -, teleologico – non aveva senso

---

con l'entrata in vigore del TUF<sup>176</sup> e della l. 265/1999, che ha novellato l'art. 23 della l. 241/1990 con un esplicito riferimento, salvo deroghe, all'astratta applicabilità del diritto d'accesso alle Autorità indipendenti<sup>177</sup>: applicazione d'altra parte già ritenuta esistente dai regolamenti della CONSOB adottati con delibere nn. 9461 e 9462 del 1995<sup>178</sup>. Fin qui il dato normativo: rilevante è tuttavia la casistica giurisprudenziale, che si fonda sulla contrapposizione tra il Consiglio di Stato, convinto assertore dell'incostituzionalità di un segreto d'ufficio generalizzato, e la Corte Costituzionale, che ha contemperato solo alcuni dei diversi interessi in gioco<sup>179</sup>. L'ordinanza dei giudici di Palazzo Spada n. 938/1999, in relazione al diniego di ostensione di docu-

---

opporre alle Pubbliche Amministrazioni il segreto proprio verso le informazioni da esse apprese -, ma anche sistematico, essendo tale disposizione nell'articolo concernente l'organizzazione della CONSOB. Al di là della discutibile interpretazione, è tuttavia da evidenziare che i giudici di Palazzo Spada già nel lontano 1994 manifestavano una posizione contraria all'indiscriminata opponibilità del segreto d'ufficio: già nella sent. 1467/1994, infatti, si afferma che "la posizione che legittima l'accesso non necessariamente deve possedere tutti i requisiti che legittimerebbero il ricorso al giudice amministrativo e...neppure, quindi, l'attualità dell'interesse ad agire in giudizio".

<sup>176</sup> Il TUF ribadisce la previsione del segreto eliminando ogni fonte di equivoci circa un eventuale nesso con la collaborazione delle Pubbliche Amministrazioni. F. CARINGELLA, *Corso di diritto amministrativo*, cap. 19, sottolinea che il decimo comma dell'art. 4 è collocato lontano dalla disposizione che prevede la collaborazione con le Pubbliche Amministrazioni, che correla il segreto agli atti compiuti dalla CONSOB "in ragione della sua attività" e che notizie, informazioni e dati sono ora "coperti", e non più solo "tutelati", dal segreto d'ufficio. A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari* cit, p. 2976, sottolinea inoltre che il dodicesimo comma dell'art. 4 estende, oltre che ai dipendenti, anche a consulenti ed esperti l'obbligo del segreto.

<sup>177</sup> Il secondo comma dell'art. 4 della l. 265/1999 introduce, all'art. 23 della legge 241, la disposizione per cui "il diritto d'accesso nei confronti delle Autorità di garanzia e di vigilanza si esercita nell'ambito dei rispettivi ordinamenti, secondo quanto previsto dall'art. 24". L'art. 24 della medesima legge, d'altra parte, esclude il diritto d'accesso nei casi in cui le leggi prevedono segreti o divieti di divulgazione e prescrive alle Amministrazioni di emanare regolamenti in cui indicare i documenti sottratti al diritto d'accesso.

<sup>178</sup> La delibera 9461 prevede un "regolamento per l'individuazione delle categorie di documenti sottratti all'accesso, in attuazione dell'art 24" della l. 241; la delibera 9462 contiene "disposizioni concernenti misure organizzative per l'esercizio del diritto di accesso ai documenti amministrativi in attuazione dell'art. 22, comma 3 della stessa legge". Va considerato, in particolare, l'art. 2 di tale ultima delibera, secondo cui sono oggetto di diritto d'accesso tutti i documenti, tranne quelli esclusi dagli artt. 2 e 4 della delibera 9461: tra questi, tuttavia, vi sono tutti "i documenti amministrativi contenenti dati, notizie, informazioni acquisiti dalla CONSOB nell'esercizio delle sue attribuzioni".

<sup>179</sup> Mai come in quest'ambito, tuttavia, la giurisprudenza emerge come formante del diritto e dunque solo "la casistica giurisprudenziale offre la possibilità di ricostruirne il regime giuridico": così F. CAPRIGLIONE e G. MONTEDORO, *Società e Borsa (CONSOB)*, p. 1038.

---

menti opposto dalla CONSOB ad un'impresa soggetta a procedimento disciplinare della stessa Commissione, sottopone infatti il decimo comma dell'art. 4 del TUF ad un fuoco di fila di questioni di costituzionalità<sup>180</sup>. Fuoco di fila cui la Corte Costituzionale parzialmente si sottrae<sup>181</sup>: la sentenza num. 460/2000, infatti, si apre con la statuizione per cui la Corte “non è chiamata, in questo caso, a un nuovo bilanciamento di tutti gli interessi e di tutti i beni coinvolti in questa disciplina”<sup>182</sup>. In relazione ai parametri considerati, poi, la Consulta adotta una sentenza interpretativa di rigetto: un'ermeneusi adeguatrice<sup>183</sup> impone l'inopponibilità del segreto d'ufficio al

---

<sup>180</sup> Il Consiglio di Stato solleva questione di costituzionalità in relazione agli artt. 2, 3, 11, 21, 24, 97 e 98 della Cost. In particolare, l'art. 4 del TUF violerebbe l'art. 2 perché non garantirebbe i diritti inviolabili dell'uomo, tra cui quello dell'effettività della tutela giurisdizionale, previsto dall'art. 24 della stessa Cost. Inoltre, sarebbe contrario all'art. 3 sia sotto il profilo dell'irragionevolezza, sia sotto il profilo della discriminazione subita dagli operatori sottoposti alla vigilanza della CONSOB, cui viene negato l'accesso alle informazioni sui procedimenti ad essi inerenti, diversamente dalle altre imprese. Ancora, sarebbe negato il diritto all'informazione come ricavabile dall'art. 21 Cost e sarebbero non assicurati buon andamento ed imparzialità della Pubblica Amministrazione: ciò che minaccia la partecipazione, il controllo, la consapevolezza dei processi decisionali, la capacità dell'accesso di avere una funzione deflattiva dei giudizi, ma che revoca anche in dubbio il principio secondo cui “i pubblici ufficiali sono al servizio esclusivo” di una “Nazione fondata sulla sovranità popolare”. Infine, il segreto violerebbe l'art. 11 della Cost. perché la normativa comunitaria, in armonia con la quale l'art. 2 del TUF obbliga la CONSOB ad operare, consentirebbe l'introduzione del segreto solo per fattispecie specifiche: il riferimento è, in particolare, agli artt. 17 del Trattato di Maastricht e 41 del Trattato di Amsterdam. L'ordinanza sostiene altresì che il regime di segreto trova ostacoli “nel diritto all'informazione, nei principi di democrazia, sovranità popolare, sviluppo della persona umana, nel principio per cui l'amministrazione è al servizio dei cittadini...e nei principi di buon andamento e imparzialità della stessa pubblica amministrazione”.

<sup>181</sup> La Consulta ha delimitato l'oggetto del giudizio di legittimità ai soli profili della disparità di trattamento, del diritto di difesa e di imparzialità e buon andamento della Pubblica Amministrazione. Scelta che la Corte Costituzionale compie “malgrado la vastità di prospettive che l'ordinanza di remissione sembra aprire (dalla sovranità popolare alla libertà d'informazione, dal principio democratico allo sviluppo della persona umana)”.

<sup>182</sup> La sentenza, pubblicata in *Banca Borsa Tit. cr.*, 2001, p. 397, si apre con la premessa per cui “dal thema decidendum esula la questione più generale se l'ampia configurazione del segreto d'ufficio che ispira la disciplina...trovi un'appagante ragione giustificativa nell'esigenza di salvaguardia della stabilità e del buon funzionamento del sistema finanziario, ovvero se, invece, ne risulti compromessa, oltre i limiti costituzionalmente garantiti, l'istanza di trasparenza dell'azione amministrativa”.

<sup>183</sup> Realizzata sulla base di leggi ordinarie e costituzionali. M. A. CABIDDU, commento, in *Banca Borsa Titoli Cr.*, 2000, p. 400, coglie in ciò un segnale della “plausibilità” dell'opzione ermeneutica del Consiglio di Stato: la Corte Costituzionale, nell'interpretare una disposizione mediante leggi ordinarie, in questo caso dichiara infat-

---

solo soggetto sottoposto a procedimento sanzionatorio<sup>184</sup>. La delimitazione dell'ambito del giudizio, tuttavia, lascia impregiudicate questioni molto intriganti<sup>185</sup>, puntualmente risollevate dal Consiglio di Stato<sup>186</sup>: le ordinanze

---

ti la manifesta infondatezza, non l'inammissibilità della questione. Le disposizioni di legge ordinaria utilizzate dalla Consulta per astrarre dalla disposizione dell'art. 4, decimo comma del TUF una norma non incostituzionale sono i commi 2 e 3 dell'art. 196 del TUF, concernenti il procedimento disciplinare, condotto interamente dalla CONSOB in relazione alle violazioni delle norme da parte dei promotori. La contestazione degli addebiti, la considerazione delle deduzioni, la motivazione dei provvedimenti sono elementi che escludono, infatti, l'opponibilità del segreto al soggetto sottoposto ad un simile procedimento, a patto di non considerare tale contraddittorio solamente fittizio; d'altra parte, l'applicabilità delle disposizioni della l. 689/1981, ed in particolare dell'art. 23 – che prevede l'ordine del giudice dell'opposizione all'Amministrazione di depositare copia del rapporto ed atti relativi – muove nella medesima direzione.

<sup>184</sup> La sentenza si limita ad affermare l'ancillarità del diritto d'accesso al diritto di difesa e ad obbligare l'ostensibilità solo al soggetto sottoposto a giudizio o a procedimento disciplinare, non a terzi: richiama a tal proposito le pronunce 71 e 505 del 1995 della Corte Cost. per affermare che, quantunque il diritto di difesa non si proietti nella sua complessità, comunque produce riflessi particolarmente rilevanti e prescrive garanzie nei procedimenti disciplinari amministrativi. La Consulta statuisce, infatti, che “nessun principio, anche se attinge ai gradi più elevati della tutela giuridica, può infatti giungere a legittimare la sostanziale segretezza, nei confronti dello stesso interessato, dei documenti che fondano il procedimento disciplinare a suo carico”. Ciò vale sia quando questi voglia attivare il giudizio d'opposizione al decreto ministeriale, sia quando invece vuole preventivamente utilizzare il ricorso preventivo al TAR previsto dall'art. 25, comma 5 della legge 241/1990: quest'ultima disposizione prescrive la possibilità di impugnare presso il TAR – che decide in camera di consiglio entro trenta giorni – e poi presso il Consiglio di Stato “le determinazioni amministrative concernenti il diritto d'accesso”. Dalla reiterata correlazione di tale diritto al solo soggetto sottoposto a procedimento, a contrario, si ricava che la Corte non ha voluto estendere l'inopponibilità a tutti gli interessati, pur quando l'atto sia alla base di un procedimento disciplinare.

<sup>185</sup> Dal rapporto tra stabilità e trasparenza alla correlazione tra diritto d'accesso e diritto di difesa, dalla compatibilità del segreto d'ufficio con la missione di “disclosure” cui è orientata la CONSOB all'ostensione come strumento di accountability dell'Autorità indipendente.

<sup>186</sup> Si tratta delle ordinanze del 15 dicembre 1999, del 21 gennaio 2000 e del 12 aprile 2000. In aggiunta ai parametri già invocati nell'ordinanza che ha determinato la sent. 460/2000, tali ordinanze invocano la questione di costituzionalità anche in relazione all'art. 76 della Cost., rilevando un eccesso di delega da parte del legislatore delegato che ha redatto il TUF proprio in relazione alla previsione del segreto d'ufficio. Tuttavia, l'ordinanza del 12 aprile 2000 – pubblicata su *Consiglio di Stato*, 2000, p. 957 - insiste soprattutto su un elemento “dribblato” dalla Corte Costituzionale nella sentenza del 2000: il fatto che il diritto d'accesso trascende il diritto di difesa, e come tale va riconosciuto anche a soggetti interessati diversi da chi è sottoposto a un procedimento disciplinare e, in ogni caso, anche a prescindere dalla pendenza di un giudizio. “Il diritto d'accesso...ha natura autonoma rispetto alla posizione giuridica posta alla base della relativa istanza ed è tutelato...indipendentemente dalla pendenza di un giudizio nel quale sussistono poteri istruttori del giudice”, affermano i giudici di Palazzo Spada nel sollevare questione di costituzionalità alla luce del diniego, da parte della CONSOB, dell'accesso a relazione ispettiva, proposte degli uffici e verbali di riunioni richiamate



---

nn. 80 e 93 del 2001 della Corte Costituzionale, tuttavia, dichiarano la manifesta inammissibilità in virtù della precedente sentenza interpretativa di rigetto<sup>187</sup>. Il problema tuttavia è semplicemente differito, nonostante il non liquet della Consulta in relazione alla differente situazione in fatto e in diritto oggetto dell'ordinanza del Consiglio di Stato n. 3700 del 5 luglio 2000: tale ordinanza, infatti, prende spunto dal diniego di accesso della CONSOB non già nell'ambito di un procedimento disciplinare in corso, bensì nell'ambito di un giudizio civile deputato alla cognizione di fatti omogenei rispetto a quelli di un procedimento disciplinare conclusosi con l'archiviazione<sup>188</sup>. Nella medesima ordinanza il Consiglio di Stato – oltre ad insistere sull'autonomia del diritto d'accesso rispetto al diritto di difesa – solleva questione di costituzionalità in relazione all'irragionevolezza della nozione “rigorosamente personale” del segreto d'ufficio, fondata sul mero dato soggettivo della competenza della CONSOB, cui contrappone invece la necessità di correlare la deroga al diritto d'accesso ad un'”impostazione reale”<sup>189</sup>.

---

nella contestazione degli addebiti ad una società d'intermediazione. Continua il giudice amministrativo: “L'esercizio del diritto d'accesso, anche quando mira a tutelare una posizione giuridica rispetto alla quale pende un giudizio o esso può essere instaurato, ha un ambito ed una finalità che trascendono tale occasione, perché rivolto ad assicurare la trasparenza dell'attività amministrativa ed a favorirne lo svolgimento imparziale”.

<sup>187</sup> L'ordinanza n. 93, pubblicata su *Giur. Cost.*, 2001, p. 593, si limita a ribadire ciò che è stato precedentemente affermato nella sent. 460/2000, ritenendo superflue le altre questioni sollevate dal giudice amministrativo: “la sfera di applicazione dell'art. 4, comma 10, quale che ne sia l'effettiva estensione, con certezza non comprende gli atti, le notizie e i dati in possesso della CONSOB in relazione alla sua attività di vigilanza, posti a fondamento di un procedimento disciplinare...nei confronti dell'interessato”.

<sup>188</sup> Si tratta del ricorso della Arthur Andersen SPA, che aveva certificato i bilanci della RCS SPA, e nei confronti della quale la CONSOB aveva avviato un procedimento disciplinare conclusosi, poi, con l'archiviazione. La società di revisione, dopo aver chiesto copia del provvedimento di archiviazione, ha poi inoltrato richiesta di accesso a tutti gli atti del procedimento disciplinare per difendersi, in relazione ai medesimi fatti, nel giudizio civile nel quale era convenuta per istanza della società oggetto di revisione. Il provvedimento di diniego della CONSOB, motivato con la diversità dei presupposti fattuali rispetto alla vicenda che aveva condotto alla sentenza n. 460/2000, era stato ritenuto legittimo dal TAR Lazio. Risulta chiaro che rispetto ad una simile situazione non sarebbe bastato il semplice richiamo alla sent. 460/2000 ed ai commi 2 e 3 dell'art. 196 del TUF per negare l'illegittimità costituzionale dell'art. 4 comma 10 dello stesso TUF.

<sup>189</sup> I giudici amministrativi, infatti, ritengono che è incostituzionale e sovrabbondante la previsione di un regime di segreto correlata al solo dato soggettivo dell'istituzione CONSOB, “che fa derivare dal dato neutro della qualità del soggetto pubblico e dal suo

---

E' auspicabile che la Corte Costituzionale risolva senza più tentennamenti e dribbling la questione cruciale della permeabilità del segreto d'ufficio: quella della prevalenza del diritto d'accesso solo quando esso è espressione del diritto di difesa ovvero anche in tutte le occasioni che non richiedono una stringente tutela<sup>190</sup>.

In questo contesto deve essere segnalata la modifica apportata dalla l. 262/2005 che sembra continuare a non temperare il rigido approccio usato dal legislatore nella precedente compilazione del TUF. In particolare la legge sulla "tutela del risparmio", immune dall'influenza dall'interpretazione fornita sul diniego del diritto di accesso posta in essere dai giudici di palazzo spada, ha modificato parzialmente il comma 4 dell'art. 4<sup>191</sup> del Tuf. In particolare la novella estende il segreto d'ufficio anche nei confronti Ministro dell'Economia se non vi è il consenso dell'autorità che ha fornito dette informazioni.

---

campo d'azione astrattamente delineato, una preclusione all'accesso anche di notizie la cui divulgazione sia ad un tempo utile per la tutela della sfera dell'accedente e non lesiva di interessi pubblici e privati antagonisti": meglio una nozione di segreto reale, vale a dire la sua emersione, sulla base di valutazioni discrezionali della CONSOB, esclusivamente allorché "la divulgazione sia suscettibile di vulnerare interessi ritenuti abbisognavoli di protezione". L'ordinanza afferma la necessità di modificare "un regime di automatica insostenibilità degli atti della CONSOB in modo alieno dalla concreta valutazione del carattere riservato delle notizie e dall'incisione sull'interesse protetto, quello della stabilità" e della riservatezza delle imprese. Propugnatore di un'impostazione reale del segreto d'ufficio è anche F. CARINGELLA, *Corso di diritto amministrativo*, cap. 19, che sostiene la necessità che l'ambito del segreto sia parziale, e cioè che esso sia correlato alla necessaria tutela di taluni interessi, in assenza della quale si dovrebbe riespandere il principio generale del diritto d'accesso.

<sup>190</sup> E dunque quella dell'inopponibilità al solo soggetto sottoposto a procedimento ovvero anche a terzi. Resta aperta anche la questione dell'adesione ad un'impostazione personale e totalizzante ovvero reale e relativa del segreto d'ufficio.

<sup>191</sup> La precedente versione dell'art.4, comma 4, del TUF non prevedeva l'opponibilità del segreto d'ufficio al Ministro dell'Economia.

---

## 2.3 LA RESPONSABILITÀ CIVILE DELLA CONSOB

### 2.3.1. L'influenza del principio del riconoscimento della risarcibilità del danno da lesione di interesse legittimo in relazione alla responsabilità civile della Consob

La creazione delle autorità indipendenti risulta essere un fenomeno di natura abbastanza recente che può ricollegarsi alla istituzione della banca d'Italia<sup>192</sup>. Le funzioni attribuite alle *autorities* sono diverse: talvolta ad esse vengono attribuiti poteri giudiziali in altri casi ad esse vengono attribuiti poteri di controllo con i relativi poteri sanzionatori nei confronti dei soggetti sottoposti alla vigilanza e controllo. Il dato caratteristico, come evidenziato nei paragrafi precedenti è quello di essere autonome dai poteri tradizionali dello stato (legislativo, esecutivo e giudiziario)<sup>193</sup> ovvero di Senza ombra di dubbio il problema relativo alla responsabilità civile della Consob ed in più in generale delle autorità amministrative indipendenti trova ampio dibattito in dottrina a seguito della sentenza della Cassazione a sezioni unite n. 500, avvenuta nel luglio del 1999. Tale sentenza, come si è da più parti osservato, ha segnato una svolta di rilevanza epocale nei rapporti fra la pubblica amministrazione ed i cittadini, in quanto ha esplicitamente ammesso che la prima possa essere condannata nei confronti dei secondi al risarcimento del danno derivante dalla lesione di quelle posizioni soggettive che, se non assurgono al rango di veri e propri diritti soggettivi, ricevono tuttavia protezione dal parte dell'ordinamento e possono perciò essere ascritte alla catego-

---

<sup>192</sup> La Banca d'Italia può essere considerata come la prima autorità indipendente sorta nel nostro paese. Questo organo di controllo nasce nel 1893 dalla fusione fra la banca nazionale del Regno d'Italia, la Banca nazionale Toscana, e la Banca Toscana di credito per consentire il salvataggio della Banca romana a seguito del suo dissesto finanziario. Successivamente la legge del 10 agosto 1893, n. 449, ha attribuito alla banca entrante anche la funzione di istituto di emissione della moneta.

<sup>193</sup> Cfr. Massimo Franzoni, in *Mercato Finanziario e tutela del risparmio*, Cedam, Padova 2006.

---

ria degli interessi giuridicamente rilevanti e giuridicamente tutelati<sup>194</sup>.

Ora, non è dubbio che la menzionata sentenza delle sezioni unite della nostra Corte di Cassazione preparò il terreno e fissò i presupposti teorici per l'impostazione e la soluzione in termini positivi del problema di una possibile responsabilità civile della Consob, contribuendo altresì ad incrementare il tasso di sensibilità nei confronti di esso da parte della giurisprudenza teorica e pratica; tuttavia, non sembra corretto affermare che questa tematica non fosse stata precedentemente presa in considerazione dal dalla dottrina e dalla giurisprudenza. Al contrario, almeno dalla metà degli anni '80<sup>195</sup>, esso era stato portato in più occasioni all'attenzione della giurisprudenza, ed era stato oggetto di studio - se non in generale, almeno sotto il profilo, particolarmente stimolante, della «responsabilità da prospetto» da parte di esperti e cultori sia del diritto civile, sia del diritto commerciale. Si trattava, del resto, di un problema non solo italiano, bensì conosciuto ed avvertito anche in altri ordinamenti<sup>196</sup>.

Si deve rilevare, infatti, che la dottrina, seppur in modo non univoco, - a differenza che nella giurisprudenza, per lo più attestata su posizioni negative e di chiusura<sup>197</sup> - ha mostrato oltre che una notevole sensibilità al problema,

---

<sup>194</sup> La sentenza della Cassazione a sezioni unite n. 500 del 22 luglio 1999 può leggersi in *Foro it.*, 1999, I, 2487, con Osservazioni di A. PALMIERI, R. PARDOLESI; per la sua indubbia importanza, essa è stata annotata in tutte le principali riviste giuridiche italiane; si vedano, tra i tanti contributi, quelli pubblicati nell'annata 2000 della *Rivista di diritto civile*, di F.D. BUSNELLI (I, p. 335 ss.), A. GAMBARO (I, p. 355), G. OPPO (I, p. 391), A. FALZEA (I, p. 679), C.M. BIANCA (I, 689), A. PROTO PISANI (I, 775). Cfr. altresì M. CLARICH, *La responsabilità della Consob nell'esercizio dell'attività di vigilanza: due passi oltre la sentenza della Cassazione n. 500/99*, in *Danno e resp.*, 2002, p. 223 ss.

<sup>195</sup> È del 1985 la legge, n. 281, che attribuisce alla Consob la personalità giuridica, con tutte le conseguenze che ne derivano in punto di autonomia patrimoniale e di imputazione delle obbligazioni contrattuali ed extracontrattuali (cfr. G. CASTELLANO, *I controlli esterni*, nel *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, Torino, 5, 1988, p. 333) e fissa perciò il presupposto per il riconoscimento della legittimazione passiva della Consob rispetto ad eventuali azioni di responsabilità.

<sup>196</sup> Cfr., per una disamina dei profili comparatistici, A. BLANDINI, *Sulla responsabilità degli organi di vigilanza*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI, V. SANTORO, Torino, 1999, p. 323 ss.

<sup>197</sup> Cfr., fra le altre, Cass. civ., Sez. un., 14 gennaio 1992, n. 367, in *Foro it.*, 1992, I, 1, c. 1421 ss. (e in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, II, p. 393 ss., con nota di N. MARZONA, *Le posizioni soggettive del risparmiatore secondo il giudice della giurisdizione: una difficile tutela*); Cass.,

---

propensione a suggerirne una soluzione positiva<sup>198</sup>, nel senso - cioè - di riconoscere la responsabilità civile della Consob. Ma il suggerimento si accompagnava alla constatazione dell'impossibilità, o per lo meno della difficoltà, di giustificare una siffatta scelta alla stregua e del diritto positivo, attestati nel senso della non risarcibilità della lesione di posizioni soggettive diverse dal diritto soggettivo.

In particolare, la difficoltà veniva dai più ravvisata nell'atteggiamento «granitico» della nostra giurisprudenza (non del tutto condiviso, peraltro, dalla dottrina) in punto di irrisarcibilità del danno da lesione di interessi legittimi<sup>199</sup>; atteggiamento di chiusura, del quale taluni<sup>200</sup> ritenevano possibile il rovesciamento alla sola condizione che in capo al privato fosse riconosciuto un diritto soggettivo per il danno ricevuto a fronte dell'omissione colposa della Consob. Occorreva quindi attribuire alla libertà contrattuale la caratteristica di un vero e proprio diritto e non di un mero interesse. Tuttavia come

---

Sez. un., 29 marzo 1989, n. 1531, *ivi*, 1991, I, 1, p. 3206: l'orientamento della giurisprudenza, anche di legittimità, era ovviamente condizionato dalla premessa già richiamata (in punto di irrisarcibilità della lesione di interessi legittimi) e da quella ricavava il corollario dell'impossibilità di azionare in giudizio pretese risarcitorie nei confronti della P.A. in genere, e specificamente di quella particolare articolazione della p.a., che è costituita dalla Consob e più in generale dalle c.d. autorità indipendenti (v. in proposito, sulla qualificazione in tal senso della Consob, F. MAIMERI, *La Consob come autorità indipendente*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 907 ss., spec. §§ 6 e 7; R. RORDOEF, *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001, V, e. 266 ss.

<sup>198</sup> Cfr. ad esempio M. CERA, *La Consob*, Milano, 1984, p. 145; ID., *Insolvenza del Banco Ambrosiano e responsabilità degli organi pubblici di vigilanza*, in *Giur. comm.*, 1986, II, p. 431 ss., in nota a Trib. Milano, 9 gennaio 1986.

<sup>199</sup> Da altri invece l'ostacolo all'affermazione in termini generali della responsabilità civile delle autorità di vigilanza veniva individuato nella «assenza di una situazione giuridica soggettiva in ipotesi lesa» e nella conseguente qualificazione del danno inferito come «meramente patrimoniale» (e perciò non risarcibile *ex art.* 2043 c.c.): cfr., sia pure con riferimento alla responsabilità non della Consob, bensì dell'Autorità di vigilanza sul settore bancario, C. SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità dell'organo di vigilanza bancaria e danno meramente patrimoniale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II, p. 534 ss., spec. pp. 544-545; peraltro, detto orientamento non necessariamente approda all'esito di negare *tout court* la responsabilità civile delle autorità di vigilanza, bensì a quello di ammetterla (ma solo) come responsabilità «da violazione di obblighi preesistenti» (ID., *op. cit.*, p. 545 ss.; nello specifico, la responsabilità viene da questo autore (*ivi*, p. 551) negata con riferimento all'organo di vigilanza bancaria, in base alla considerazione che la disciplina vigente delle funzioni proprie di tale organo sia tale da escludere una specifica situazione relazionale con i risparmiatori in ipotesi danneggiati).

<sup>200</sup> Cfr. F. GALGANO, *Quattro note di varia giurisprudenza*, in *Contratto e impresa*, 1992, p. 535

---

sostenuto da molti giuristi tale riqualificazione soggettiva del diritto del investitore necessitava di essere specificatamente riconosciuta dal diritto scritto<sup>201</sup>.

Nonostante quindi un netta qualificazione dell'interesse del risparmiatore a mero interesse legittimo nei confronti dell'attività posta in essere dalla Consob era già sorta all'interno della dottrina più sensibile e più moderna il bisogno di: a) di dare una valorizzazione del ruolo della Consob nella salvaguardia degli interessi connessi e correlati all'informazione societaria e più in generale finanziaria ed alla sua circolazione, secondo il monito a «non degradare le funzioni della Consob a quelle di mero riscontro della regolarità formale ed estrinseca dei prospetti e delle comunicazioni»; b) del rifiuto di posizioni «protettive», tendenti a creare zone di immunità dal diritto comune della responsabilità civile, e dunque del riconoscimento che «la discrezionalità del potere non esclude di per sé il controllo sulle modalità nelle quali il potere si è estrinsecato», fermo restando, in ogni caso, che «l'accertamento della responsabilità non può andare disgiunto dalla sussistenza di poteri adeguati, nel senso che l'estensione dei poteri concessi dall'ordinamento segna anche il limite oltre il quale la Consob non può essere tenuta a rispondere civilmente».

### **2.3.2 Le tappe della legificazione dei fini istituzionali della Consob**

L'intervento, da taluni - come si ricordava - auspicato, del diritto scritto in merito al contenuto ed all'ambito della responsabilità civile della Consob non si è in realtà, fino ad oggi, avuto.

A segnare l'evoluzione sul tema oggetto del presente paragrafo fu tuttavia la

---

ss., spec. p. 541 ss.

<sup>201</sup> Cfr. G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, nel *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, Torino, 10\*\*, 1993, p. 308.

---

già menzionata svolta giurisprudenziale, consistente nel superamento e nel capovolgimento del precedente indirizzo negativo in punto di risarcibilità della lesione di posizioni soggettive (in particolare, del privato rispetto all'agire della p.a.) diverse dal diritto soggettivo. Non a caso, la sentenza 500/1999 è copiosamente richiamata nella motivazione della successiva sentenza della Cassazione del 3 marzo 2001, n. 3132<sup>202</sup>; sentenza che, sia qui osservato *per incidens*, è stata considerata come il *leading case* in materia di responsabilità civile della Consob, ed alla quale occorre oggi accostarsi con la consapevolezza che il principio di responsabilità ivi affermato non può essere più riproposto negli stessi termini, in considerazione del necessario intervento, allora non previsto, dei c.d. *gatekeepers*<sup>203</sup> nelle attività di elaborazione e poi di controllo dei prospetti informativi.

Oltre a mutamento dell'indirizzo giurisprudenziale un altro importante tassello, ai fini della progressiva elaborazione e «costruzione» della responsa-

---

<sup>202</sup> Pubblicata in numerose riviste, e fra queste in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2002, II, p. 10 ss., con nota di A. PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*. I fatti oggetto della sentenza risalgono al 1983 e, per riassumerli in poche battute, riguardavano un'offerta di sottoscrizione di «titoli atipici», operazione a monte della quale vi era l'autorizzazione della Consob e che non andò a buon fine. Alcuni sottoscrittori citarono in giudizio la Consob (nonché alcuni suoi funzionari), chiedendone la condanna al risarcimento dei danni patiti per effetto dell'indebita autorizzazione all'operazione. In sede di giudizio di rinvio, la causa è stata decisa dalla Corte d'Appello di Milano, con la sentenza n. 2841 del 24 settembre-21 ottobre 2003, in *Contratti*, 2004, p. 329 ss. (ne dà notizia altresì CONSOB, *Relazione per l'anno 2003*, Roma, 2004, p. 154), che ha condannato la Consob, in solido con il Ministero dell'economia ed altri soggetti, ex componenti della Commissione, al pagamento in favore degli appellanti di una somma di denaro a titolo di risarcimento del danno.

<sup>203</sup> A testimonianza di ciò (e salvo quanto più avanti si dirà a proposito dei *gatekeepers*) può qui ricordarsi che, ad esempio, il responsabile del collocamento (il quale oggi coordina e dirige l'offerta in qualità di *global coordinator*, ossia dirige e coordina il consorzio di collocamento e garanzia al quale partecipano banche e sim in qualità di collocatori) attesta che il prospetto informativo sia redatto secondo gli schemi previsti dalla Consob e contenga le informazioni previste dall'art. 94, comma 2°, dlgs. n. 58/98 (art. 5, comma 3°, reg. n. 11971/99) e, più precisamente, unitamente al presidente del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale dell'emittente, sottoscrive la seguente dichiarazione: «il presente prospetto contiene tutte le informazioni necessarie a valutare con fondatezza la situazione patrimoniale e finanziaria, i risultati e le prospettive dell'emittente, nonché diritti connessi con gli strumenti finanziari quotati. I redattori sono responsabili della completezza e veridicità dei dati e delle notizie contenuti nel prospetto per le parti di rispettiva pertinenza. Ciascuno dei redattori del prospetto si assume altresì la responsabilità per ogni altro dato e notizia che fosse tenuto a conoscere e verificare» (all. 1B, parte terza, schema 1, T, reg. n. 11971/1999).

---

bilità civile della Consob era stato posto, qualche anno prima, dal d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. «decreto Eurosim») e poi (e più organicamente) dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, contenente il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF.)<sup>204</sup>. Ci si riferisce, in particolare, alla «legificazione dei fini» dell'attività istituzionale della Consob, identificati nel controllo sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati, avuto riguardo alla tutela degli investitori; legificazione operata con il c.d. «decreto Eurosim» agli artt. 4, comma 1° e 50, comma 1° (con riguardo ai controlli della Consob sugli intermediari e sui mercati) e con il TUF. agli artt. 5, commi 1° e 3°, 91 e 74, comma 1° (con riferimento alla vigilanza della Consob, rispettivamente, sugli intermediari, sugli emittenti e sui mercati regolamentati).

È il caso, a questo proposito, di osservare che, già dal 1993 (anno di emanazione del testo unico delle disposizioni in materia bancaria e creditizia, T.U.B.), anche i fini istituzionali dell'attività di vigilanza demandata alla Banca d'Italia erano stati legificati. L'art. 5 del T.U.B. li aveva infatti individuati nella sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, nella stabilità complessiva, nell'efficienza e nella competitività del sistema finanziario, nell'osservanza delle disposizioni di legge in materia creditizia; ma non aveva operato alcun riferimento alla tutela dei soggetti che - a vario titolo (come risparmiatori, come depositanti, come soci o come investitori) - partecipano o sono comunque interessati alle vicende dei soggetti direttamente sottoposti alla vigilanza dell'autorità di settore.

Per converso, il ripetuto riferimento, nel corpo del TUF. (e prima ancora, come sopra osservato, nel c.d. «decreto Eurosim»), al fine della tutela degli investitori viene letto come indice del riconoscimento, in capo ad essi (a cia-

---

<sup>204</sup> Il TUF ha subito numerosi interventi di modifica successivamente alla sua emanazione nel 1998: nel presente scritto, si ha riguardo al testo vigente al giugno 2007 (recentemente novellato dalla legge 262/2005, dal d.lgs del 29 dicembre 2006 n. 303 ed infine dal d.lgs. del 28 marzo 2007 n. 51), salvo indicare, di volta in volta, le modifiche successivamente apportate a seguito dell'emanazione della già ricordata legge n. 262 del 28 di-



---

scuno di essi ed a tutti, indistintamente considerati), di un interesse, qualificato e rilevante per il diritto, appunto perché fondato su una specifica previsione di legge, al corretto, prudente ed attento esercizio della potestà di vigilanza; o, in una diversa ma convergente prospettiva, come indice del riconoscimento, in capo all'Autorità, di un obbligo di esercitare il potere o i poteri ad essa attribuiti in maniera tale da salvaguardare l'interesse altresì dei singoli investitori, ed in particolare in maniera da evitare che essi subiscano danno. Del resto, è stato osservato<sup>205</sup>, la scelta politico-istituzionale di proporre una specifica autorità al servizio dell'informazione per i fruitori del mercato finanziario, e cioè per gli investitori, da un lato rinviene il proprio fondamento nella considerazione che le decisioni di investimento richiedono la disponibilità continua di una tale massa di informazioni, che sarebbe impossibile lasciarne gestire il flusso dall'iniziativa individuale degli emittenti in rapporto con gli investitori e viceversa; dall'altro ha come corollario indispensabile l'investitura di detta autorità in una specifica responsabilità diretta verso il mercato, ed in particolare verso coloro che, facendo affidamento sull'informazione, vi accedono appunto per investire il proprio denaro.

Viene così aperta la strada al superamento di un'altra obiezione che era stata in precedenza sollevata contro l'assunto di una responsabilità civile della Consob e delle autorità di vigilanza in genere: l'obiezione secondo la quale, in assenza di indici normativi circa il riconoscimento per diritto positivo di una posizione di interesse in capo ad un determinato soggetto o categoria di soggetti (nel caso specifico, l'investitore), il pregiudizio da questi patito rimarrebbe sul piano del danno meramente patrimoniale, che può aspirare ad una riparazione per equivalente solo collocandosi nell'alveo della responsabilità da inadempimento di un (preesistente) obbligo. Le disposizioni dinanzi ricordate hanno appunto consentito di identificare, in capo all'Autorità di

---

cembre 2005.

<sup>205</sup> Cfr. G. VISENTINI, A. BERNARDO, *La responsabilità della Consob per negligenza nell'esercizio dell'attività di vigilanza*, Luiss-Ceradi, dicembre 2001 (reperibile nel sito Internet del Cera-

---

vigilanza sui mercati mobiliari, un obbligo positivo di indirizzare l'esercizio dei suoi poteri (anche) alla protezione degli investitori; obbligo la cui inosservanza è suscettibile - ove cagioni un danno agli interessati - di giustificare a tale titolo - a titolo appunto di inesatto o carente adempimento - una pretesa risarcitoria del o dei soggetti danneggiati nei confronti dell'Autorità.

### **2.3.3 La ricognizione dei diversi profili o versanti della responsabilità civile della Consob**

A seguito dei due eventi che si sono sopra riportati, il tema relativo alla responsabilità civile della Consob è divenuto molto sentito da parte e della giurisprudenza pratica e della giurisprudenza teorica.

Si registra tuttavia una certa inclinazione a trattare in maniera reciprocamente indifferenziata, quasi sovrapponendoli l'uno all'altro, i diversi piani, ambiti e profili rispetto ai quali può astrattamente prospettarsi una statuizione di responsabilità civile della Consob; e si avverte allora l'utilità di un esame ricognitivo della materia che ci occupa, volto appunto a selezionare e a classificare quei piani e quei profili, sì da consentire una più nitida percezione dei nodi problematici che ancora oggi la caratterizzano.

In questa prospettiva, si propone in primo luogo di operare una distinzione fra:

- a) profili di responsabilità civile della Consob nei confronti dei soggetti direttamente vigilati ed in conseguenza del cattivo esercizio della potestà di vigilanza e dei poteri-doveri a questa connessi;
- b) profili di responsabilità civile della Consob nei confronti di soggetti diversi da quelli direttamente vigilati, e «terzi» rispetto ad essi: in particolare, nei confronti degli investitori;

---

di all'indirizzo [www.ceradi.it](http://www.ceradi.it)).

---

c) responsabilità da cattivo o omesso esercizio dei poteri societari attribuiti all’Autorità da specifiche disposizioni di legge: ad esempio, del potere di impugnativa del bilancio (*redius*, della delibera di approvazione del medesimo, art. 157, comma 2°, TUF.), o di determinate delibere assembleari (cfr. artt. 14, comma 6° e 16, comma 3°; 61, comma 8°; 80, comma 8°; 110; 120, comma 5°; 121, comma 6°; 122, comma 4°, TUF.)<sup>206</sup>; del potere di denuncia del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo sulla gestione (e, secondo alcuni, anche degli amministratori: art. 152, comma 2° TUF.) in ipotesi di gravi irregolarità nell’adempimento dei loro doveri.

d) responsabilità da cattivo o omesso esercizio del potere regolamentare (sul modello della responsabilità dello Stato per cattivo esercizio del potere legislativo)<sup>207</sup>.

Si propone altresì di concentrare l’attenzione sui primi due versanti della responsabilità - quelli contrassegnati rispettivamente con le lett. *a*) e *b*) - riservando eventualmente ad una diversa occasione l’approfondimento delle ipotesi di responsabilità richiamate sotto le lett. *e*) e *d*).

### **2.3.4 La responsabilità della Consob nei confronti dei soggetti direttamente vigilati**

Quanto ai profili di responsabilità richiamati sotto *a*), giova ricordare che sono oggi (almeno) 244 le fasi procedurali ed i procedimenti rispetto ai quali la Consob è competente ed attraverso i quali si esplica, con varietà di strumenti e di modalità, la sua potestà di vigilanza nei riguardi di una platea

---

<sup>206</sup> In proposito vedi l’ordinanza del Trib. Padova, 8 giugno 2005, sul caso ABN AMRO – Antonveneta.

<sup>207</sup> Accennano a questo profilo o versante della responsabilità delle autorità indipendenti ad esempio S. MAZZAMUTO, *Verso una responsabilità civile delle Authorities?*, in *Danno e resp.*, 2000, p. 364 ss., a p. 367; G. ALPA, *La responsabilità extracontrattuale della Consob: al-*

---

di soggetti sempre più ampia, nell'ambito della quale non possono qui non essere menzionati almeno gli intermediari ed i promotori finanziari, le società di gestione del risparmio, le società di gestione dei mercati regolamentati e di gestione accentrata, gli organizzatori di scambi organizzati di strumenti finanziari di cui all'art. 78 TUF., gli emittenti «quotati» e quelli con «strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante», le società di revisione contabile<sup>208</sup>.

È il caso di segnalare che le attribuzioni di vigilanza della Consob ed il numero dei destinatari di tale attività - non più, si noti bene, costituito dai soli vigilati, ma anche da altri soggetti individuati dagli artt. 115, comma 1°, lett. *c-bis* e *187-octies*, comma 3°, TUF. - sono aumentati a seguito delle riforme introdotte, a modifica della previgente versione del TUF., con la sia co la riforma del risparmio e le relative modifiche apportate dai decreti legislativi correttivi sia dall'attuazione della direttiva 2003/6/CE in materia di *market abuse*: si pensi, si pensi ad esempio, all'attribuzione alla Consob del potere sanzionatorio *diretto* con riguardo agli intermediari dei mercati finanziari (artt. 190 e 195 TUF.), potere prima della riforma del risparmio affidato al Ministero dell'Economia, al quale la Commissione poteva limitarsi a formulare proposte sanzionatorie, ovvero ai nuovi contenuti dei poteri della Consob in ordine agli illeciti amministrativi di «abuso di informazioni privilegiate» e di «manipolazione del mercato» (art. *187-octies* TUF.), che danno facoltà alla Consob a comminare direttamente, salve le eventuali sanzioni penali previste dalla legge, le nuove sanzioni amministrative contemplate dal TUF. (art. *187-septies*).

Varia è altresì la tipologia dei provvedimenti che possono essere emessi

---

*cuni problemi di metodo e di merito*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, II, p. 90 ss., e p. 91-92.

<sup>208</sup> In proposito può vedersi il Regolamento Consob n. 12697 del 2 agosto 2000 di attuazione degli artt. 2, comma 2°, e 4 della legge 7 agosto 1990 n. 241 (da ultimo modificato con delibera Consob n. 15131 del 5 agosto 2005), leggibile all'indirizzo elettronico [www.consob.it](http://www.consob.it), e, segnatamente, la tabella allegata al predetto regolamento, nella quale sono puntualmente individuati tutti procedimenti (e le fasi procedurali) di pertinenza della Consob, i loro termini di durata e le unità organizzative competenti a trattarli.

---

dall’Autorità indipendente<sup>209</sup>: il pregiudizio in capo al soggetto vigilato può scaturire dall’adozione (in assenza dei presupposti di legge), ovvero dalla mancata adozione (nonostante la presenza dei presupposti indicati dalla legge), di uno di tali provvedimenti.

### **2.3.5 Segue: analisi dei profili strutturali del fenomeno e di talune questioni ancora aperte: in particolare, la questione della giurisdizione**

La tutela del soggetto vigilato, destinatario del provvedimento finale dell’Autorità, si esplica anzitutto attraverso la previsione di adeguate garanzie endoprocedimentali, le quali impongono che i «procedimenti sanzionatori» - a presidio del diritto di difesa e del diritto del destinatario del provvedimento ad un giusto procedimento - siano retti *«dai principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie»* (artt. 187-septies, comma 2° e 195, comma 2°, TUF.)<sup>210</sup>. La riforma sul risparmio art. 24,

---

<sup>209</sup> Sia consentito anche qui il rinvio al sopra ricordato Regolamento Consob n. 12697/2000 (v. *supra* nota 17), che, contestualmente all’indicazione dei procedimenti, individua altresì la tipologia dei provvedimenti che la Consob può adottare, quali atti finali dei procedimenti medesimi.

<sup>210</sup> In relazione al principio della distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie - regola già conosciuta nell’ordinamento francese e in quello britannico, anche se declinata in quei sistemi in termini non omogenei (cfr., rispettivamente: artt. L621-2/15/17 del *Code Monétaire et Financier* e Sezione 395 del *Financial Services and Markets Act* del 2000) - può anzitutto osservarsi che la nuova disposizione fa sorgere più di un dubbio sull’attuale vigenza dell’art. 1, n. 1, comma 6°, 2ª alinea, legge n. 216/74, il quale prescrive che *«il presidente [della Consob] sovrintende all’attività istruttoria...»*. Se, infatti, le due funzioni devono essere tenute distinte e quella decisoria è di pertinenza della Commissione (presieduta dal presidente), allora la disposizione citata - a meno di non interpretare, invero un po’ forzatamente, l’espressione «sovrintende all’attività istruttoria» nel senso di «sovrintende *organizzativamente* all’attività istruttoria» - potrebbe forse considerarsi, a seguito dell’entrata in vigore della nuova regola, tacitamente abrogata (almeno con riguardo ai *procedimenti sanzionatori* [e ora anche rispetto a quelli di «controllo a carattere contenzioso»]). In secondo luogo, non è forse inutile rammentare che, di recente, la Consob ha dato attuazione al ricordato principio della distinzione tra funzioni {con le delibere nn. 15085/15086/15087, tutte del 21 giugno 2005, c.s.m., in *www.consob.it* e nel *Bollettino*

---

comma 1°), prescrive che le garanzie di cui sopra debbano essere un principio generale non solo applicabile alla Consob ma anche a tutte le altre autorità preposte alla c.d. vigilanza economica<sup>211</sup> che trovano applicazione oltre che per i procedimenti sanzionatori, anche per quelli di «controllo a carattere contenzioso». Viceversa per i procedimenti diretti all'emanazione di provvedimenti individuali è prevista l'applicazione, nei limiti della compatibilità, dei principi sull'individuazione e sulle funzioni del responsabile del procedimento, sulla partecipazione al procedimento e sull'accesso agli atti amministrativi, contenuti nella legge n. 241/1990 e successive modificazioni.

Avverso il provvedimento che lo riguarda, il soggetto vigilato può esperire una tutela di tipo reale, chiedendone l'annullamento, nonché - sulla base dei principi sanciti dalla più volte citata sentenza della Cassazione a sezioni unite n. 500/1999 - esperire un'azione di natura risarcitoria, diretta a conseguire la riparazione del danno (patrimoniale ed eventualmente non patrimoniale) patito in conseguenza del provvedimento ritenuto illegittimo.

Con riferimento in particolare alla tutela di tipo risarcitorio, si pone anzitutto

---

*Consob* n. 6/2 del 2005), istituendo una nuova unità organizzativa (l'Ufficio Sanzioni Amministrative: USA). Dalla lettura dell'ordine di servizio *Consob* n. 24 del 2005 del 18 agosto 2005 (l'o.d.s. disciplina, nel dettaglio, la procedura di applicazione delle sanzioni amministrative con particolare attenzione al ricordato principio di distinzione tra le due funzioni) sembra di potersi arguire che la funzione istruttoria risulta frammentata (*i.e.*: distribuita) tra gli uffici di vigilanza e la nuova unità organizzativa sanzioni (USA), alla quale, tuttavia, non sembrano estranei momenti propriamente decisori (valutazione delle deduzioni, conclusioni, in merito alla sussistenza della violazione contestata, quantificazione dell'eventuale sanzione da applicare), mentre quella decisoria (*rectius*: sanzionatoria) resta di competenza della Commissione. Si tratterà ora di verificare se il nuovo assetto predisposto dalla *Consob* sarà in grado di superare il vaglio giudiziario, volto a valutare la conformità del nuovo modello di distribuzione di funzioni con le recenti disposizioni legislative, le quali, come si è detto, hanno introdotto il principio di *netta* separazione tra chi istruisce e chi decide e sono, appunto, dirette ad evitare, a garanzia dei partecipanti al procedimento, possibili commistioni tra le due funzioni; soprattutto quando l'istruzione e la decisione sono entrambe (ed interamente) incardinate presso la medesima Autorità.

<sup>211</sup> Mutuo l'espressione da FONDAZIONE GIANFRANCO MERLI, *Vigilanze economiche. Le regole e gli effetti*, a cura di E. BANI, M. GIUSTI, Cedam, Padova, 2004, volume collettaneo che raccoglie gli atti del Convegno nazionale tenutosi a Portoferraio il 10-11 ottobre 2003.

---

to il problema relativo alla determinazione della giurisdizione<sup>212</sup>: si è discusso, infatti, se l'azione debba essere proposta dinanzi al giudice ordinario, ovvero rientri nella giurisdizione dello stesso giudice amministrativo che è competente a conoscere della legittimità del provvedimento.

Allo stato, la prima delle due opinioni riferite sembra superata, e l'orientamento prevalente è nel senso della giurisdizione del giudice amministrativo anche riguardo alle azioni risarcitorie promosse dai soggetti vigilati avverso l'Autorità di vigilanza sullo specifico settore (in particolare, la Consob)<sup>213</sup>; ma ci si dibatte tuttora in notevoli incertezze e si registrano, an-

---

<sup>212</sup> Problema, com'è noto, molto complesso, sul quale si sono stratificati nel corso del tempo molteplici interventi legislativi e giurisprudenziali, che non si ha alcuna pretesa, né possibilità, di illustrare adeguatamente in questa sede. Per le informazioni essenziali si può fare riferimento a C. CONTESSA, *Il riparto di giurisdizione in materia di responsabilità civile della Pubblica Amministrazione*, nel volume collettaneo *La responsabilità civile della Pubblica Amministrazione*, a cura di F. CARINGELLA, M. PROTTO, Zanichelli, Bologna, 2005, p. 511 ss.; vedi altresì F. AGNINO, *Risarcimento del danno e processo amministrativo*, Milano, 2005.

<sup>213</sup> Vedi Cass., Sez. un., 9 marzo 2005, n. 6078, nel senso della spettanza al giudice amministrativo, nelle controversie devolute alla sua giurisdizione esclusiva, del potere di disporre, anche attraverso la reintegrazione in forma specifica, il risarcimento del danno ingiusto. Da ultimo, anche Cass., Sez. un., 23 gennaio 2006, n. 1207, di cui si riferirà più avanti, nella nota 25.

Si confronti l'art. 7, legge 21 luglio 2000, n. 205 che ha attribuito alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo «tutte le controversie in materia di pubblici servizi, ivi compresi quelli afferenti alla vigilanza... sul mercato mobiliare», eccezion fatta per quelle «meramente risarcitorie»; e si noti altresì che l'art. 4, comma 1°, lett. d), della medesima legge n. 205/2000 (trasfuso ora nell'art. 23-bis, comma 1°, lett. d), legge 6 dicembre 1971, n. 1034, istitutiva dei Tar), stabilisce che le disposizioni, in esso contenute si applicano nei giudizi davanti agli organi di giustizia amministrativa aventi ad oggetto i provvedimenti adottati dalle autorità amministrative indipendenti. In argomento cfr. Corte cost., 6 luglio 2004, n. 204, in *Foro it.*, 2004, I, c. 2594 ss., con note di A. TRAVI, *La giurisdizione esclusiva prevista dagli artt. 33 e 34 del d.lgs. 31 marzo 1998, n. 80, dopo la sentenza della Corte Costituzionale 6 luglio 2004, n. 204*, e di F. FRACCHIA, *La parabola del potere di disporre il risarcimento: dalla giurisdizione «esclusiva» alla giurisdizione del giudice amministrativa*; decisione il cui dato fondamentale, per quanto qui di interesse, sembra essere l'idea secondo cui la cognizione dei diritti (e, segnatamente, del diritto a conseguire il risarcimento del danno ingiusto patito), che appartiene in generale al giudice ordinario, può essere attribuita al giudice amministrativo non quale nuova «materia», bensì come un prolungamento, o un completamento (rispetto allo strumento classico della tutela demolitoria e/o conformativa) della cognizione di quest'ultimo, per ogni vicenda in cui, comunque, si sia avuto esercizio di poteri autoritativi incidenti nella sfera giuridica del cittadino.

Si è affermata invece la giurisdizione del giudice ordinario quando l'azione di risarcimento è promossa nei confronti dell'Autorità di vigilanza non da un soggetto vigilato, bensì da un terzo: cfr. Cass., Sez. un., ord. 2 maggio 2003, n. 6719, in *Foro it.*, 2003, c. 1686 ss. (ne dà notizia anche CONSOB, *Relazione per l'anno 2003*, cit., p. 153-154) e, da ul-

---

che nella giurisprudenza pratica, oscillazioni frequenti di pensiero, non sempre agevolmente giustificabili. Si possono, a conferma del rilievo appena svolto, ricordare talune decisioni rese di recente dalla Corte Suprema di Cassazione relativamente all'impugnativa di provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti di promotori finanziari, secondo le quali «sussiste la giurisdizione del giudice ordinario a conoscere dell'opposizione avverso il provvedimento irrogativo di ogni tipo di sanzione inflitta dalla Consob ai promotori finanziari»<sup>214</sup>. E, verosimilmente, è per la suggestione esercitata su di essa da tali autorevoli precedenti che la Commissione ha specificato, nel dispositivo delle delibere sanzionatorie adottate nei riguardi di taluni promotori finanziari, che «avverso detti provvedimenti può proporsi opposizione davanti al Tribunale civile ai sensi degli articoli 22 e seguenti della legge 24 novembre 1981, n. 689, entro il termine di trenta giorni dalla sua notificazione»<sup>215</sup>.

La già ricordata riforma sul risparmio, sembrerebbe sciogliere, almeno in

---

timo, Cass., Sez. un., ord. 29 luglio 2005, n. 15916, Pres. Carbone, Rel. Marziale, inedita ma leggibile in *www.lexfor.it*, dove si afferma che il diritto del risparmiatore nei confronti della Consob, non essendo collegato ad alcuna relazione di potere con la pubblica amministrazione, deve essere tutelato, in caso di violazione, innanzi all'autorità giudiziaria ordinaria. Tuttavia, neppure questa opinione poteva considerarsi pacifica: in senso opposto, e cioè nel senso della giurisdizione del giudice amministrativo, cfr. ad esempio F. MAIMERI, *op. cit.*, p. 942-943. Nel senso della giurisdizione degli organi della giurisdizione ordinaria dispone oggi l'art. 27, comma 1°, lett. c) del d.d.l. n. 3328 sulla tutela del risparmio, riprodotto senza variazioni nella medesima disposizione della legge n. 262/2005, là dove fissa il principio della salvaguardia del diritto di azione dell'investitore, (anche) per il risarcimento del maggior danno rispetto alla somma dal medesimo percepita sulla base della emananda disciplina delegata dei sistemi di indennizzo.

<sup>214</sup> Cass., Sez. un., 11 luglio 2001, n. 9383, in *Foro it.*, 2002, I, c. 2132 e Cass., 22 luglio 2004, n. 13703, Pres. Grieco, Rel. Marziale, inedita. A sostegno della tesi ricordata nel testo, si è addotto che l'irrogazione di sanzioni sarebbe «espressione di un'attività vincolata che, in quanto tale, non può essere assimilata, pur essendo ad essa strettamente collegata, a quella di vigilanza, le cui modalità non sono invece rigidamente predeterminate, ma sono lasciate all'apprezzamento delle autorità cui è affidato il compito di salvaguardare la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati all'esercizio dell'attività di intermediazione finanziaria» (cfr. Cass., Sez. un., n. 1235 del 2004; Cass., Sez. un., n. 5535/2004; Trib. Roma. 30 settembre 2004, in *Foro it.*, 2004, I, c. 3205).

<sup>215</sup> Cfr., tra le tante, la delibera Consob n. 15166 del 20 settembre 2005, in *www.consob.it* e nel *Bollettino* n. 9/2 del 2005.



---

parte, i dubbi e le ambiguità fin qui rilevati, in quanto afferma chiaramente la giurisdizione del giudice amministrativo - e specificatamente la competenza del Tribunale amministrativo regionale del Lazio - in ordine ai ricorsi proposti avverso gli atti adottati dalle autorità amministrative indipendenti. Quest'ultima disposizione ha riguardo specificatamente alle sanzioni amministrative irrogate da determinate Autorità (oltre alla Consob, la Banca d'Italia, l'Isvap, la Covip e l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato). Sembra peraltro che la regola dettata dall'art. 24 comma 5° della l. 262/2005 non si riferisca soltanto ai provvedimenti aventi ad oggetto l'irrogazione di sanzioni: infatti, la quarta proposizione del comma 5° dichiara «ferme le disposizioni previste per l'impugnazione dei provvedimenti sanzionatori», contenute in un gruppo eterogeneo di leggi puntualmente richiamate, lasciando inferire che il disposto del comma 5°, considerato nel suo complesso, abbia un raggio di applicazione più ampio e cioè disciplini la questione della giurisdizione con riferimento ai ricorsi avverso tutti i tipi di provvedimento emanati dalle suddette Autorità, ed in particolare - per quel che qui interessa - dalla Consob.

Tuttavia anche la recente riforma sul risparmio non chiarisce quale sia il giudice competente a giudicare in materia di risparmio e mercati finanziari, in relazioni alla giurisdizione sulle azioni di risarcimento dei danni eventualmente promosse, nei confronti della Consob, dai soggetti da essa vigilati.

Si potrebbe forse sostenere che non vi era bisogno di una regola *ad hoc*, perché - sulla base del già citato art. 7 della legge 21 luglio 2000, n. 205 - il potere riconosciuto al giudice amministrativo di disporre il risarcimento del danno ingiusto «non costituisce una nuova materia attribuita alla sua giurisdizione, bensì uno strumento di tutela ulteriore, rispetto a quello classico demolitorio (e/o conformativo), da utilizzare per rendere giustizia al cittadino [*i.e.*: al soggetto vigilato] nei confronti della pubblica amministrazione».

---

ne»<sup>216</sup>: la tutela risarcitoria, in altri termini, costituendo un completamento di quella reale, sarebbe affidata allo stesso giudice amministrativo che decide sull'annullamento dell'atto. Tuttavia, sarebbe stato probabilmente opportuno cogliere l'occasione costituita dai recenti interventi del nostro legislatore nella materia considerata, per dettare finalmente una regola chiara ed univoca riguardo alla giurisdizione, e con riferimento alle azioni di annullamento dei provvedimenti (sanzionatori e non), e con riferimento a quelle tendenti ad ottenere la riparazione del pregiudizio, che il soggetto vigilato asserisse di aver subito in conseguenza dell'illegittimo esercizio della potestà di vigilanza da parte della Consob<sup>217</sup>.

Ulteriori questioni ancora aperte e dibattute, con riferimento al tema che qui interessa, sono:

- quella che concerne il contenuto dell'onere probatorio onde è gravato l'attore: in particolare, si discute se per ottenere la condanna dell'Autorità di vigilanza (e specificatamente della Consob) sia sufficiente dimostrare l'illegittimità del provvedimento da essa emanato, oppure sia necessario provare altresì la colpa (o il dolo) dell'Autorità<sup>218</sup>;
- quella che riguarda la selezione dei criteri soggettivi di imputazione della responsabilità: taluno propone di circoscriverli al dolo ed alla colpa grave, argomentando ora dall'art. 2236 c.c.<sup>219</sup>, ora dalla legge onde è disciplinata la

---

<sup>216</sup> In questo senso v. Cass., Sez. un., ordinanza del 29 luglio 2005, n. 15916, *cit.*

<sup>217</sup> È recentissima la notizia che le sezioni unite civili della Corte Suprema si sono nuovamente espresse sul problema del riparto di giurisdizione tra giudice ordinario e giudice amministrativo in punto di azioni risarcitorie, stabilendo che «qualora non venga in contestazione il legittimo esercizio dell'attività amministrativa, come avviene nel caso in cui l'atto amministrativo sia stato annullato o revocato dall'amministrazione nell'esercizio del suo potere di autotutela, ovvero sia stato rimosso a seguito di pronuncia definitiva del giudice amministrativo, ovvero ancora abbia esaurito i suoi effetti per il decorso del termine di efficacia ad esso assegnato dalla legge - l'azione risarcitoria rientra nella giurisdizione generale del giudice ordinario, non operando nella specie la connessione legale tra tutela demolitoria e tutela risarcitoria» (Cass., Sez. un., 23 gennaio 2006, n. 1207).

<sup>218</sup> In questo secondo senso si è pronunciata di recente Cass., Sez. III civ., 9 febbraio 2004, n. 2424, in *Corriere giur.*, 2005, p. 253 ss.

<sup>219</sup> Cfr. P.G. MONATERI, *La responsabilità civile delle autorità garanti*, in *Danno e resp.*, 2000, p. 361 ss., spec. 362-363; in senso contrario, in termini generali, Cass., Sez. III civile, 21

---

responsabilità civile dei magistrati<sup>220</sup>.

### **2.3.6 La responsabilità civile della Consob nei confronti di soggetti diversi da quelli direttamente vigilati**

Quanto al profilo o versante della responsabilità della Consob, dinanzi richiamato sotto la lett. *b*), è il caso di ricordare che, in taluni ordinamenti<sup>221</sup>, muovendo dall'assunto che la responsabilità di una P.A. nei confronti di terzi presuppone che la norma attributiva del potere a quella determinata P.A. sia espressamente finalizzata alla tutela (non solo dell'interesse pubblico, ma anche) dell'interesse di detti terzi, si è formato un orientamento che tende ad escludere la responsabilità dell'Autorità di vigilanza sul settore finanziario, in quanto la legge istitutiva di detta Autorità le attribuisce il potere finalizzandolo esclusivamente alla tutela e cura dell'interesse pubblico.

Una siffatta configurazione normativa del potere sortirebbe in pratica, sulla premessa dinanzi ricordata, l'effetto di immunizzare l'Autorità di vigilanza dell'esercizio di pretese risarcitorie nei suoi confronti da parte di soggetti terzi (diversi da quelli direttamente vigilati) che assumano di aver subito una ingiusta lesione della loro sfera patrimoniale per effetto di comportamenti *contra legem* dell'Autorità stessa.

Nei confronti dei terzi, anche se qualificati, e perciò estranei al rapporto fra vigilante e vigilati - il comportamento commissivo od omissivo dell'Autorità viene in considerazione (ed assume rilevanza nella prospettiva ora considerata) come fatto, che - se sorretto dall'elemento psicologico della colpa o del dolo, e se eziologicamente connesso con il danno patito dall'investitore - obbliga al risarcimento del danno medesimo.

---

ottobre 2005, n. 20358.

<sup>220</sup> V. ancora P.G. MONATERI, *op. e loc. cit.* alla nota precedente.

<sup>221</sup> Alla stregua di quell'ordinamento, il fondamento positivo dell'assunto ricordato nel te-

---

Una siffatta responsabilità costituirebbe, secondo una certa corrente di pensiero, applicazione al caso specifico della regola generale dettata dall'art. 2043 c.c.<sup>222</sup>.

Tra i fautori di questo orientamento vi è chi sostiene che la responsabilità scaturirebbe dalla lesione di un diritto: precisamente, del diritto dell'investitore ad orientarsi consapevolmente nelle scelte d'investimento<sup>223</sup>, oppure che prospetta la lesione (come conseguenza del comportamento colpevolmente negligente dell'Autorità di vigilanza) di un generico diritto alla libertà contrattuale<sup>224</sup>; ma vi è anche chi contesta la configurabilità di siffatti diritti soggettivi, o, più precisamente, la qualificazione in termini di diritto soggettivo degli interessi, sia pure qualificati e giuridicamente rilevanti, degli investitori.

Al riguardo, si è già rilevato che l'affermazione - in generale - della responsabilità civile della Consob, e più specificatamente la sua ricostruzione in termini di responsabilità per violazione del precetto del *neminem laedere*, rinviengono il loro presupposto nell'abbandono, in ossequio all'indirizzo inaugurato dalla più volte citata sentenza delle sezioni unite del 1999, della tesi secondo cui l'ingiustizia del danno, ai sensi del citato art. 2043, sussisterebbe solo nel caso in cui la situazione soggettiva lesa dal comportamento

---

sto viene rintracciato nel § 839 BGB e nell'art. 34 GG.

<sup>222</sup> L'applicazione di detta regola comporta e richiama poi l'applicazione di regole ulteriori, quali quella della prescrizione quinquennale dell'azione, decorrente dal momento in cui il fatto lesivo si è verificato: per esempio, nel caso SFA, il fatto lesivo viene identificato nella dichiarazione di fallimento della società e da quella data viene perciò computato il decorso del tempo ai fini della prescrizione. A proposito del caso SFA, cfr. Trib. Roma, 26 luglio 2004, in *Foro it.*, 2005, I, c. 560, dove si afferma la responsabilità della Consob per il pregiudizio patrimoniale subito da quanti hanno investito somme di danaro su sollecitazione di una società, che era stata illegittimamente autorizzata a svolgere attività di sollecitazione al pubblico risparmio e illegittimamente iscritta all'albo delle Sim tenuto dalla stessa Consob. In tema di responsabilità, verso i terzi, dei soggetti pubblici che svolgono compiti di controllo sull'operato di chi agisce, a vario titolo, nei mercati finanziari, si segnala Trib. Roma, 23 novembre 2004, *ivi*, I, cx. 1247, che condanna al risarcimento dei danni l'Ufficio italiano dei cambi (UIC) per le conseguenze pregiudizievoli patite da terzi a seguito dell'illegittima iscrizione di un soggetto nell'elenco degli intermediari finanziari tenuto dal medesimo Ufficio.

<sup>223</sup> Cfr. G. GUIZZI, *Mercato finanziario*, voce dell'*Enc. Dir.*, Aggiornamento, vol. V, Giuffrè, Milano, 2001, p. 760, nt. 48.

---

«incriminato» sia ascrivibile alla categoria del diritto soggettivo.

È infatti difficilmente sostenibile che gli investitori vantino, nei confronti dell’Autorità di vigilanza, una pretesa qualificabile in termini di diritto soggettivo; in capo ad essi, in realtà, neppure sembra identificabile un interesse al corretto esercizio dell’attività di vigilanza tale da legittimarli - alla stessa stregua dei soggetti direttamente investiti da detta attività - all’impugnativa degli atti e dei provvedimenti emanati nell’ambito del suo svolgimento. Gli investitori, e cioè coloro che negoziano strumenti finanziari nei mercati sottoposti alla vigilanza della Consob, sono piuttosto titolari di un interesse qualificato (rilevante perché riconosciuto dall’ordinamento, che gli appresta tutela, indirizzando ad esso o anche ad esso l’esercizio dei poteri della Consob) a che il garante vigili sul rispetto delle regole del gioco ed eserciti tutti i poteri di intervento previsti dalla legge, al fine di evitare che dal mancato rispetto derivi un pregiudizio che incide nella loro sfera patrimoniale. La lesione di un siffatto interesse, ove produttiva di un danno giuridicamente rilevante, è fonte di responsabilità, in base alla lettura più moderna dei principi in tema di illecito civile, ed in particolare dell’art. 2043 c.c. che, come si è ricordato già all’inizio di queste riflessioni, ha ricevuto l’avallo della Suprema Corte a sezioni unite.

Secondo un’altra prospettiva, la responsabilità civile della Consob nei confronti dei soggetti «terzi», e cioè di soggetti diversi da quelli direttamente sottoposti alla potestà di vigilanza, andrebbe ricostruita come responsabilità da mancato o inesatto adempimento di obblighi preesistenti, imposti e disciplinati dalla legge<sup>225</sup>.

---

<sup>224</sup> Cfr. ad esempio GALGANO, *op. cit.*, p. 542.

<sup>225</sup> È il caso al riguardo di osservare che non sono sufficienti, e forse neanche necessarie ai fini della decisione delle controversie, l’affermazione e l’individuazione nello specifico di un obbligo (in ipotesi, dell’Autorità di vigilanza) «di atteggiare la propria condotta in modo da proteggere una situazione di affidamento in ipotesi legittimamente sorta in capo all’altra parte» (cfr. C. SCOGNAMIGLIO, *op. cit.*, p. 546): di un obbligo, come si usa dire, «di protezione» (cfr. C. CASTRONOVO, *L’obbligazione senza prestazione. Ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto - Scritti in onore di L. Mengoni*, Milano, Giuffrè, 1995, p. 148 ss.). Direi piuttosto che la situazione di affidamento «dell’altra parte» (il risparmiato-

---

La differenza più rilevante tra le due descritte ricostruzioni del tema in esame risiede nella estensione da un lato dell'onere probatorio posto a carico dell'attore, dall'altro della prova liberatoria consentita al convenuto. Se si adotta la prospettiva della (responsabilità da) lesione di una delle situazioni soggettive rilevanti ai sensi dell'art. 2043, deve riconoscersi in capo all'attore l'onere di fornire la dimostrazione del danno subito; del nesso di causalità rispetto al comportamento della Consob; del carattere doloso o colposo<sup>226</sup> di tale comportamento; a sua volta l'Autorità convenuta potrà eccepire il concorso di colpa del soggetto danneggiato, ovvero dei cd. *gatekeepers*.

Se si accede per converso alla prospettiva della responsabilità da inosservanza di preesistenti obblighi di legge, l'attore deve ritenersi gravato dell'onere di provare il danno, l'inadempimento (*rectius*, l'obbligo che è stato violato o è rimasto inadempito) ed il nesso eziologico fra inadempimento e danno, mentre farebbe carico all'Autorità ipoteticamente convenuta l'onere di dimostrare che l'inadempimento è stato determinato da impossibilità ad essa non imputabile, o da errore scusabile, in quanto, per esempio, si versava in una situazione di impossibilità dell'esercizio della vigilanza, per essere il soggetto, o l'attività o l'operazione onde è scaturito il danno sottratti istituzionalmente alla vigilanza stessa (si pensi ad una sollecitazione all'investimento proveniente da un'impresa estranea al novero degli intermediari sottoposti a vigilanza, ovvero da una sedicente impresa di investi-

---

re, l'investitore) è rilevante (e merita tutela giuridica) nella misura in cui la legge finalizza (anche) alla tutela di quelle determinate categorie di soggetti e di interessi l'esercizio dei poteri attribuiti ad una determinata autorità; e che l'esistenza di detta situazione di affidamento costituisce solo la premessa, o il presupposto, affinché si possa affermare la responsabilità di quella medesima autorità per l'inadempimento di obblighi preesistenti. Questi ultimi hanno un contenuto specifico (ad esempio: obbligo di controllare la completezza del prospetto informativo, o di richiedere periodicamente la divulgazione di determinati dati, eccetera), che deve ovviamente essere ricavato dalla (o ricostruito sulla base della) legge, secondo il metodo a cui nel prosieguo si proporrà di attenersi.

<sup>226</sup> Si è già ricordato poc'anzi nel testo che, nell'ambito di tale orientamento, si è discusso della opportunità di circoscrivere alla colpa grave e al dolo i criteri soggettivi di imputazione del comportamento rilevante e della conseguente responsabilità.

---

mento operante abusivamente in assenza di qualsiasi esposto o segnalazione o notorietà aliunde dell'abuso); ovvero in quanto erano state adottate tutte le possibili cautele - in particolare, in punto di adozione di modelli di organizzazione della vigilanza adeguati allo scopo - ed azionati adeguatamente e tempestivamente tutti i poteri attribuiti dalla legge (potere di ispezione, richiesta di informazioni integrative, impugnazione dei bilanci *ex art. 157 TUF.*, ecc).

L'impostazione testé descritta ha in apparenza il pregio di alleggerire - a favore dell'attore - l'onere probatorio in punto di elemento soggettivo e di consentire al convenuto la prova liberatoria, e cioè l'esonero da responsabilità se dimostra di avere adoperato la necessaria diligenza e di avere adottato tutte le opportune cautele, con il risultato di escludere la (possibilità di) condanna del convenuto medesimo nelle ipotesi di colpa lieve o di errore scusabile.

Tuttavia, con riferimento alla prova dell'inadempimento gravante sull'attore, è da osservare che può risultare difficile la dimostrazione del mancato o inesatto adempimento degli obblighi di vigilanza. Infatti, la vigilanza è una prestazione di per sé peculiare, trattandosi, come insegnano anche le scienze dell'organizzazione privata e pubblica<sup>227</sup>, di una prestazione di attesa, sia pure - appunto - vigile.

Trattandosi di prestazione di attesa, essa non comporta l'obbligo di un *facere* continuativo, e cioè di un continuo attivarsi per l'esercizio ed attraverso l'esercizio dei poteri attribuiti dalla legge. Essa comporta e richiede, però, che il vigilante si attivi, con la massima tempestività possibile e con la più scrupolosa diligenza, in presenza di indici di anomalia, ed in particolare di esposti o segnalazioni circa la sussistenza di situazioni anomale o patologi-

---

<sup>227</sup> Per un approfondimento della nozione di vigilanza sul versante delle scienze pubblicistiche cfr. ad esempio M. STIPO, *Vigilanza e tutela (diritto amministrativo)*, voce dell'*Enc. giur.*, vol. XXXII, Roma, 1994; N. MARZONA, *Gli organi di vigilanza sull'attività di intermediazione finanziaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, p. 157 ss.; L. TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992.

---

che, e che adotti altresì modelli efficienti, affidabili e continuamente aggiornati di organizzazione della vigilanza e di rilevazione delle anomalie nei settori ad essa sottoposti.

In questo contesto, un cenno - utile anche a fini di esemplificazione - men-  
tano le già richiamate, recenti vicende del collocamento da parte degli in-  
termediari (senza sollecitazione all'investimento)<sup>228</sup> dei *bonds* Cirio, Parma-  
lat e Argentina e dei connessi profili di responsabilità (che da taluni si è ten-  
tato di ravvisare) in capo alla Consob.

### **2.3.7 Segue: necessità di un regolamento di confini tra la responsabi- lità della Consob, quella dell'emittente e quella dei cd. gatekeepers privati**

L'impostazione che si è poc'anzi suggerita dovrebbe valere ad evitare che  
siano posti indiscriminatamente a carico dell'Autorità di vigilanza, ed ascrit-  
ti alla sua responsabilità, tutti i fatti, produttivi di danno per i terzi, che si  
verifichino nell'area delle attività o dei soggetti sottoposti per legge alla vi-  
gilanza stessa; un siffatto atteggiamento comporterebbe infatti conseguenze  
- facilmente immaginabili - in punto di:

- incentivo alla promozione di azioni risarcitorie nei confronti dell'Autorità di vigilanza;

---

<sup>228</sup> Il collocamento dei *bonds*, nei casi considerati, non richiede la pubblicazione di un pro-  
spetto informativo perché l'operazione non si configura come sollecitazione  
all'investimento. Infatti, in queste operazioni le modalità con le quali gli intermediari  
propongono alla propria clientela l'acquisto delle obbligazioni non presentano - ad avvi-  
so della Consob (cfr. già la comunicazione n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997) - i con-  
notati tipici dell'«offerta al pubblico». Gli intermediari - dopo aver sottoscritto il prestito  
obbligazionario (spesso quali investitori istituzionali) - negoziano, in contropartita diret-  
ta con la clientela, tali titoli, in esecuzione di ordini di acquisto ricevuti dalla stessa klien-  
tela, a condizioni che risultano essere diverse a seconda dell'acquirente e del momento  
dell'operazione. Il cliente, dunque, non è «sollecitato all'investimento», ma è lui stesso a  
richiedere l'acquisto dei titoli (precedentemente sottoscritti dall'intermediario e inclusi  
nel paniere dell'intermediario).



- 
- disincentivo alla osservanza dei criteri di normale prudenza e diligenza da parte dei soggetti potenzialmente inclusi nel novero dei danneggiati;
  - rischio - in capo all'Autorità di vigilanza - di sovraccarico di responsabilità e di paralisi da supersorveglianza, che comporterebbe un possibile pregiudizio al principio di efficienza e di buon andamento della Pubblica Amministrazione;
  - assunzione, da parte dell'Autorità di vigilanza, del ruolo di «tasca profonda», fenomeno, questo, certamente da non auspicare, tenuto conto anche delle fonti di finanziamento dell'Autorità medesima.

La ricostruzione qui tentata dei profili di responsabilità della Consob connessi all'esercizio (più precisamente al mancato o al non corretto esercizio) del potere-dovere di vigilanza muove, si ripete, dall'assunto che sia necessaria un'adeguata comprensione del contenuto della prestazione di vigilanza, gravante sull'Autorità; essa sembra preferibile ad altre, che - nel medesimo tentativo di allontanare i cennati rischi da «sovraccarico di responsabilità» - hanno proposto ad esempio l'applicazione di una regola di *proportionate liability*<sup>229</sup> e precisamente hanno proposto di configurare la responsabilità della Consob come parziaria - e non come solidale con quella dei cd. «soggetti primari» dell'informazione al mercato<sup>230</sup> - e destinata a riparare, sulla base eventualmente di una valutazione equitativa, il danno ingiusto derivante dallo «scorretto funzionamento del mercato nella specifica operazione di sollecitazione»; danno che, essendo causato dalla negligente o inefficiente verifica di secondo grado, o «di rimessa»<sup>231</sup>, demandata alla Consob, sarebbe l'unico ad essa imputabile. Del resto lo stesso autore di cui si è appena ricordato il pensiero dichiara la propria consapevolezza circa la «difficoltà

---

<sup>229</sup> P. MONTALENTI, Responsabilità civile e mercato finanziario: organo di controllo e false informazioni da prospetto, in *Analisi Giuridica dell'economia*, 2002, p. 255 ss., spec. 265 ss.; A. PALMIERI, *Responsabilità per omessa o insufficiente vigilanza: si affievolisce l'immunità della pubblica amministrazione*, in *Foro it.*, 2001, I, c. 1142 ss., spec. 1150 (*ivi*, nota 27).

<sup>230</sup> P. MONTALENTI, *op. cit.*, p. 268; G. ALPA, *op. cit.*, p. 93-94.

<sup>231</sup> Cfr., per questa espressione, G. MINERVINI, in AA.VV.,  *Mercati finanziari e sistemi dei controlli*, Atti del Convegno organizzato dal Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa so-

---

concettuale dell'individuazione di due aree distinte e separate di danno ingiusto, da cui far discendere la regola di responsabilità parziaria»<sup>232</sup>, tanto che - alla fine del suo contributo - ammette in pratica che la sua proposta si muove ed è proiettata nella direzione dello *ius condendum*.

Per converso, il metodo di soluzione del problema che si è qui suggerito appare compatibile di già con il *ius conditum*, e perciò immediatamente utilizzabile. Esso consiste - si ripete - nella paziente, analitica ricostruzione, alla stregua ovviamente dei dati offerti dal diritto positivo, del concetto e dell'ambito della vigilanza; ricostruzione da operare attraverso la specifica identificazione dei poteri (e, specularmente, dei doveri) che la legge attribuisce all'Autorità di vigilanza in generale, ovvero con riferimento ai singoli settori o ambiti in cui la sua vigilanza si esercita.

Altrimenti detto: la presenza, prevista dal diritto positivo, di *gatekeepers* privati nel processo di produzione e di controllo delle informazioni rilevanti per il mercato e per gli investitori individualmente considerati, non esclude di per sé che un ruolo, nel medesimo processo, spetti altresì alla vigilanza pubblica, demandata alla Consob<sup>233</sup>, né - diversamente da quanto taluni opi-

---

ciale e tenutosi a Courmayeur nel settembre 2004, Giuffrè, Milano, 2005, p. 95 ss.

<sup>232</sup> P. MONTALENTI, *op. cit.*, p. 268; il rilievo sarebbe tuttavia superabile, a detta dell'autore, sulla base di (e attraverso) una separata quantificazione del «pregiudizio da scorretto funzionamento del mercato nella specifica operazione di sollecitazione» e del «danno per l'operazione economicamente pregiudizievole», causato dalla falsità delle informazioni fornite agli investitori; il problema della (separata) quantificazione sarebbe poi «risolvibile, in difetto di più precisi criteri, con lo strumento tradizionale della valutazione equitativa». L'istanza di una corretta delimitazione (dell'area o della misura) del danno imputabile all'Autorità di vigilanza merita probabilmente di essere condivisa; essa andrebbe tuttavia perseguita, a mio avviso più correttamente, come si suggerisce nel testo, attraverso la analitica individuazione dei poteri (e, specularmente, dei doveri) che incombono alla Consob e la cui specifica violazione comporta appunto la responsabilità di quest'ultima; nonché, semmai, attraverso la utilizzazione di indici normativi (come ad esempio quello ricavabile dall'art. 2236 c.c., già richiamato sopra, nel testo, al § 3.1), che consentono di circoscrivere al dolo e alla colpa grave l'elemento soggettivo rilevante ai fini del giudizio di responsabilità.

<sup>233</sup> E vedi infatti in proposito, fra gli altri, P. MONTALENTI, *op. cit.*, p. 260 ss., A. PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, II, p. 19 ss. La qualificazione di tale ruolo (e della conseguente responsabilità) come «residuale» (così, ad esempio, A. PERRONE, *Informazione del mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, p. 149, nota 216) è a mio avviso accettabile solo se l'aggettivo è inteso a segnalare la circostanza dell'obiettivo diversità di contenuto dei compiti di vigilanza rimessi alla Con-

---

nano - attenua tale ruolo (e, di conseguenza, l'entità del danno riconducibile al non corretto assolvimento dello stesso), bensì, semmai, lo caratterizza in modo diverso. Di conseguenza, l'affermazione - certamente oggi non controvertibile - di una specifica responsabilità (e dell'emittente e) dei *gatekeepers* privati non vale ad elidere la (e non è incompatibile con l'affermazione della) responsabilità altresì dell'Autorità pubblica di vigilanza.

Diversi sono tuttavia, nell'un caso e nell'altro, i presupposti e perciò il titolo della responsabilità: il danno degli investitori potrebbe verificarsi, nonostante il corretto, diligente esercizio, da parte della Consob, del potere-dovere di controllo della coerenza e dell'attendibilità delle informazioni veicolate dal prospetto, a causa di carenze od omissioni nella verifica di primo grado da parte dei *gatekeepers*, non riscontrabili attraverso la verifica di secondo grado che l'ordinamento richiede all'Autorità pubblica di vigilanza; la quale - in tal caso - non potrebbe ovviamente essere chiamata a risponderne. Per converso, ove il «fallimento» fosse da riscontrare su entrambi i piani o ad entrambi i livelli del controllo e della vigilanza, non si dovrebbe a mio avviso arretrare di fronte alla conseguenza, che deriva dai principi generali del nostro ordinamento in tema di illecito, a tutela dei terzi creditori «involontari», della solidarietà nell'obbligazione risarcitoria dei diversi soggetti a vario titolo gravati dalla relativa obbligazione.

In ogni caso, ai fini della ricostruzione sistematica dei profili di responsabilità civile della Consob nei confronti di soggetti diversi da quelli direttamente vigilati, e delle regole dalle quali tale responsabilità è governata, occorre tener conto delle fattispecie, tutt'altro che rare o di scarso rilievo, nelle quali la potestà di vigilanza della Consob si esplica attraverso l'esercizio di determinati poteri, rispetto ai quali non è previsto alcun ruolo specifico concomitante di eventuali *gatekeepers* privati: si pensi ai poteri di impugnativa di determinati atti societari (ed *in primis* delle delibere di approvazione di

---

sob, rispetto a quelli onde sono gravati altri soggetti.

---

bilanci), ovvero ai poteri interdittivi previsti ad esempio dall'art. 99 TUF., ovvero ancora ai poteri autorizzatori (nei riguardi delle sim, delle società di gestione del mercato, dei promotori finanziari, eccetera), nell'esercizio dei quali la Commissione non è «assistita» da altri soggetti o lo è solo in minima parte.

### **2.3.8 E' configurabile in capo alla Consob una responsabilità civile da prospetto?**

Sul versante, ora considerato, della responsabilità verso soggetti terzi, si situa il problema, tanto a lungo dibattuto ed ancora oggi controverso, della imputabilità (anche) alla Consob della c.d. responsabilità civile da prospetto<sup>234</sup>: ossia della responsabilità per i danni derivanti ai terzi (sottoscrittori o investitori) dall'assunzione di decisioni di investimento o di sottoscrizione, basate su notizie false o su una inesatta rappresentazione della situazione finanziaria e patrimoniale dell'emittente, ovvero delle condizioni e prospetti-

---

<sup>234</sup> L'art. 12, comma 3°, lett. l) del d.d.l. sul risparmio (rimasto invariato nella legge n. 262/2005) delega il Governo ad adottare, entro diciotto mesi dall'entrata in vigore della legge, ed in attuazione della direttiva 2003/71/CE, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, «una disciplina concernente la responsabilità civile per le informazioni contenute nel prospetto», senza tuttavia identificare specificatamente i soggetti o gli enti passivamente legittimati alle eventuali azioni di responsabilità. Sembra comunque che non si possa almeno in astratto escludere dal novero di questi l'Autorità di vigilanza sui mercati mobiliari, in quanto preposta altresì alla vigilanza ed al controllo sui prospetti; tuttavia, in ossequio alle indicazioni di metodo già suggerite in questo scritto, sarà necessario (anche) da parte del legislatore delegato procedere dapprima alla identificazione dei contenuti e dell'ambito di tale potestà di controllo, sì da fissare il presupposto ed i criteri per la verifica della eventuale negligenza o imperizia della Consob nell'esercizio della medesima. Al riguardo sarà fra l'altro importante fissare, nella sede della legge delegata, i criteri del riparto della responsabilità civile tra l'intermediario che ha curato l'operazione e l'organo di vigilanza; nonché fra quest'ultimo e la società di gestione del mercato, ove la Consob si avvalga della facoltà di delegare in tutto o in parte i propri compiti di controllo sui prospetti alla società medesima (secondo un modulo organizzativo che, già previsto - sia pure, a quanto consta, solo sulla carta - dal diritto vigente: cfr. art. 94, comma 5°, TUF), sembra essere ora riconosciuto e ammesso in termini generali dalla legislazione più recente in materia di risparmio (cfr. art. 12, comma 3°, lett. o), del d.d.l. n. 3328, rimasto invariato nella legge n. 262/2005).

---

ve dell'operazione, contenute nel (e veicolate dal) prospetto.

Anche a questo riguardo, coerentemente con il ragionamento fin qui svolto ed i criteri sinora adottati, il percorso da seguire passa attraverso l'identificazione dei poteri (e perciò dei doveri, l'esercizio di un potere da parte di una P.A. connotandosi necessariamente in termini di doverosità) di volta in volta attribuiti all'autorità di vigilanza, in relazione alle distinte, specifiche ipotesi in cui il diritto positivo prevede l'obbligo della redazione di un prospetto informativo: ipotesi che, alla stregua del TUF, attualmente vigente, sono tre, e cioè quella della sollecitazione all'investimento (cfr. art. 94 TUF.)<sup>235</sup>, quella della quotazione (*i.e.*, ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione) in un mercato regolamentato (art. 113 TUF.) e quella delle offerte pubbliche di acquisto o di cambio (cfr. art. 102 TUF.).

Si tratta, precisamente, di determinare: *a*) quali siano, alla stregua del diritto positivo, le iniziative (istruttorie, integrative, repressive) che l'Autorità di vigilanza può assumere in relazione alle singole fattispecie in cui è previsto l'obbligo di redazione di un prospetto; *b*) quali siano, sempre alla stregua del diritto positivo, i criteri alla stregua dei quali dette iniziative debbono essere assunte o esercitate.

In proposito, è da registrare il mutamento intervenuto nel passaggio dal sistema della legge n. 216/1974 e successive modifiche (che individuava nel «fine di accertare *l'esattezza e la completezza* dei dati e delle notizie comunicati» il criterio precipuo delle azioni e delle iniziative - ispezioni, richieste

---

<sup>235</sup> La disposizione citata sembra prevedere un diverso tipo di controllo da parte della Consob a seconda che il prospetto riguardi prodotti finanziari già quotati o diffusi tra il pubblico in misura rilevante, ovvero prodotti finanziari privi di tali caratteristiche; ove l'assunto fosse corretto, ci si dovrebbe ancora domandare se dalla diversità del tipo di controllo scaturiscano differenze altresì nel regime e nel contenuto della responsabilità per l'omesso o carente esercizio dello stesso. Altro problema interessante, suscitato dal disposto del comma 5° del medesimo art. 94, è quello che concerne il regime della responsabilità della Consob, per il mancato o inefficiente esercizio del potere di controllo sui prospetti, là dove detto esercizio sia stato «affidato», e cioè «delegato» alla società di gestione del mercato. Si tratta di questioni delicate, alle quali non è qui possibile dedicare più di un cenno, rinviando per un approccio più analitico al commento di M. MIOLA, *op. cit.*, p. 804 ss.

---

di atti e documenti, eccetera - della Consob in quanto autorità di vigilanza sulle sollecitazioni all'investimento), al sistema del d.lgs. n. 58/1998, che all'art. 94 sembra affidare alla Consob il compito di esercitare la sua vigilanza al fine di garantire che il prospetto contenga tutte le informazioni «necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un *fondato giudizio* sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente».

Sembra dunque venuto meno, alla stregua della disciplina oggi vigente, l'appiglio normativo del controllo di veridicità (ravvisato nel previgente riferimento testuale alla «esattezza») dell'informazione<sup>236</sup>, ed invece rafforzato il c.d. controllo di trasparenza, e cioè l'obbligo di vigilanza sulla completezza e coerenza delle informazioni fornite e sulla loro congruenza rispetto al fine di consentire il «fondato giudizio» dell'investitore<sup>237</sup>. È evidente infatti che un'informazione non veridica o non esatta non è idonea a consentire, ed è anzi idonea a fuorviare, il fondato (e cioè consapevole, maturo) giudizio dell'investitore; alla Consob non spetta tuttavia la verifica analitica della veridicità, bensì piuttosto il rilievo delle ipotesi grossolane di falsità, o inattendibilità, incongruenza (con dati e notizie obiettivamente noti, ovvero già a disposizione della Commissione), incompletezza; criteri, questi, che appaiono coerenti con l'attribuzione alla Consob di una competenza generale in punto di «trasparenza e correttezza dei comportamenti» (art. 5, comma 3°, TUF.) e che trovano una conferma nel disposto dell'art. 115, comma 1°,

---

<sup>236</sup> In proposito tuttavia M. MIOLA, in *Testo Unico della Finanza*, vol. II, *Emittenti, Commentario* diretto da G.F. Campobasso, Torino 2002, *sub* art. 94, p. 805, sostiene che «deve considerarsi incluso nel controllo sulla completezza del prospetto, in quanto condotto secondo la diligenza professionale, che esso tenga conto anche dell'eventuale difetto di veridicità».

<sup>237</sup> Si tende per contro ad escludere che la Consob possa o debba pronunciarsi circa il merito dell'operazione o circa la sua «convenienza», così come si tende ad escludere un controllo della Commissione sulla legittimità dell'operazione a cui il prospetto si riferisce; per cui nessuna responsabilità può esserle imputata sulla base della scarsa o nulla convenienza dell'operazione stessa per gli investitori, o dei profili di illegittimità che essa eventualmente presenti, se sono stati adempiuti gli obblighi di controllo ricordati nel testo. Cfr. R. COSTI e L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004, p. 76 ss.; F. AN-

---

del medesimo testo unico, dove si individua nella vigilanza sulla *correttezza* delle informazioni il fine dell'attività di controllo svolta dalla Consob in punto di comunicazioni rese al pubblico da parte degli emittenti quotati.

Da ultimo, nel d.d.l. sulla tutela del risparmio (art. 12, comma 3°, lett. *m*) il criterio della vigilanza Consob è individuato nel fine di verificare la *completezza, coerenza e comprensibilità* delle informazioni contenute nel prospetto: neanche qui viene dunque deferito alla Consob un controllo del prospetto dall'angolo visuale del criterio di veridicità; criterio che pure viene richiamato - con riferimento alla potestà di vigilanza della Consob - in altri luoghi del medesimo disegno di legge (cfr. ad esempio l'art. 15, sez. I-*bis*)<sup>238</sup>.

Per racchiudere in poche parole le considerazioni sin qui svolte, si può affermare che la Consob non è configurata dalla legge come un mero ricettacolo passivo dei prospetti di volta in volta depositati nel suo archivio. Ad essa viene piuttosto demandato, con riferimento all'informazione resa attraverso il prospetto, un controllo che va ben al di là della regolarità formale o estrinseca: un controllo che attiene alla verifica di un dato sostanziale, quale è la correttezza degli operatori (emittenti o altro) che pongono in essere determinate operazioni finanziarie, manifestata dalla completezza e coerenza dell'informazione da quelli erogata; non le viene invece richiesto, in considerazione altresì della brevità dell'arco temporale nel quale il controllo deve svolgersi, un controllo di veridicità della singola informazione<sup>239</sup>.

---

NUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*<sup>III</sup>, Torino, 2004, p. 301 ss.

<sup>238</sup> V. ora, in luogo delle disposizioni del d.d.l. sulla tutela del risparmio ed in termini identici, rispettivamente, l'art. 12, comma 3°, lett. *m*) e l'art. 14, Sez. I-*bis*, della legge n. 262/2005 più volte citata.

<sup>239</sup> Che la Consob non sia un mero ricettacolo di prospetti e che il suo potere di controllo sui medesimi sia orientato alla verifica della correttezza degli operatori e della completezza informativa sono circostanze che sembrano dover essere tenute ferme anche dopo l'emanazione della legge n. 262/2005 e che meritano anzi di essere richiamate con particolare vigore, considerate le stime che cominciano a circolare in merito all'incremento del numero dei prospetti sui quali dovrà esercitarsi la potestà di vigilanza della Commissione, a seguito della estensione della sua competenza ai prospetti relativi ai prodotti finanziari bancari ed a quelli assicurativi (cfr. art. 11, comma 2°, d.d.l. sul risparmio, ora art. 11, comma 2°, legge n. 262/2005). Secondo previsioni dell'Associazione Bancaria Italiana (cfr. *Corriere della Sera-Economia* del 23 gennaio 2006,

---

Il controllo di veridicità spetta ai *gatekeepers*, ossia ai responsabili del collocamento, agli *sponsors*, alle società di revisione, alle *law firms*: a tutti i soggetti che, a vario titolo, hanno per legge o volontariamente assumono il compito di sindacare ed attestare la veridicità delle informazioni riguardanti l'emittente contenute nel prospetto<sup>240</sup>.

---

p. 1), quando la nuova disciplina sarà pienamente a regime, la Consob potrebbe trovarsi a dover analizzare, ogni settimana, circa sessanta prospetti in luogo degli attuali due prospetti settimanali.

<sup>240</sup> G. FERRARINI, *L'ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e «self listing»*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2002, p. 33 s.

Non è forse inutile menzionare qui di seguito, anche se solo per rapidi richiami, quali siano i principali *gatekeepers*, e cioè i soggetti privati che assistono gli emittenti nelle operazioni di sollecitazione all'investimento, di ammissione alla quotazione e di offerta pubblica di acquisto, rinviando alle disposizioni citate per la precisa individuazione dei loro compiti.

In ordine alla *sollecitazione all'investimento* (art. 94, d.lgs. n. 58/98; art. 2 ss. reg. Consob emittenti n. 11971/99; a) responsabile del collocamento; «*il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico*» (art. 3, lett. a), reg. n. 11971/99). Normalmente il responsabile del collocamento coordina e dirige l'offerta in qualità di *Global Coordinator*, ossia dirige e coordina il consorzio di collocamento e garanzia al quale partecipano Banche e Sim in qualità di collocatori. Quando il collocamento è indirizzato ad investitori istituzionali il responsabile del collocamento prende il nome di *Lead Manager* e, anche in tal caso, si avvale di un consorzio di collocamento; b) società di revisione (art. 161, d.lgs. n. 58/98).

In relazione alla *ammissione alla quotazione* (art. 113, d.lgs. n. 58/98; art. 51 ss. reg. n. 11971/99; reg. Borsa): a) responsabile del collocamento (se, contestualmente alla quotazione, viene effettuata una sollecitazione all'investimento anche nella procedura di ammissione alla quotazione è presente il responsabile del collocamento); b) *sponsor* o *listing partner*, «*l'intermediario che collabora con l'emittente nella procedura di ammissione a quotazione*» (art. 51, reg. n. 11971/99; art. 2.3.2 reg. Borsa): lo *sponsor*, figura non disciplinata dal d.lgs. n. 58/98, può essere una banca, un'impresa d'investimento nazionale, comunitaria o extracomunitaria, nonché un intermediario ex art. 107 Testo unico bancario. La società di gestione del mercato basa la propria istruttoria sulle informazioni ed i dati forniti dall'emittente con l'assistenza dello *sponsor*, il quale è tenuto a collaborare con l'emittente ai fini di un ordinato svolgimento della procedura di ammissione a quotazione (art. 2.3.4, comma 1°, reg. Borsa); c) società di revisione (art. 161, d.lgs. n. 58/98). Con riguardo alle *offerte pubbliche di acquisto o di scambio* (art. 102 ss., d.lgs. n. 58/98; art. 35 ss., reg. n. 11971/99) non sono individuati dalla legge o dai regolamenti Consob soggetti privati che intervengono nella procedura di offerta pubblica con specifici doveri di attestazione da cui discende la loro responsabilità civile. L'art. 37, comma 5°, reg. n. 11971/99, tuttavia, prevede che il mercato, oltre ad essere, senza indugio, informato dell'intervenuta comunicazione alla Consob del documento d'offerta, deve altresì essere informato dei nominativi degli eventuali consulenti dell'offerente. Comunque nei documenti d'offerta sono precisamente indicati i nominativi dei consulenti dell'operazione e degli intermediari responsabili della raccolta delle adesioni.

---



---

### 2.3.9 SULL'ESIGENZA DI UNA PRECISA E CHIARA DEFINIZIONE LEGISLATIVA DEI POTERI DELLA CONSOB (E DEI CORRISPONDENTI OBBLIGHI) NELL'ESERCIZIO DELL'ATTIVITÀ DI VIGILANZA

Vorrei spendere ancora qualche considerazione, a guisa ed allo scopo di riepilogo di quanto osservato nei paragrafi precedenti.

Il nostro diritto vivente conosce ed ammette in principio la *enforceability* della responsabilità civile della Consob; altri ordinamenti (quelli ad esempio di Gran Bretagna, Stati Uniti, Germania)<sup>241</sup> propendono invece per l'immunità da azioni risarcitorie, controbilanciata da un sistema di regole dirette comunque a conseguire, sia pure su altri piani (in particolare sul piano politico) ed attraverso altri strumenti l'*accountability*<sup>242</sup> dell'Autorità di controllo dei mercati finanziari.

Di qui, probabilmente, l'atteggiamento di agnosticismo o di neutralità assunto, riguardo al problema che qui interessa, dal diritto comunitario, il quale lascia agli Stati membri la facoltà di scegliere se disciplinare o no la re-

---

<sup>241</sup> Il *Financial Services and Markets Act* del 2000 prevede (schedule 1, n. 19) un'esenzione dalla responsabilità per danni dell'Autorità (e dei suoi *member* o dei suoi *officer*) in caso di cattivo o omesso controllo, salvo il caso di *bad faith* o in quello di violazione della section 6(1) dell'*Human Rights Act* del 1998. Analogamente dispone la section 53 dell'*Investment Intermediaries Act* statunitense del 1995, escludendo la responsabilità per danni (salvo il caso di *bad faith*) del *Minister for Enterprise and Employment* (Autorità preposta al controllo delle *investment business firms*) o di suoi membri o dipendenti. L'argomento è trattato da A. ADAMI, *La regolazione dei mercati finanziari nel Regno Unito dopo il Financial Services Markets Act 2000*, Torino, 2004, spec. p. 59 ss., 74 ss., il quale mette bene in evidenza il rapporto tra l'immunità dalla responsabilità per danni della *FSA* ed i meccanismi (interni ed esterni) di *accountability* che regolano (e condizionano) l'esercizio delle funzioni di vigilanza da parte dell'Autorità e la cui inosservanza rileva per lo meno al fine di configurare una responsabilità «politica» di questa *Authority*. Un'indagine comparatistica sulla dimensione internazionale del problema della responsabilità delle Autorità di controllo è svolta da ultimo da F. VELLA, *La responsabilità civile delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari: alla ricerca di un equilibrio tra immunità e tutela degli investitori*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2002, p. 295 ss, spec. p. 298 ss., dove, tra l'altro, copiosi riferimenti alla casistica giurisprudenziale francese.

<sup>242</sup> Sul problema dell'*accountability* delle Autorità indipendenti, e cioè sull'esigenza di «assicurare che nessuno in particolare controlli un'agenzia indipendente, eppure che l'agenzia risulti comunque sotto controllo», cfr. M. CLARICH, *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Il Mulino, Bologna, 2005, spec. p. 62 ss.

---

sponsabilità civile delle autorità di vigilanza<sup>243</sup>.

Nel nostro Paese sembra che la linea di tendenza sia quella che sopra si è tentato di tracciare; ed è una linea meritevole di apprezzamento positivo, sia pure con due *caveat*: da un lato, occorre (tentare di) evitare che si determinino fenomeni di *overdeterrence*, in particolare a carico dei funzionari dell'Autorità di vigilanza, che sono esposti alla responsabilità solidale in virtù del principio sancito dall'art. 28 Cost., e che potrebbero essere indotti, per il timore di divenire bersaglio di azioni risarcitorie aggressive, a comportamenti formalistici e, nell'esito, dilatori; dall'altro, occorre adottare adeguate misure preventive rispetto al fenomeno della *deep pocket*, consistente nel possibile ribaltamento sistematico sulla Consob, in quanto autorità pubblica preposta alla vigilanza sui mercati mobiliari, delle perdite derivanti da investimenti mobiliari non andati a buon fine<sup>244</sup>. *Overdeterrence* e *deep pocket* sono entrambi fenomeni degenerativi, idonei a compromettere il conseguimento delle finalità di interesse pubblico che presiedono all'istituzione delle autorità di vigilanza, ma al tempo stesso non necessari ed agevolmente

---

<sup>243</sup> Cfr., rispettivamente, l'art. 13, comma 6°, della direttiva 2003/71/CE del 4 novembre 2003 relativa al prospetto di offerta pubblica o di ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, secondo cui «la presente direttiva non ha effetti sulla responsabilità dell'autorità competente, che resta disciplinata esclusivamente dal diritto nazionale» e l'art. 4, comma 6°, della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto, il quale stabilisce che «la presente direttiva lascia impregiudicata la facoltà degli Stati membri di determinare il diritto in materia di responsabilità delle autorità di vigilanza o regolamento delle controversie tra le parti di un'offerta».

<sup>244</sup> Un siffatto ribaltamento appare tanto più problematico in quanto si consideri che la fonte principale di finanziamento della Consob è costituita dal contributo «obbligatorio» dei soggetti vigilati (si osservi, infatti, che nell'esercizio di bilancio 2004 della Commissione le entrate sono risultate nel complesso pari a 76,4 milioni di euro al netto dell'avanzo di amministrazione, di cui 46 milioni relativi ad entrate contributive corrisposte dai soggetti vigilati [pari al 60,2 % del totale], cfr. Relazione Consob per l'anno 2004, p. 150, Tav. XI e Tav. XI.1 (p. 199); sul sistema di finanziamento della Consob cfr., più in generale, l'art. 40, legge 23 dicembre 1994, n. 724 «*Misure di razionalizzazione della finanza pubblica*»); per cui quelli fra i soggetti vigilati che siano del tutto estranei alla vicenda produttiva di danno per i terzi investitori sarebbero, dal punto di vista economico, esposti all'onere del risarcimento alla stessa stregua di quelli che hanno invece fornito un contributo causale al verificarsi dell'evento dannoso; questi ultimi, d'altro canto, risponderebbero due volte, e direttamente verso gli investitori ed indirettamente, nella loro veste di «fornitori di provvista finanziaria» per l'Autorità di vigilanza.

---

evitabili<sup>245</sup> con l'uso accorto e tecnicamente avveduto dello strumento della responsabilità civile.

I suddetti fenomeni, conseguenza - si ripete - non necessaria e non auspicata di un uso eccessivo e non accorto delle azioni di risarcimento danni, possono essere prevenuti attraverso una precisa e chiara definizione, a livello normativo, dei poteri della Consob; definizione a cui consegue altresì la delimitazione dell'area della responsabilità civile (per il loro scorretto od ommesso esercizio), secondo l'indicazione di metodo già ricordata all'inizio di queste riflessioni.

In particolare, la determinazione del contenuto dei poteri delle Autorità di vigilanza, e la specificazione dei doveri rientranti nell'esercizio della vigilanza, secondo le diverse forme e finalità che essa può assumere, dovrebbe essere in ogni caso rimessa alla fonte di diritto primaria, e cioè alla legge, in considerazione della delicatezza di tale funzione e delle conseguenze che una non chiara delimitazione di essa può produrre proprio sul terreno della responsabilità (in relazione alla difficoltà di individuazione dei presupposti della stessa).

La riflessione, poi, sulla necessità di correlazione e parallelismo fra poteri (attribuiti per legge) e responsabilità scaturenti dal cattivo esercizio dei medesimi giunge particolarmente opportuna e tempestiva nel momento in cui - a seguito delle novità legislative introdotte, in tema di c.d. *market abuse*,

---

<sup>245</sup> Un passo avanti nella direzione che si auspica nel testo è compiuto, a mio avviso, dalla recentissima disciplina (prima progettuale ed ora positiva) a tutela del risparmio: si prevedono infatti procedure di conciliazione e di arbitrato, da svolgere secondo criteri di efficienza, rapidità ed economicità davanti alla Consob per la decisione di controversie insorte fra i risparmiatori o gli investitori e gli intermediari finanziari, finalizzate, nel caso di accertato inadempimento degli obblighi gravanti sugli intermediari, alla corresponsione di un indennizzo a favore degli investitori o risparmiatori; la salvaguardia del diritto al risarcimento del (maggior) danno davanti agli organi della giurisdizione ordinaria; l'istituzione, per via di legge delegata, di un fondo di garanzia per gli investitori ed i risparmiatori, le cui disponibilità (da costituire con il versamento della metà degli importi delle sanzioni amministrative pecuniarie irrogate a carico degli intermediari) sono destinate all'indennizzo dei danni patrimoniali causati dalla violazione delle norme disciplinative delle attività di cui alla parte II (artt. 5 ss.) del TUF. (cfr. art. 27 del d.d.l. n. 3328 e, ora, della legge n. 262/2005).

---

con la comunitaria del 2004 - ad un innegabile rafforzamento ed ampliamento dei poteri della Consob, i quali dovrebbero trovare appunto un contrappeso per così dire «interno» nelle rafforzate garanzie endoprocedimentali, ed uno «esterno» nel meccanismo della responsabilità civile dell'autorità indipendente.

Anche in una prospettiva *de iure condendo*, andrebbe valorizzato il carattere generale della responsabilità della Consob: essa non dovrebbe cioè essere prevista e disciplinata solo con riferimento alla fattispecie del controllo sui prospetti, là dove prescritti (*rectius*, del controllo sulle informazioni da questi veicolate)<sup>246</sup>; anche se quello della responsabilità da prospetto può essere considerato un profilo saliente e praticamente importante della problematica generale qui descritta, tuttavia non dovrebbe essere considerato come il solo suscettibile di rilievo agli effetti della responsabilità civile dell'Autorità di vigilanza sugli emittenti, sugli intermediari e sui mercati finanziari. La nostra legge, come già si è osservato (artt. 5, 74, 91 TUF.), indirizza tale vigilanza (anche) al fine della tutela degli investitori: fino a quando questo dato positivo non venga modificato, non potrà essere contestato il riconoscimento, in capo agli investitori, di uno specifico interesse al diligente, corretto esercizio della potestà di vigilanza in tutte le sue manifestazioni o estrinsecazioni, e perciò la legittimazione degli investitori stessi a pretendere la riparazione del pregiudizio subito per l'omesso o non corretto esercizio di quella potestà.

---

<sup>246</sup> Cfr. l'art. 12, comma 3°, lett. /), del più volte ricordato d.d.l. sulla tutela del risparmio (riprodotto senza variazioni nella medesima disposizione della l. n. 262/2005), che contiene la delega legislativa per la emanazione di «una disciplina concernente la responsabilità civile per le informazioni contenute nel prospetto».

---

## CAPITOLO 3

### LA TUTELA DELL'INFORMAZIONE ALL'INTERNO DEL MERCATO FINANZIARIO : LA DIRETTIVA "MARKET ABUSE"

#### 3.1 CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

Come delineato nell'introduzione al presente lavoro, il piano di azione europeo volto alla creazione del mercato unico è quanto mai vasto e tocca una grande quantità di campi ed aspetti.

Nel presente lavoro, ed in particolare in questo terzo capitolo, vorrei presentare ed affrontare un particolare aspetto della regolamentazione dei mercati finanziari ovvero dell' abuso delle informazioni privilegiate sia a livello europeo che sulla successiva implementazione nella normativa nazionale.

Una disciplina unitaria comunitaria regolatrice del mercato è condizione necessaria per salvaguardare gli interessi dei soggetti operanti in esso, per garantire trasparenza alle operazioni e per infondere negli attori del contesto economico quella fiducia necessaria per permettere la crescita e lo sviluppo del mercato e dell'economia; è partendo da queste considerazioni che la Commissione Europea, in particolare seguendo le raccomandazioni del rapporto "Lamfalussy"<sup>247</sup>, ha considerato necessario adeguarsi alle nuove prassi

---

<sup>247</sup> Per rispondere a questa esigenza il consiglio dell'Unione Europea ha istituito nel luglio del 2000, un comitato di saggi (ilc.d. comitato Lamfalussy), i cui lavori si sono conclusi nel febbraio del 2001 con la pubblicazione di una relazione sulla regolamentazione dei valori mobiliari europei consultabile su: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/lamfalussy/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm)). Nella relazione, il comitato di lamfalussy. In tale relazione, il comitato Lamfalussy ha proposto l'introduzione di nuove tecniche legislative e regolamentari basate su un approccio quattro livelli e l'istituzione di due comitati (European Securities Committee e il European Securities Regulators Committee) incaricati di assistere la Commissione Europea nella formulazione delle proposte relative all'adozione degli atti normativi comunitari. I livelli in cui si articola l'approccio proposto dal Comitato Lamfalussy sono 4: (i) il primo livello prevede l'adozione da parte del consiglio del Parlamento Europeo, secondo la

---

di mercato e alle nuove norme regolamentari per garantire il rispetto della trasparenza e della certezza giuridica del mercato dei valori mobiliari<sup>248</sup>.

Prima di iniziare a trattare dell'argomento è utile cercare di individuare e circoscrivere il problema, che altrimenti sarebbe vastissimo, provando a dare una definizione di ciò che è comunemente ritenuto "abuso di mercato".

Con l'espressione "abusi di mercato" si identificano tutte quelle situazioni in cui i risparmiatori che vogliono investire nei mercati finanziari si trovano a dover affrontare, direttamente o indirettamente, le conseguenze negative del comportamento di altri soggetti che:

- hanno fatto uso a vantaggio proprio o di altri di informazioni non accessibili al pubblico;
- hanno falsato il meccanismo di fissazione del prezzo di strumenti finanziari;
- hanno divulgato informazioni false ovvero ingannevoli<sup>249</sup>.

Secondo tale definizione sono individuabili fondamentalmente due fattispecie distinte di abusi di mercato: il primo comportamento sopraccitato configura il reato di *insider trading*, mentre il secondo e il terzo punto fanno riferimento più specificamente alla fattispecie dell'aggiotaggio<sup>250</sup>.

---

procedura di codecisione e su proposta della Commissione Europea di direttive o di regolamenti contenenti i principi quadro che riflettano le direttrici essenziali dell'intervento normativo; (ii) il secondo livello prevede l'adozione da parte della Commissione europea di misure tecniche di esecuzione dei principi quadro predisposti al livello I; (iii) un terzo livello che prevede un rafforzamento della cooperazione fra le autorità di vigilanza dei mercati finanziari operanti negli Stati membri per assicurare un'efficace trasposizione e applicazione a livello nazionale degli atti normativi adottati nel primo e nel secondo livello; (iv) un quarto livello prevede una vigilanza da parte della Commissione Europea sulla corretta applicazione da parte degli Stati membri della disciplina comunitaria adottata ai sensi della procedura Lamfalussy.

<sup>248</sup> Servizio informazione ScadPlus ad opera dell'Unione Europea.

<sup>249</sup> La definizione è ripresa dalla relazione alla proposta di dir. del parlamento europeo e del consiglio relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato del 30/5/2001; proposta reperibile su [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

<sup>250</sup> Sia il concetto di *insider trading* che di aggiotaggio saranno trattati più diffusamente nei paragrafi successivi.

---

Combattere e limitare queste situazioni è certamente un nodo cruciale per assicurare l'integrità dei mercati finanziari a livello internazionale e per incrementare la fiducia degli investitori nella trasparenza e nell'efficienza dei mercati stessi<sup>251</sup>.

Un mercato integrato, nella visione dell'Unione Europea, è in grado di apportare una serie di benefici alle imprese e al contesto economico in generale; condizione assolutamente necessaria per assicurare l'integrità del mercato è, come detto, l'eliminazione degli abusi di mercato, in qualsiasi forma.

Un ulteriore *step* per garantire l'unicità del mercato è la convergenza tra i diversi Stati in materia di attuazione della normativa europea e di vigilanza sui comportamenti scorretti.

La collaborazione e convergenza tra i vari stati membri risulta tanto più importante con riferimento all'attività attuativa e di *enforcement*, dato che la progressiva globalizzazione dei mercati e dei servizi finanziari rende estremamente difficoltoso, se non impossibile, un controllo semplicemente a livello nazionale ed individuale.

Per comprendere quindi più a fondo la tematica degli abusi di mercato è necessario scendere più in dettaglio, nell'analisi delle due fattispecie individuate: insider trading ed aggio.

---

<sup>251</sup> In tal senso si esprime la direttiva 2003/6/CE del parlamento europeo e del consiglio relativa al tema degli abusi di mercato: "L'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato sono di ostacolo alla reale e piena trasparenza del mercato, che è requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati".

---

## 3.2 INSIDER TRADING

Occorre innanzitutto provare ad individuare cosa si intende per *insider trading*: la maggior parte delle legislazioni nazionali convergono pressoché unanimemente nel definire il reato di *insider trading* come l’“utilizzo di informazioni chiave prima che esse divengano di pubblico dominio<sup>252</sup>” e nel considerare fattispecie rilevanti sanzionate dalle discipline in materia l’impiego di informazioni privilegiate nel compimento di operazioni su strumenti finanziari, la comunicazione a terzi di tali informazioni in assenza di giustificato motivo, la raccomandazione a terzi di porre in essere tali operazioni, senza rivelare loro le informazioni privilegiate possedute<sup>253</sup>.

Il campo legislativo è stato spesso latente in riferimento a questa fattispecie, non tanto perché manchi in molti paesi una legislazione a riguardo, ma piuttosto perché spesso le norme regolatrici non vengono effettivamente implementate ed applicate.

Una recente ricerca ha analizzato il grado di diffusione della legislazione contro l’abuso di informazioni privilegiate e l’impatto di tale normativa sul costo del capitale per le imprese.

Nel 1998, su 103 paesi con un mercato azionario, 87 regolamentavano l’in-

---

<sup>252</sup> Tale definizione, mutuata dal dizionario dei termini finanziari Barron’s, è riportata in L. ARICI: “Il reato di insider trading nella legislazione italiana”, in Rivista della Guardia di Finanza, 2002, p.1130. Cfr. pure DI AMATO, voce insider trading, in Enciclopedia del diritto, Aggiornamento, vol.1, Milano, 1997, p.677, ove si definisce l’ insider trading “negoziare di titoli, rispetto ai quali si è in possesso di informazioni privilegiate”. Cfr. anche la nota definizione di LANGEVOORT, Insider trading Regulation, Enforcement and Prevention, Clarke Boardman Company ltd, New York, 1987: il quale afferma che “Insider trading is a term of art that refers to unlawful trading in securities by person who possess material non public information about the company whose shares are traded or the market for its shares”.

<sup>253</sup> N.Linciano, A.Macchiati, “Insider trading: una regolazione difficile”, Il Mulino, Bologna, 2002.



---

*insider trading* ma l'*enforcement* di tali leggi, come evidenziato dai procedimenti giudiziari, era effettuato in soli 38 paesi. L'esistenza di leggi contro l'*insider trading* è un fenomeno tipico degli anni novanta.

Dallo studio si desume anche che solo l'effettiva applicazione della legge porta a una riduzione del costo del capitale nella percentuale del 5%.

La sola introduzione di una normativa repressiva è insufficiente a generare effetti positivi; ciò risulta da una indagine<sup>254</sup> su un campione di oltre 5000 *takeovers* effettuati tra il 1990 e il 1999 in 56 paesi diversi che si è proposta di verificare se i profitti degli *insiders* siano cambiati per effetto del divieto dell'uso di informazioni privilegiate. Gli esiti della ricerca hanno evidenziato che i guadagni degli operatori che hanno acquistato o venduto strumenti finanziari sulla base di informazioni privilegiate non solo non sono diminuiti ma sono addirittura aumentati di circa il 6,5%<sup>255</sup>.

A livello mondiale e anche comunitario, l'orientamento prevalente è di considerare l'*insider trading* negativo per i mercati, le imprese e l'ambiente economico in generale, e pertanto dovrebbe essere censurato e vietato come un reato finanziario.

Tuttavia il parere non è unanime, infatti, secondo l'opinione minoritaria di coloro a favore della liberalizzazione dell'*insider trading*, l'abuso di informazioni da parte di alcuni soggetti potrebbe favorire l'afflusso nel mercato di nuova informazione e, di conseguenza, spingere i prezzi verso i valori più equi<sup>256</sup>.

---

<sup>254</sup> Cfr. A.Bris, "Do insider trading laws work?" disponibile sul sito <http://faculty.som.yale.edu/~ab.364/it.pdf>

<sup>255</sup> Cfr. Lorenzo Faccincani, "Gli abusi di mercato: l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato" Giappicchielli, Torino, 2004.

<sup>256</sup> Cfr. N.Linciano, A.Macchiati "Insider trading, una regolazione difficile", op cit.

---

Tuttavia giova ripetere che l'orientamento comune e largamente prevalente è quello che considera l'*insider trading* come elemento lesivo dell'equilibrio di mercato, e dei soggetti che desiderano investire a vario titolo in strumenti finanziari.

E' opportuno sottolineare un'ulteriore considerazione: il fatto che l'*insider trading* in Europa ed in Italia<sup>257</sup> sia sempre stato disciplinato solo come reato, non significa che tale fenomeno debba essere concepito solo in termini penalistici.

Volendo porre uno sguardo comparatistico sulle legislazioni dei maggiori paesi a capitalismo avanzato, è possibile constatare che l'*insider trading*, concepito tendenzialmente come utilizzo di informazioni riservate in operazioni su strumenti finanziari, riceve una regolamentazione ed una conseguente repressione articolata su più livelli.

Ad esempio, per aprire una piccola parentesi, la legislazione statunitense, che è da sempre considerata quella maggiormente all'avanguardia nella repressione degli abusi di mercato e, più in generale, dei reati finanziari, offre una vasta gamma di rimedi di natura non solo penale. In primo luogo è utile menzionare il rimedio civile, inteso come un'azione eseguibile dagli investitori che hanno negoziato con l'*insider* in quanto controparte contrattuale nell'operazione di vendita o di acquisto degli strumenti finanziari oggetto del suo *trading*.

In secondo luogo sono presenti una serie di sanzioni amministrative, direttamente irrogabili dalla SEC, la quale può emanare provvedimenti ingiuntivi (c.d. *injunctions*), dai quali scaturiscono obblighi di compiere o di astenersi

---

<sup>257</sup> Legge 17 maggio 1991, n. 157, la quale dava attuazione alla direttiva comunitaria n.

---

dal compimento di un atto determinato, la violazione dei quali costituisce reato. La SEC inoltre può sospendere l'attività degli insiders o revocare le autorizzazioni ad essi rilasciate. Per di più, ai sensi del Security Exchange Act, così come innovato dall'*Insider Trading Sanctions Act* (1984) e dall'*Insider trading and Securities Fraud Act* (1988), alla Sec è data la facoltà di avviare procedimenti amministrativi o di esperire azioni civili a prescindere dall'apertura di un procedimento penale, potendo chiedere sanzioni pecuniarie commisurate al profitto conseguito dall'*insider* e agire anche nei confronti di *brokers, dealers, investment advisers* responsabili anche solo per negligenza degli illeciti compiuti da dipendenti e collaboratori<sup>258</sup>.

Particolarmente dissuasive paiono infine le sanzioni penali, essendo prevista per i soggetti che pongano in essere le predette condotte la reclusione fino a 10 anni e una sanzione pecuniaria che può, per la persone giuridiche, ammontare anche a 2.582.000 (US) \$.

Sull'esempio dell'approccio posto in essere negli Stati Uniti, la disciplina riguardante la fattispecie dell'*insider trading* è stata modificata ed aggiornata negli ultimi anni, sia a livello comunitario che a livello nazionale. Il processo di armonizzazione nell'ambito della fattispecie dell'*insider trading* ha portato all'adozione della Market Abuse che ha avuto il merito di uniformare la discipline relativa all'*insider trading* a livello comunitario.

### 3.3 AGGIOTAGGIO

L'altra fattispecie di reato relativa ai mercati finanziari che il legislatore comunitario ha cercato di regolare con la direttiva sopra richiamata risulta

---

89/592 del 13 novembre 1989.

<sup>258</sup> Securities Exchange Commission, ossia l'autorità di vigilanza sui mercati delle securities statunitensi.

---

essere il fenomeno dell'aggiotaggio. Il reato di aggiotaggio consiste nella manipolazione di un titolo sul mercato finanziario finalizzata a cambiarne il prezzo, ovvero a modificarne la percezione del valore fondamentale del titolo da parte degli operatori all'interno della comunità finanziaria. Questo comportamento può essere attuato secondo due modalità: la manipolazione operativa (c.d. *market based manipulation*) e la manipolazione informativa (c.d. *information based manipulation*). La prima forma di manipolazione si realizza direttamente sui mercati finanziari attraverso l'effettuazione di operazioni di negoziazione (anche simulate).

La seconda consiste invece nella diffusione di informazioni false o tendenziose relative alla società emittente di titoli quotati sui mercati finanziari<sup>259</sup>.

Ma in cosa si differenzia principalmente questa pratica di abuso di mercato dall'*insider trading*?

Una prima differenza a livello di finalità è individuabile con riferimento alla prospettiva di massimizzazione dei profitti per l'agente: un agente che manipola l'andamento di un titolo (c.d. *market manipulator* o anche semplicemente *manipulator*) può avere interesse a rendere manifesta sul mercato la propria condotta, mentre un agente che effettua transazioni con la finalità di sfruttare il valore di una informazione privilegiata (c.d. *insider trader* o anche semplicemente *insider*) cerca di non rendere percepibile la propria presenza sul mercato<sup>260</sup>.

Una seconda differenza è che l'*insider trading* è sempre fondato sullo sfrut-

---

<sup>259</sup> Così si definisce il reato di aggiotaggio Marcello Minenna nel Quaderno di Finanza Consob n° 54 del maggio 2003, "L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo", pag 5.

<sup>260</sup> La differenza sta che in questa fattispecie l'*insider trader* opera da *price taker* ovvero risulta essere passivo allo stesso.

---

tamento di un'informazione privilegiata, mentre l'agiotaggio non lo è necessariamente.

Ulteriore differenza è che gli *insider* operano sempre nella direzione che il valore dell'informazione in loro possesso determina nell'andamento dei prezzi del titolo, mentre per i manipulator la direzione dell'operatività non è univoca ed è comunque collegata alla tipologia di condotta manipolativa.

E' molto rara in generale la letteratura sul tema degli abusi di mercato e solitamente è collegata all'attività di ricerca svolta dalle stesse Autorità di vigilanza a supporto della loro attività.

In particolare il tema della manipolazione è pressoché assente anche per indisponibilità dei dati riferiti all'operatività dei diversi agenti sul mercato.

Alla lacuna letteraria, su tale fattispecie si aggiunge anche una pesante lacuna legislativa, in quanto tale reato è stato trascurato anche dagli organi europei. Vero è infatti che prima dell'approvazione della direttiva Market Abuse non si riscontrava un corpo unitario di norme che lo regolasse.

Per scendere un po' più in dettaglio nell'analisi della pratica di agiotaggio, nella teoria economica sono previste tre tipologie di comportamento riconducibili alla manipolazione del mercato<sup>261</sup>:

- 1) *Information Based Manipulation*, che consiste nella diffusione di notizie false ma apparentemente affidabili e che possono riflettersi nel prezzo degli strumenti finanziari cui si riferiscono. Può rientrare in questa categoria anche la diffusione di studi contenenti analisi e se-

---

<sup>261</sup> M.Damilano, P.De Vincentiis, E.Isaia, P.Pia in "Il mercato azionario", Giapicchielli,

---

gnalazioni di acquisto o vendita di strumenti finanziari intenzionalmente errati. Tale condotta è configurabile come reato di manipolazione, specialmente se si accerta che lo stesso soggetto autore degli studi ha poi operato in controtendenza rispetto al suggerimento divulgato.

2) *Action Based Manipulation*, che consiste in una serie di operazioni realizzate da un unico soggetto o da più soggetti in comune accordo che compiono operazioni fittizie su titoli, generando sul mercato l'illusione di un incremento dei volumi trattati. Le conseguenze di tale comportamento sono la riduzione dei prezzi dei titoli verso i valori desiderati o l'apparenza di un mercato attivo.

3) *Trade Based Manipulation*, che è la tipologia più difficile da definire e da individuare. E' sicuramente riconducibile a tale categoria la condotta che consiste nel fare lievitare il valore dello strumento finanziario con effettivi acquisti a prezzi crescenti, così da generare una "bolla speculativa".

Questa si sgonfia rapidamente non appena il manipolatore vende i titoli precedentemente acquistati, con gravi danni in termini di prezzo per chi, contando sull'aumento dei corsi, aveva investito in tali strumenti.

A cura della Consob è stato presentato un modello probabilistico, c.d. *Market Abuse Detection* (M.A.D.) per l'individuazione di possibili fenomeni di manipolazione del mercato ed *insider trading*.

Tale procedura individua, su base giornaliera, quei titoli quotati per i quali si

---

Torino, 2002, pag. 32.

---

stanno verificando anomalie in termini di transazioni che potrebbero nascondere condotte illecite riconducibili all'agiotaggio o all'*insider trading*. Queste anomalie, chiamate *stock failure*, diventano pertanto il punto di partenza per le ulteriori analisi effettuate dalle Autorità di Vigilanza, tramite l'utilizzo dei poteri ad essa conferiti dalle leggi di settore, che possono condurre all'apertura di una istruttoria per un'ipotesi di abuso di mercato. Ancorché una *stock failure* risulti quindi una condizione necessaria e non sufficiente per ipotizzare un abuso di mercato, la sua individuazione rimane per costruzione logica l'unico possibile obiettivo di una procedura di M.A.D.<sup>262</sup>.

L'agiotaggio è un fenomeno largamente diffuso in Europa ed in Italia, soprattutto negli ultimi anni, ma in generale da quando il mercato azionario e borsistico ha iniziato a dominare la scena economico finanziaria globale.

Già nel 1998 la Consob ha segnalato alla magistratura ben 21 casi tra "*insider trading*" e agiotaggio, facendo nomi e cognomi di 125 sospetti.

L'anno successivo ha inviato alla giustizia un'altra sfilza di rapporti, segnalando irregolarità negli scambi attorno a diversi titoli tra i quali Banco di Napoli, Mondadori, Centenari e Zinelli, Btp future, Stet, Telecom, Avir e Aedes. Erano però allora rapporti rassegnati, fatti più per dovere d'ufficio che per convinzione di una pratica utilità<sup>263</sup>.

Come illustrato dalla tabella precedente anche nel periodo 2000 – 2003 sono state molte le situazioni di manipolazione del mercato individuate tramite la procedura M.A.D.

---

<sup>164</sup> Barucci E; Faralli V., "Una metodologia per l'individuazione di fenomeni market abuse nei mercati finanziari", tratto da Banca Impresa e Società, numero 3, 2004.

<sup>263</sup> Tratto dall'articolo pubblicato il 31 luglio 1999 sul Corriere della Sera nella rubrica "Vizi

---

Venendo a tempi più recenti si potrebbero citare ulteriori numerosi casi, tra i quali i più “famosi” sono certamente quelli di Parmalat, Bipop, e gli scandali bancari dell’estate 2006 per comprendere come il fenomeno sia quanto mai crescente ed attuale nei mercati economici e finanziari nazionali e non.

L’esperienza di vigilanza della Consob è iniziata con la legge n. 157 del 1991 <sup>264</sup>; da allora la Consob ha segnalato all’autorità giudiziaria più di 140 casi di abuso di mercato.

Le discipline di entrambe le fattispecie di *insider trading* ed agiotaggio o manipolazione del mercato sono state recentemente modificate prima a livello comunitario, con la direttiva Market Abuse 2003/6/CE e successivamente con l’art. 9 della Legge n.62 del 2005 <sup>265</sup> che recepisce la direttiva in normativa nazionale.

### **3.4 IL BACKGROUND DELLA DIRETTIVA MARKET ABUSE**

L'adozione della Direttiva *Market Abuse* rappresenta la prima misura di attuazione del Piano d'azione elaborato dalla Commissione fin dall'11 maggio 1999, con la comunicazione intitolata "Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d'azione".

In occasione del Consiglio europeo di Lisbona dell'aprile 2000, i Capi di Stato e di governo espressero l'auspicio che il piano d'azione comunitario, che evidenziava l'esigenza di elaborare una direttiva contro la manipolazio-

---

capitali" di Dario Venegoni.

<sup>264</sup> Legge 5 luglio 1991, n. 197 (GU n. 157 del 06/07/1991) “Conversione in legge, modificazioni, del decreto-legge 3 maggio 1991, n. 143, recante provvedimenti urgenti per limitare l'uso del contante e dei titoli al portatore nelle transazioni e prevenire l'utilizzazione del sistema finanziario a scopo di riciclaggio”.



---

ne del mercato, trovasse luce entro il 2005.

Nella successiva riunione del 17 luglio 2000, il Consiglio ha istituito un comitato di saggi per la regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari<sup>266</sup>.

Nella relazione finale il comitato propose l'introduzione di nuove tecniche legislative basate su un approccio articolato su quattro livelli: principi quadro, misure di attuazione, cooperazione e vigilanza sul rispetto delle norme.

Con la risoluzione del marzo 2001, il Consiglio europeo, ha approvato la relazione finale del comitato dei saggi e la proposta dell'approccio articolato sui quattro livelli, per accrescere l'efficienza e la trasparenza del processo legislativo di adozione della normativa comunitaria in materia di valori mobiliari.

Anche il Parlamento europeo<sup>267</sup> ha approvato la relazione del comitato dei saggi.

Dati i cambiamenti intervenuti sui mercati finanziari e nella normativa comunitaria hanno portato alla necessità di modificare le disposizioni precedentemente contenute nella direttiva 89/592/CEE del Consiglio (del 13 novembre 1989) sul coordinamento delle normative riguardanti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*), in quanto è stato ritenuto necessario procedere alla sostituzione della predetta direttiva, al fine di assicurarne la coerenza con la legislazione contro la manipolazione del mercato.

---

<sup>265</sup> art.9 Legge n.62 del 18.4.2005, Comunitaria 2005 (GU n.96 del 27.4.2005, SO n.76)

<sup>266</sup> Si tratta dell'*European Securities Committee* (ESC) e dell'*European Securities Regulators Committee* (CESR)

---

L'intervento normativo si è reso necessario anche per evitare che le lacune della normativa comunitaria, potessero essere utilizzate a scopi illeciti e compromettere la fiducia del pubblico, pregiudicando quindi il regolare funzionamento dei mercati.

Sulla base delle premesse sopra riportate si è giunti infine all'approvazione della Direttiva 2003/6/CE (Marke Abuse) che ha, tra gli altri obiettivi, basati anche sulle preoccupazioni espresse dagli Stati membri in seguito agli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001, la lotta al finanziamento delle attività terroristiche<sup>268</sup>.

### **3.5 IL QUADRO DI RIFERIMENTO**

Prima di trattare dell'evoluzione normativa che c'è stata in tema di abusi di mercato, a livello nazionale ma soprattutto europeo, è opportuno cercare di delineare schematicamente un quadro di riferimento che tenga in considerazione tutti i livelli e i soggetti coinvolti in tale ambito.

A livello di fonti normative troviamo le direttive comunitarie e le leggi nazionali indirizzate al loro recepimento.

Un gradino sotto vi sono i regolamenti, quelli delle varie borse europee, quello generale a livello comunitario del CESR e del ESC e quello delle autorità di vigilanza poste a controllo dell'effettiva applicazione della legislazione in ogni singolo stato membro, in Italia, ad esempio, la Consob.

---

<sup>267</sup> Con la risoluzione parlamentare del 5 febbraio 2002

<sup>268</sup> MAURIZIO ARENA, *La normativa U.E. sugli abusi di mercato*, articolo del 16 febbraio 2004, tratto dalla rivista "I reati societari".

---

Alla base dello schema troviamo ovviamente gli emittenti di strumenti finanziari, i quali sono i soggetti principalmente interessati a partecipare attivamente alla “lotta” contro ogni forma di abuso di mercato: di manipolazione del mercato o di abuso di informazioni privilegiate. A tal fine gli emittenti hanno adottato procedure, codici interni e regolamenti interni, per rispondere al meglio all’implementazione ed attuazione della normativa comunitaria e nazionale.

### **3.6 EVOLUZIONE NORMATIVA IN TEMA DI ABUSI DI MERCATO**

#### **3.6.1 La direttiva 89/522/CEE**

La direttiva 89/522/CEE<sup>269</sup> costituisce il primo documento comunitario in ambito di abusi di mercato ed in particolare la direttiva definisce e regola per la prima volta a livello comunitario il fenomeno dell’*insider trading*.

Con tale disegno normativo, la Comunità Europea impone agli Stati membri di vietare *l’insider trading* e di sanzionare efficacemente le eventuali violazioni del divieto.

Nel preambolo della normativa comunitaria viene evidenziato che le operazioni effettuate in violazione del divieto penale costituiscono una minaccia per il buon funzionamento del mercato dei valori mobiliari, colpendo, in primo luogo, il principio della parità di condizione fra gli investitori e, di conseguenza, la fiducia che questi ripongono nel mercato azionario.

---

<sup>269</sup> Direttiva 89/592/CEE del Consiglio, del 13 novembre 1989, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*)

---

Lo scopo fondamentale è quindi combattere e contrastare pratiche, quali l'abuso di informazioni privilegiate, che possono danneggiare la trasparenza delle operazioni e dei mercati, e di conseguenza minare la fiducia di ogni categoria di investitori e portatori di interesse.

La direttiva in questione aveva anche l'obiettivo di coordinare le normative in vigore negli Stati membri, in quanto una legislazione coordinata presenta il vantaggio, attraverso una cooperazione delle diverse autorità competenti, di poter lottare efficacemente contro le operazioni transfrontaliere eseguite da persone in possesso di informazioni privilegiate.

L'articolo 1 della direttiva fornisce una definizione di ciò che deve essere considerata "informazione privilegiata". Per il legislatore comunitario l'informazione privilegiata consiste: "in un'informazione che non è stata resa pubblica, avente un carattere preciso e concernente uno o più emittenti di valori mobiliari o che, se resa pubblica potrebbe influenzare sensibilmente il corso dei valori mobiliari"<sup>270</sup>.

Il carattere "preciso" che deve contenere l'informazione privilegiata deve essere rapportato alla concretezza e la veridicità della notizia: essa deve riferirsi ad un fatto accaduto o che è in prossimità di verificarsi.

Segue una definizione di ciò che si intende per valori mobiliari<sup>271</sup> e dopo ve-

---

<sup>270</sup> Articolo 1, comma 1, direttiva 89/522/CEE

<sup>271</sup> Articolo 1, comma 2, direttiva 89/522/CEE individua come valori mobiliari:

- a) le azioni e le obbligazioni, nonché i valori assimilabili alle azioni e obbligazioni,
- b) i contratti o diritti che permettono di sottoscrivere, acquisire o cedere i valori di cui alla lettera a),
- c) i contratti a termine, le opzioni e gli strumenti finanziari a termine concernenti i valori di cui alla lettera a),
- d) i contratti basati sull'indice, concernenti i valori di cui alla lettera a), quando essi sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato e sorvegliato da autorità riconosciute dai poteri pubblici, funzionante in modo regolare e direttamente o indirettamente accessibile al pubblico.

---

re indicato il carattere oggettivo della fattispecie in esame, la direttiva indica al successivo articolo 2 i soggetti attivi e la condotta sanzionata.

In primo luogo essa individua i cosiddetti *insider* primari, coloro presso i quali l'informazione privilegiata trae origine e ai quali si applicano i divieti.

Essi sono sia i componenti degli organi di amministrazione, sia coloro che per la loro partecipazione al capitale sociale hanno potere, anche di fatto, direzione o di controllo della società emittente, oltre agli azionisti che possono avere accesso a informazioni privilegiate grazie all'esercizio del loro lavoro, professione o funzione.

Agli *insider* così definiti è vietato acquisire o cedere, per proprio conto o per conto altrui, sia direttamente che indirettamente, valori mobiliari dell'emittente traendo consapevolmente vantaggio da un'informazione privilegiata.

Agli stessi è anche vietata la divulgazione della notizia riservata in loro possesso, se non nei casi in cui sia necessario o opportuno, nell'esercizio delle loro funzioni, dare un suggerimento riservato. Con lo stesso articolo, la direttiva individua come *insider* secondari coloro che effettuano compravendite di titoli in base ad informazioni ricevute dagli *insider* primari. Altra parte importante del testo è quella riguardante l'armonizzazione della normativa tra i vari stati membri: agli stati membri è lasciata libertà di scelta per quanto concerne la designazione delle autorità competenti di vigilare sull'applicazione dei provvedimenti contro la pratica di *insider* trading. E' prevista tuttavia reciproca collaborazione tra le autorità dei diversi stati per poter meglio espletare le rispettive competenze anche in termini di operazioni transfrontaliere.

La direttiva è del tutto assente per quanto riguarda l'elemento psicologico e i

---

mezzi utilizzabili per la repressione delle condotte lesive. Ma tale lacuna è voluta: la normativa comunitaria lascia agli Stati membri la possibilità di meglio disciplinare tali elementi per meglio adeguarli ed inserirli nei propri ordinamenti.

La direttiva 89/522/CEE era esclusivamente focalizzata sulla prevenzione di comportamenti collegati con l'abuso di informazioni privilegiate trascurando completamente di disciplinare la fattispecie delle manipolazioni del mercato; infatti, per quanto riguarda l'agiotaggio, erano presenti negli stati membri normative del tutto differenti e non coordinate tra loro; tali discrepanze e storture, anche in campo di definizione e delimitazione della fattispecie, hanno creato difficoltà ai vari operatori del mercato, spesso spiazzati di fronte a legislazioni ed interpretazioni diverse nei diversi Stati membri.

Queste problematiche, assieme ai cambiamenti intervenuti nella normativa europea successivamente all'adozione della direttiva 89/592/CEE, hanno reso necessaria l'adozione di una nuova direttiva per assicurare un quadro giuridico comune con riferimento alla prevenzione, all'accertamento, alle indagini e alle sanzioni degli abusi di mercato.

### **3.6.2 La direttiva 2003/6/CE**

La Direttiva 2003/6/CE<sup>272</sup> è uno dei pilastri contenuti nel FSAP volto all'edificazione del *Single Market Europeo*.

L'esigenza di assicurare la trasparenza della gestione finanziaria, di garanti-

---

<sup>272</sup> Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 dicembre 2002, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato).

---

re la tutela dei diversi soggetti coinvolti e di evitare conflitti d'interessi è essenzialmente la ratio di detta direttiva, secondo cui, “un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico”.

Sempre la direttiva 2003/6 afferma che gli abusi di mercato, “sono di ostacolo alla reale e piena trasparenza del mercato, che è requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati”.

Le condotte di abuso di mercato, per la loro dimensione transnazionale, possono interessare diversi Stati ed i protagonisti coinvolti possono operare in differenti paesi<sup>273</sup>.

La necessità della direttiva Market Abuse nasce dal fatto che la disciplina delle manipolazioni di mercato non si presentava omogenea negli Stati membri, in alcuni dei quali prima dell'introduzione della direttiva non possedevano “alcuna disciplina in materia di manipolazione dei prezzi e diffusione di informazioni ingannevoli”.

C'è da aggiungere che la direttiva precedentemente esaminata presentava lacune soprattutto nel campo dell'armonizzazione della disciplina tra i vari stati membri, sulla coordinazione delle risposte punitive e sulla totale mancanza di qualsiasi riferimento al tema delle manipolazioni di mercato.

La nuova disciplina tratta congiuntamente il tema dell'*insider trading* e

---

<sup>273</sup> Articolo di Elio Palombi, “Market abuse e riforma del risparmio”, *Il Denaro*,

---

dell'aggiotaggio. La Direttiva 89/522/CEE è stata abolita, in quanto si è il legislatore comunitario ha preferito regolare congiuntamente sia la disciplina relativa alla manipolazione del mercato che il fenomeno dell'insider trading. Garantire, infatti, l'integrità dei mercati finanziari europei e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi poteva essere perseguito unicamente con una riforma di carattere generale dei mercati finanziari, soprattutto alla luce dello scoppio della bolla speculativa legata ai titoli tecnologici che ai vari scandali legati a molte primarie società europee ed americane.

L'obiettivo primario della nuova direttiva è quello di contribuire alla creazione di un unico mercato finanziario europeo, fondato sul principio di parità delle condizioni di concorrenza.

Più in dettaglio, da dove derivava l'esigenza di una nuova normativa comunitaria in tema di abusi di mercato?

L'esigenza di una nuova regolamentazione comunitaria atta a contrastare la manipolazione dei mercati è stata auspicata dal Piano d'Azione per i servizi finanziari sin dal 1999<sup>274</sup> e dal Rapporto Lamfalussy<sup>275</sup> sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari, che prevedeva l'introduzione di una nuova tecnica legislativa fondata su un approccio a quattro livelli : principi generali applicabili alla materia, misure di attuazione, cooperazione ed *enforcement* ovvero la vigilanza sul rispetto delle norme.

---

29/06/2005.

<sup>274</sup> Vedi la Comunicazione della Commissione, Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d'azione COM(1999) 232, 11 maggio 1999, p.19

<sup>275</sup> Il funzionamento della procedura Lamfalussy è sottoposto al controllo di un comitato interistituzionale (Inter-institutional monitoring Group), composto da rappresentanti nominati dalla Commissione europea, dal Consiglio e dal Parlamento Europeo, con il compito di verificare i progressi compiuti nell'attuazione della procedura, evidenziando eventuali ostacoli e formulando proposte correttive. Cfr. Luca Zitiello, *La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2007.



---

La Direttiva sull'abuso di mercato, integrata successivamente dalla direttiva 2004/72/CE per gli aspetti relativi alle prassi di mercato ammesse, detta i principi generali relativi alla materia degli abusi di mercato. Questi principi possono così sintetizzarsi:

- 1) un'articolata definizione dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato basata sull'individuazione della condotte vietate;
- 2) l'introduzione di sanzioni di tipo amministrativo che hanno lo scopo di essere dissuasive, efficaci e proporzionate alla gravità della violazione commessa e agli utili con essa realizzati;
- 3) l'individuazione per ciascun Stato membro di un'unica autorità amministrativa competente dotata di incisivi poteri di intervento, cui spetta la responsabilità di controllare il rispetto delle disposizioni adottate dalla stessa Direttiva;
- 4) una maggiore collaborazione tra le autorità di vigilanza degli Stati membri attraverso la costituzione di una rete europea di autorità competenti<sup>276</sup>.

In sintesi, per concludere questa parte introduttiva, è possibile affermare che il principio cardine ispiratore della Direttiva 2003/6/CE è da ricercare nelle considerazioni preliminari, dove viene affermato che “un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità”.

Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico.

Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromet-

---

<sup>276</sup> Cfr. FRANCESCO GUARINIELLO, in *Rivista di diritto bancario*, “Gli abusi e le manipolazioni di mercato: profili di diritto penale e amministrativo”, ottobre 2006.

---

tono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati<sup>277</sup>.

Vediamo ora più in dettaglio il contenuto della direttiva.

L'articolo 1 definisce il concetto di informazione privilegiata, affermando che deve considerarsi tale :“un'informazione che ha un carattere preciso<sup>278</sup>, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari<sup>279</sup> ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi”.

Tale definizione riprende quella fornita dalla Direttiva 89/522/CEE, allargando l'ambito di applicazione dai valori mobiliari agli strumenti finanziari e agli strumenti derivati.

La Direttiva elabora successivamente una definizione di manipolazione del mercato<sup>280</sup> piuttosto dettagliata, indicando congiuntamente non solo le condotte che individuano gli estremi del reato, ma anche i comportamenti e gli scopi che devono essere perseguiti e ai quali gli operatori devono ispirarsi nel loro agire.

---

<sup>277</sup> Direttiva 2003/6/CE, considerazioni preliminari, numero 2.

<sup>278</sup> Un'informazione si ritiene di carattere preciso se:

- a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà;
- b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari

<sup>279</sup> Per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento.

---

La definizione data dal legislatore di manipolazione del mercato non si discosta molto dalla teoria economica riconosciuta, in quanto si riferisce alla:

- 1) *Information Based Manipulation*, ossia la diffusione, con qualsiasi mezzo, di notizie false ma apparentemente degne di credito e quindi idonee ad influenzare i prezzi<sup>281</sup> degli strumenti finanziari<sup>282</sup>;
- 2) *Action Based Manipulation*, tecnica che è caratterizzata da una serie di operazioni che simulano un comportamento di effettivo trasferimento di strumenti finanziari per alterarne il prezzo o di creare l'apparenza di un mercato attivo;
- 3) *Trade Based Manipulation*, tecnica manipolativa che si realizza quando i prezzi vengono manipolati attraverso una serie di operazioni effettivamente realizzate ma poste con fini ingannatori quando cioè altri investitori sono indotti ad agire secondo le aspettative del manipolatore<sup>283</sup>.

Bisogna in primo luogo riconoscere che queste condotte da un punto di vista economico pregiudicano la funzione allocativa del mercato degli strumenti finanziari con ripercussioni sulla regolare formazione dei prezzi, alterando quella naturale funzione dei prezzi che è, in un mercato efficiente e dove le asimmetrie informative sono ridotte, quella di incorporare tutte le informazioni riguardanti lo strumento finanziario; il prezzo dovrebbe essere un vero e proprio segnale che orienta sia le scelte di investimento che di allocazione

---

<sup>280</sup> Articolo 1, numero 1

<sup>281</sup> Esempio può essere il recente caso Parmalat, vd. MINCUZZI, MONTI, "Aggiotaggio, l'inchiesta si allarga" in "Il Sole24ore" del 17/ 02/2004, p. 2 "Sotto la lente della Procura di Milano vengono sottoposte le comunicazioni Parmalat relative alle poste di bilancio non veritiere, annunci riacquisto bond e la gestione del fondo Epicurum".

<sup>282</sup> Articolo 1, numero 2.

<sup>283</sup> Rientra in questa ipotesi la condotta di chi acquisti o venda nella fase di chiusura di

---

delle risorse e dei rischi degli operatori economici<sup>284</sup>. In tema di manipolazione del mercato c'è da aggiungere che la direttiva presenta una clausola in base alla quale sono previsti adattamenti delle definizioni per includere nuovi tipi di attività che in base alla prassi consolidata sono idonee ad essere considerate manipolazioni del mercato.

L'individuazione di metodi tipicamente usati a fini manipolativi, benché non tassativa, sembra introdurre una presunzione di comportamenti abusivi.

Tale scelta solleva perplessità con riferimento a specifiche ipotesi, come, ad esempio, nel caso di mancata divulgazione al pubblico di fatti o interessi rilevanti.

Infatti vi sono fattispecie nelle quali tale comportamento non può essere considerato di per sé indizio di manipolazione<sup>285</sup>.

L'articolo 2, della Direttiva individua i soggetti, possessori di informazioni privilegiate, a cui è vietata la vendita o negoziazione di strumenti finanziari, in quanto:

- 1) membri dell'organo di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente;
- 2) soggetti partecipanti al capitale dell'emittente;
- 3) soggetti aventi accesso a tali informazioni privilegiate a causa del proprio lavoro, professione o funzione;
- 4) possessori di tali informazioni a seguito di un'attività criminale.

---

<sup>284</sup> mercato, con l'inganno degli investitori che agiscono sulla base dei prezzi di chiusura  
FRANCESCO GUARINIELLO, op.cit.

<sup>285</sup> ASSONIME, "Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato): valutazioni critiche", note e studi numero 24, settembre 2001

---

L'articolo 3 disciplina la figura dell'*insider*, ai quali è vietato di comunicare informazioni privilegiate a terzi se non nell'ambito del normale esercizio della propria attività o professione e di indurre o consigliare un'altra persona ad acquistare e cedere strumenti finanziari in base ad informazioni privilegiate.

Da una attenta lettura si possono riscontrare alcune differenze principali rispetto alla Direttiva 89/522/CEE:

- a) non è richiesto che chi dispone di un'informazione privilegiata sfrutti consapevolmente l'informazione; l'avverbio consapevolmente non figura in quanto tali *insider* hanno accesso quotidianamente ad informazioni privilegiate e sono quindi consapevoli del carattere riservato dell'informazione;
- b) l'espressione "valori mobiliari" è stata sostituita con l'espressione "strumenti finanziari";
- c) la distinzione tra transazioni effettuate per il tramite di un intermediario professionista e quelle effettuate senza intermediario è stata eliminata<sup>286</sup>.

All'articolo 5 sono vietate categoricamente tutte le manipolazioni di mercato, in qualunque forma o da qualunque soggetto eseguite.

L'articolo 6 prevede norme e procedure molto strette in capo agli emittenti di strumenti finanziari per la pubblicazione delle informazioni privilegiate che li riguardano; tali informazioni devono essere comunicate al pubblico il più rapidamente possibile.

---

<sup>286</sup> Gli abusi di mercato: l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del merca-

---

E' concessa agli emittenti la facoltà di ritardare la pubblicazione di talune informazioni, a difesa dei propri interessi, ma gli stati membri possono esigere e imporre l'obbligo di avvisare l'autorità competente riguardo alla decisione di voler ritardare la pubblicazione.

Se un emittente, o una persona che agisce in suo nome o per suo conto, comunica nel normale esercizio del proprio lavoro, della propria professione o delle proprie funzioni, un'informazione privilegiata ad un terzo, deve dare integrale ed efficace divulgazione al pubblico di tale informazione.

I soggetti con responsabilità di direzione all'interno di un emittente hanno l'obbligo di notificare all'autorità competente l'esistenza di operazioni effettuate per loro conto riguardanti azioni emesse da tale emittente, strumenti derivati e altri strumenti finanziari collegati.

Sono inoltre individuate come necessarie delle norme che garantiscano che le persone che producono o diffondono ricerche riguardanti strumenti finanziari o i loro emittenti, o che raccomandano strategie di investimenti destinati ai canali di divulgazione o al pubblico presentino correttamente ogni informazione e indichino la presenza di conflitti d'interesse.

Inoltre le istituzioni pubbliche che diffondono delle statistiche in grado di influire sensibilmente sui mercati finanziari le devono diffondere in maniera corretta e trasparente.

Tenendo conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e per raggiungere l'obiettivo di applicazione uniforme della Direttiva, la Commissione deve adottare delle disposizioni di applicazione riguardanti, tra le altre:

---

to. A cura di Lorenzo Faccincani, op Cit.

- 
- 1) le modalità tecniche per la divulgazione al pubblico delle informazioni privilegiate;
  - 2) le modalità tecniche in base alle quali la divulgazione può essere ritardata;
  - 3) le condizioni secondo le quali gli emittenti, o i soggetti che agiscono per loro conto, sono tenute a istituire un registro delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate;
  - 4) le modalità tecniche applicabili per la corretta presentazione delle ricerche e di altre informazioni che raccomandano una strategia di investimento e per la divulgazione di interessi specifici o di conflitti di interesse.

Alcune considerazioni critiche con riferimento al presente articolo possono essere le seguenti<sup>287</sup>.

La nozione di informazione privilegiata definita dalla proposta viene messa alla base sia degli obblighi di comunicazione sia dell'identificazione delle fattispecie di abuso di mercato. In realtà, ai fini degli obblighi di comunicazione al mercato, sarebbe necessario mantenere la distinzione tra informazione "*price-sensitive*" (fonte di tali obblighi) e "*inside information*" (rilevante per l'individuazione di fattispecie di abuso).

Inoltre andrebbe precisato che gli obblighi informativi degli emittenti dovrebbero riguardare fatti o eventi che si sono già verificati. Obblighi dovrebbero sussistere anche per quei fatti o eventi che hanno una ragionevole probabilità di realizzarsi, qualora l'emittente non sia in grado di mantenerne la riservatezza. In questo modo si chiarirebbe l'esclusione dagli obblighi di

---

<sup>287</sup> ASSONIME, "Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato): valutazioni critiche", note e studi numero 24, settembre 2001.

---

comunicazione di fatti, quali le trattative negoziali o lo studio di progetti di acquisizione che si trovano ancora allo stato embrionale, la cui comunicazione al mercato potrebbe non contribuire all'efficienza informativa.

Altro importante articolo è il numero 11 che spinge ogni Stato membro ad individuare una singola autorità amministrativa responsabile di vigilare sul rispetto e la reale applicazione delle norme presenti in questa direttiva<sup>288</sup>.

Nell'articolo 12 sono sanciti i poteri di vigilanza conferiti a tale autorità, che variano dall'accesso incondizionato a qualsiasi documento ritenuto rilevante, alla possibilità di chiedere informazioni a qualsiasi persona interessata, dalle ispezioni in loco al poter disporre delle intercettazioni telefoniche e dei tabulati, ed ancora dalla richiesta di sospensione della negoziazione degli strumenti finanziari in questione alla richiesta di congelamento dei beni o interdizione dall'esercizio dell'attività professionale di determinati soggetti.

L'articolo 16 dispone che le autorità competenti degli Stati membri cooperino tra loro, scambiandosi informazioni e collaborando nelle indagini. L'autorità a cui è rivolta la richiesta prende immediatamente le misure necessarie per raccogliere le informazioni in questione.

Le autorità competenti possono rifiutarsi di dar seguito a una richiesta di informazioni se:

- la comunicazione reca pregiudizio alla sovranità, alla sicurezza o all'ordine pubblico dello Stato;
- davanti alle autorità dello Stato destinatario della richiesta abbia già avuto avvio un procedimento giudiziario avente ad oggetto le stesse attività contro le stesse persone;
- nello Stato destinatario della richiesta sia già stata pronunciata sen-

---

<sup>288</sup> Italia l'art. 9 della legge del 18.04.2005, n° 62 (legge comunitaria 2004) che recepisce la



---

tenza definitiva per le stesse azioni.

Il regime previsto per lo scambio di informazioni tra le autorità competenti degli Stati membri sembra lasciare eccessiva discrezionalità alle autorità nazionali nell'uso delle informazioni ricevute nell'ambito dei procedimenti diretti all'accertamento di ipotesi di abusi di mercato, senza tutelare adeguatamente i diritti delle parti coinvolte.

Non sono chiarite, in particolare, le modalità per la prestazione, da parte dell'autorità richiesta, del consenso affinché un'informazione sia utilizzata "ad altri fini" dall'autorità richiedente, né la relazione introduttiva alla proposta di direttiva fornisce sul punto alcun contributo di rilievo a fini interpretativi.

Sarebbe quindi opportuno riconoscere espressamente all'autorità nazionale mittente la facoltà di porre dei vincoli all'uso dell'informazione "ad altri fini", specie quando tale uso è incompatibile con i principi fondamentali del diritto interno o appare contrario al criterio di proporzionalità tra atto e posizione giuridica delle parti interessate.

Aspetto importante della direttiva in questione è quello di affiancare a sanzioni penali, tra l'altro notevolmente inasprite, anche sanzioni amministrative e pecuniarie, per reati minori, ma che comunque allargano la punibilità di comportamenti scorretti e distorsivi nel mercato.

---

Direttiva 2003/6/CE individua tale autorità responsabile nella Consob.

---

---

### 3.6.3 Direttiva 2003/124/CE

La Direttiva 2003/124/CE<sup>289</sup> è una delle due direttive recanti le modalità di attuazione della Direttiva “madre” Market Abuse.

Queste due direttive, prevedendo le misure tecniche di attuazione, seguono il nuovo approccio legislativo comunitario creato dal rapporto “Lamfalussy”.

La direttiva in questione stabilisce dettagliatamente i criteri da utilizzare per stabilire quali siano le informazioni aventi carattere preciso ed in grado di influire sui prezzi. Specifica inoltre una serie di fattori di cui si deve tenere conto allorché si valuta se un determinato comportamento possa configurarsi come una manipolazione del mercato.

La direttiva stabilisce le modalità ed i termini della divulgazione di informazioni privilegiate ed i casi specifici in cui gli emittenti possono rinviare tale divulgazione per tutelare i loro legittimi interessi: nel testo viene infatti affermato che per tutelare gli investitori è necessario che la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate avvenga tempestivamente e in modo sincronizzato presso tutte le categorie di investitori e in tutti gli Stati membri in cui l'emittente ha richiesto l'ammissione dei propri strumenti finanziari alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Lo scopo è garantire ai diversi risparmiatori parità di accesso alle informazioni privilegiate e di prevenirne l'abuso. Inoltre, in circostanze specifiche

---

<sup>289</sup> Direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato [recepita in Gazzetta ufficiale con la L. 339 del 24.12.2003].

---

può essere consentito il rinvio della comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate.

L'art. 1, comma 2 della direttiva in esame precisa poi che un'informazione resa pubblica deve considerarsi idonea ad influenzare in modo "sensibile" i prezzi degli strumenti finanziari qualora un "investitore ragionevole" la utilizzerebbe come elemento su cui basare le proprie decisioni di investimento.

Tale nozione non è particolarmente chiara<sup>290</sup>, tant'è che in assenza di una casistica giurisprudenziale in materia<sup>291</sup> l'interprete si dovrà affidare esclusivamente agli indirizzi elaborati dalla Consob.

L'articolo 2 afferma che gli emittenti devono comunicare al pubblico le informazioni privilegiate che li riguardano pubblicandole su uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione nello Stato membro o negli Stati membri interessati oppure mettendole a disposizione del pubblico in forma scritta con mezzi autorizzati dalle autorità competenti.

Le informazioni privilegiate devono essere pubblicate dall'emittente attraverso modalità che consentano un accesso rapido e una valutazione completa e tempestiva dell'informazione da parte del pubblico; il concetto di chiarezza e trasparenza è quindi ritenuto basilare e fondamentale.

---

<sup>290</sup> Per quanto concerne l'attività di accertamento, sono stati stabiliti dei parametri oggettivi per la definizione della "rilevanza" dell'informazione privilegiata. A questo scopo il principale strumento per individuare un'informazione privilegiata è dato dall'utilizzo di metodi statistici che valutando le variazioni di prezzo e delle quantità scambiate con l'indice di mercato o con altri titoli correlati, permettono di determinare gli effetti prodotti dalla pubblicazione dell'informazione privilegiata sul prezzo dei titoli fatti oggetto delle illecite operazioni di compravendita. Sull'argomento cfr. E. BARUCCI- V. FARALLI, Una metodologia per l'individuazione di fenomeni di market abuse nei mercati finanziari in Banca Impresa Società, 2004, n. 3.

<sup>291</sup> Cfr. L. ENRIQUES, A. MACCHIATI, "A proposito di due decisioni della magistratura sull'insider trading" tratto da i "Mercato concorrenza regole", n. 1, 2002.

---

Ogni variazione di un certo peso delle informazioni privilegiate già trasmesse al pubblico viene comunicata senza indugio, e tale comunicazione deve essere posta in essere tramite il medesimo canale utilizzato per la comunicazione al pubblico delle informazioni.

Gli emittenti possono rinviare la comunicazione al pubblico di informazioni importanti (Articolo 3) sulla base di interessi legittimi, che sono identificabili fondamentalmente in due fattispecie:

- alle negoziazioni in corso, nel caso la comunicazione al pubblico possa comprometterne il corretto andamento;
- alle decisioni prese o ai contratti conclusi dalla direzione un emittente la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dell'emittente, a patto che la comunicazione prima dell'approvazione possa mettere a rischio la corretta valutazione da parte del pubblico.

Su tali informazioni tenute riservate e “nascoste” al pubblico, gli emittenti devono vigilare, ponendo in essere meccanismi che impediscano l'accesso a tali informazioni da parte di persone diverse da quelle interessate ed autorizzate alla conoscenza; gli emittenti, in altre parole, devono inoltre garantire che le persone dotate di accesso riconoscano l'importanza dell'informazione privilegiata e siano consapevoli delle sanzioni applicabili in caso di abuso o manipolazione. Infine la direttiva chiarisce che è a carico degli emittenti l'obbligo di comunicare immediatamente al pubblico le informazioni di cui non sia garantita la riservatezza.

Le norme citate hanno come fine ultimo di garantire un elevato livello di trasparenza, correttezza e onestà da parte di coloro che dovrebbero fornire un'adeguata informativa a tutti coloro che investono nei mercati finanzia-

---

ri<sup>292</sup>.

### 3.6.4 Direttiva 2003/125/CE

La 2003/125/CE<sup>293</sup> costituisce la seconda direttiva contenente le misure di attuazione della direttiva sul Market Abuse, ed è incentrata sulla corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico dei conflitti d'interesse.

Uno degli scopi fondamentali della direttiva è quello di dettare norme armonizzate che prescrivano chiarezza, correttezza e accuratezza nella presentazione delle informazioni e nella comunicazione al pubblico degli interessi e dei conflitti di interesse da parte di coloro che elaborano o diffondono informazioni intese a raccomandare una strategia di investimento.

L'importanza rivestita da ricerche, raccomandazioni, studi e da altre informazioni sulle scelte degli investitori e sull'efficienza del mercato in generale ha spinto il legislatore ad intervenire regolando le modalità di elaborazione di tali informazioni-raccomandazioni, imponendo l'adozione di specifici obblighi per quanto riguarda la comunicazione degli interessi e dei conflitti di interessi che riguardano il soggetto che le elabora e le diffonde.

La spinta ad intervenire per regolare anche questo aspetto del fenomeno informativo è arrivata dai numerosi scandali finanziari verificatisi negli Usa

---

<sup>292</sup> Cfr; Gli abusi di mercato: l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato. A cura di Lorenzo Faccincani, Op. cit.

<sup>293</sup> Direttiva 2003/125/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse [recepita in Gazzetta ufficiale con L. 339 del 24.12.2003].

---

ed in Europa.

Questi hanno messo sotto i riflettori il peso dei pericoli sottesi alla diffusione di informazioni elaborate da analisti o da altri soggetti interessati da partecipazioni incrociate e/o da conflitti di interesse che minavano l'attendibilità dei dati e delle notizie diffuse<sup>294</sup>.

In questo modo, non si prescrive più agli intermediari di trasmettere solo le informazioni agli investitori in modo che questi siano adeguatamente informati<sup>295</sup>, né basterà che gli stessi informino i clienti, ma si dovranno trasmettere anche tutti quei dati e quelle informazioni necessarie per “valutare l'attendibilità” del soggetto da cui l'informazione è stata elaborata, i suoi conflitti di interesse, nonché gli interessi del soggetto stesso che diffonde l'informazione.

L'Articolo 1 della direttiva 2003/125/CE detta una serie di definizioni, tra cui risulta importante sottolineare in particolare quella di “raccomandazione”, ovvero “ricerche o altre informazioni, destinate ai canali di distribuzione o al pubblico, intese a raccomandare o a proporre, in maniera esplicita o implicita, una strategia di investimento in merito ad uno o a più strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti”<sup>296</sup>.

---

<sup>294</sup> OSCAR TOMEZZOLI, Market abuse e intermediari finanziari. Informazioni, tecniche negoziali e regole organizzative: prime considerazioni, tratto da Rivista di diritto bancario, Agosto 2005, pag 9.

<sup>295</sup> Dovere imposto agli intermediari nello svolgimento dell'attività di investimento ai sensi dell'art. 28, co. 2 del regolamento Consob N. 11522/98, secondo cui “(...) gli intermediari non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento”.

<sup>296</sup> Direttiva 2003/125/CE, Articolo 1, comma 3.

---

Il fatto che l'informazione sia stata prodotta dallo stesso intermediario o anche semplicemente diffusa dal medesimo diventa indifferente. In entrambe le ipotesi l'operatore è chiamato dalle norme enunciate agli Articoli da 2 a 6 della direttiva 2003/125/CE a garantire una completa informazione sulle fonti di provenienza dell'informazione stessa (intesa come ricerche, studi, raccomandazioni di ogni genere volte a consigliare o a proporre una certa strategia di investimento).

Come accennato, gli articoli centrali della suddetta direttiva sono indirizzati a definire nel dettaglio come deve essere elaborata e presentata al pubblico un'informazione cosiddetta "corretta" e totalmente veritiera e trasparente, anche in tema di conflitti di interesse interni dell'intermediario finanziario.

L'intermediario deve quindi informare il cliente di tutte le situazioni conflittuali inerenti ai soggetti che hanno elaborato notizie, studi, raccomandazioni di investimento delle quali le parti si avvalgono per "negoziare" o "collocare" strumenti finanziari sul mercato. Il principio espresso dalla direttiva ha trovato subito applicazione nel novellato art. 114 del Tuf che precisa al comma 8 che: "i soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, con l'esclusione delle società di *rating*, hanno l'obbligo di presentare l'informazione in modo corretto e comunicare l'esistenza di ogni loro interesse riguardo agli strumenti finanziari a cui l'informazione si riferisce".

Sotto questo punto di vista è interessante considerare come si esprime la direttiva nelle considerazioni preliminari: "I consigli di investimento per mezzo di raccomandazioni personali, le quali è improbabile vengano rese pubbliche, fornite ai clienti in merito ad una o a più operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari (in particolare raccomandazioni informali in materia di investimenti a breve termine provenienti da uffici vendite o commerciali delle imprese di investimento o degli enti creditizi) non devono essere con-

---

siderati raccomandazioni ai sensi della presente direttiva<sup>297</sup>.

Interpretando questa norma sembra che il legislatore abbia voluto escludere dall'ambito di applicazione della direttiva le attività direttamente riconducibili al servizio di "consulenza".

### **3.6.5 Direttiva 2004/72/CE**

La Direttiva 2004/72/CE<sup>298</sup> è la terza ed ultima direttiva concernente le modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6/CE, nel rispetto della procedura su diversi livelli individuata dal rapporto Lamfalussy.

In sintesi, questa direttiva definisce i criteri da prendere in considerazione nella valutazione delle prassi di mercato ai fini dell'applicazione dell'articolo 6, paragrafo 10 della direttiva 2003/6/CE.

Le prassi dei partecipanti al mercato devono rispettare i principi di equità e di efficacia per proteggere l'integrità del mercato e per garantire la trasparenza nelle negoziazioni che è alla base della fiducia degli operatori e dei soggetti interessati.

Le autorità competenti, secondo il testo della direttiva in esame, devono valutare l'accettabilità delle pratiche tramite la consultazione e la collaborazione con altre autorità competenti, i partecipanti al mercato e gli utenti finali.

---

<sup>297</sup> Direttiva 2003/125/CE, considerazioni preliminari, numero 3.

<sup>298</sup> Direttiva 2004/72/CE della Commissione, del 29 aprile 2004, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le prassi di mercato ammesse, la definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci, l'istituzione di un registro delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione e la segnalazione di operazioni sospette [Gaz-



---

Gli emittenti e le autorità competenti devono poter determinare quali informazioni privilegiate siano in possesso delle persone aventi accesso alle informazioni privilegiate e la data a partire dalla quale vi hanno avuto accesso.

La notifica alle autorità competenti delle operazioni sospette presuppone l'esistenza di indizi sufficienti a provare che le operazioni possano costituire un abuso di mercato.

La direttiva propone inoltre:

- creazione di un registro delle persone che hanno accesso ad informazioni di tipo privilegiato<sup>299</sup>;
- l'obbligo per le persone che esercitano responsabilità di direzione di notificare le operazioni effettuate;
- l'obbligo di notifica delle operazioni sospette alle autorità competenti da parte dei professionisti.

### **3.6.6 Regolamento 2273/2003**

Il regolamento 2273/2003 della Comunità Europea<sup>300</sup> regola l'attuazione della Direttiva 2003/6/CE in relazione ai programmi di riacquisto di azioni proprie<sup>301</sup> e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari. Il re-

---

zetta ufficiale L 162 del 30.4.2004]

<sup>299</sup> Il principio ha trovato attuazione nella legge 262/2005 che novellando l'articolo 115 bis del Tuf afferma che: “ gli emittenti quotati e i soggetti in rapporto di controllo con essi, o le persone che agiscono in loro nome o per loro conto, devono istituire e mantenere aggiornato, un registro delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni di cui all'art. 114, comma 1. La Consob determina con regolamento le modalità di istituzione, tenuta, e aggiornamento dei registri.

<sup>300</sup> Regolamento 2273/2003 della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la deroga per i programmi di riacquisto di azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari.

<sup>301</sup> La norma è stata recepita dalla legge 262/2005 che ha novellato l'articolo 132 del TUF.

---

golamento, immediatamente applicabile nei paesi membri<sup>302</sup>, è stato adottato in esecuzione dell'art. 8 della direttiva comunitaria sugli abusi di mercato<sup>303</sup>.

La normativa comunitaria disciplina l'attività di stabilizzazione con un approccio diverso rispetto, ad esempio, a quello delineato dall'attuale disciplina nazionale, stabilendo non una serie di obblighi ma, piuttosto, una "esenzione dai divieti" posti dalla direttiva per le operazioni di stabilizzazione che rispondono alle condizioni fissate dal citato regolamento.

Più in dettaglio, le attività di negoziazione di azioni proprie nell'ambito di programmi di riacquisto di azioni proprie e le operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario che non beneficiano della deroga ai divieti di cui alla direttiva 2003/6/CE, ai sensi all'articolo 8 della stessa direttiva, non devono di per sé essere considerate come configuranti abusi di mercato.

D'altra parte, nelle deroghe previste dal presente regolamento rientrano esclusivamente i comportamenti connessi direttamente con l'obiettivo delle attività di riacquisto di azioni proprie e di stabilizzazione. Di conseguenza comportamenti non direttamente connessi con l'obiettivo delle attività di riacquisto di azioni proprie e di stabilizzazione sono considerati come azioni rientranti nell'ambito della direttiva Market Abuse e possono essere oggetto di misure amministrative o di sanzioni, qualora le autorità competenti accer-

---

<sup>302</sup> I Regolamenti della Comunità Europea hanno portata generale in quanto essendo indirizzati a tutti i soggetti giuridici comunitari e sono obbligatori in tutti i loro elementi e sono immediatamente applicabili nell'ordinamento interno. Le Direttive non hanno lo scopo di unificare il diritto, bensì il riavvicinamento delle legislazioni, così da permettere un'eliminazione graduale delle differenze tra le legislazioni nazionali; gli stati membri devono recepire le direttive europee nell'ordinamento nazionale, e sono vincolati solo dal raggiungimento di un determinato obiettivo.

<sup>303</sup> Direttiva 2003/6/CE, art. 8: "I divieti imposti dalla presente direttiva non si applicano né alle negoziazioni di azioni proprie effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto di azioni proprie né alle operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario, a condizione che tali negoziazioni si svolgano in conformità delle disposizioni di applicazione adottate secondo la procedura di cui all'articolo 17, paragrafo 2".

---

tino che l'azione in oggetto costituisce un abuso di mercato<sup>304</sup>.

A tutela della trasparenza, come condizione indispensabile per prevenire gli abusi di mercato, gli Stati membri possono designare ufficialmente meccanismi da utilizzare per la comunicazione al pubblico delle informazioni di cui il presente regolamento prevede la divulgazione al pubblico.

Gli emittenti che adottano programmi di riacquisto di azioni proprie devono informare le rispettive autorità competenti e, ogni volta ciò sia richiesto, il pubblico.

Le operazioni di stabilizzazione sono esenti dall'applicazione della disciplina contro gli abusi di mercato in quanto, tali operazioni, hanno principalmente l'effetto di sostenere, per un periodo di tempo limitato, il prezzo di offerta di valori mobiliari pertinenti, qualora essi siano soggetti ad una pressione alla vendita, allentando in tal modo la pressione esercitata dagli investitori a breve termine e mantenendo quindi condizioni regolari di mercato per i valori mobiliari pertinenti. Ciò è nell'interesse degli investitori che hanno sottoscritto o acquistato i valori mobiliari nel quadro di una distribuzione significativa, oltre che degli emittenti. In tal modo, le operazioni di stabilizzazione possono contribuire ad accrescere la fiducia degli investitori e degli emittenti nei mercati finanziari.

---

<sup>304</sup> In aggiunta, secondo il regolamento, i programmi di riacquisto di azioni proprie devono essere conformi alle seguenti condizioni:

- a) l'autorizzazione all'acquisizione è accordata dall'assemblea che fissa il numero massimo di azioni da acquisire, la durata per cui è accordata l'autorizzazione (che non può superare i 18 mesi) e, in caso di acquisto a titolo oneroso, il corrispettivo minimo e massimo;
- b) il valore nominale delle azioni acquisite non può superare il 10% del capitale sottoscritto;
- c) le acquisizioni non possono avere l'effetto che l'attivo netto scenda al di sotto del capitale sociale sottoscritto aumentato delle riserve che la legge o lo statuto non permettono di distribuire;
- d) l'operazione può riguardare soltanto azioni interamente liberate.

---

### 3.7 LA NORMATIVA ITALIANA E IL RECEPIMENTO DELLE DIRETTIVE EUROPEE

#### 3.7.1 Situazione prima del recepimento

Nel nostro ordinamento un primo intervento organico per disciplinare il fenomeno degli abusi di mercato si ha nel 1991, con la legge n. 157 contenente norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni con valori mobiliari; tale legge è stata promulgata per recepire la direttiva 89/592/CEE<sup>305</sup>.

La legge in questione, recependo la direttiva europea sull'*insider trading*, contiene principalmente norme che definiscono e regolano detta fattispecie, vietando l'abuso di informazioni privilegiate che potrebbero ledere l'equilibrio e la trasparenza del mercato.

Nella legge 157/1991 è regolato anche il reato di aggio: all'articolo 5 è infatti previsto che chiunque divulghi notizie false, esagerate o tendenziose ovvero ponga in essere operazioni simulate o altri artifici, può essere punito anche con sanzioni penali.

Un aspetto negativo della legge sopracitata era l'eccessiva estensione della fattispecie di reato; infatti la norma prevedeva, nei confronti di chiunque si trovasse in una posizione di privilegio, un obbligo di astensione sia dal compiere operazioni che dall'estendere a terzi tale posizione di privilegio attraverso la comunicazione della notizia o il suggerimento dell'operazione.

---

<sup>305</sup> Vedere comunque N.Linciano, A.Macchiati, op. cit.,: "Nel nostro ordinamento una prima regolamentazione dell'*insider trading* compare, anche se indirettamente e con riferimento a una categoria particolare di operatori, ovvero quelli operanti nel controllo contabile e sulla certificazione dei bilanci delle società per azioni quotate in borsa (il d.p.r. 136/1975)".

---

Anche la Consob, a suo tempo, si era espressa in maniera critica nei confronti della legge<sup>306</sup>.

La successiva revisione della normativa in tema di *insider trading* e manipolazione del mercato si ha nel 1998, con il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria<sup>307</sup>.

Brevemente, senza scendere troppo nel dettaglio, il TUF regolava le due fattispecie di insider trading e di agiotaggio rispettivamente agli articoli 180 e 181.

L'articolo 180<sup>308</sup> che regolava la fattispecie relativa all'abuso di informazioni privilegiate affermava che è punito con sanzioni penali (reclusione fino a due anni) o amministrative (multa da diecimila a trecentomila euro) chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della partecipazione al capitale di una società, ovvero dell'esercizio di una funzione di una professione o di un ufficio:

- a) acquista, vende o compie altre operazioni, anche per interposta persona, su strumenti finanziari avvalendosi delle informazioni medesime;
- b) senza un giustificato motivo dà comunicazione delle informazioni

---

<sup>306</sup> Vedi la relazione annuale della Consob del 1996, pag.12: "La commissione ha allo studio alcune ipotesi di modifica e di integrazione della legge sull'*insider trading* che riguardano i poteri di indagine della Consob, la modifica dell'apparato sanzionatorio, la revisione della disciplina della manipolazione. Oggetto di riflessione, infine, è la possibilità di introdurre, ... un procedimento sanzionatorio di carattere amministrativo Verrebbero in tal modo conferite maggior efficacia e rapidità all'azione repressiva e residuale in capo alla commissione. La disciplina repressiva, specie di carattere penale, e la relativa attività di indagine della CONSOB devono rivestire un carattere residuale. Gli strumenti devono essere altri. Tra questi, innanzitutto, una maggiore attenzione da parte delle società quotate a una corretta e tempestiva informazione al mercato, regole di condotta degli emittenti e degli intermediari tese al controllo della circolazione delle informazioni *price sensitive*, il diffondersi di una cultura ostile agli abusi degli abusi mercato.

<sup>307</sup> TUF, d.lgs n.58 del 24/2/1998

<sup>308</sup> Un commento esaustivo su tale articolo è fornito da E.Ragni. Il commento è disponibili-

---

ovvero consiglia ad altri il compimento di operazioni su determinati strumenti finanziari.

Viceversa l'articolo 181 che regolava il fenomeno dell'aggiotaggio su strumenti finanziari è stato abrogato dall'articolo 8 del decreto legislativo n. 61 dell'11/4/2002. Il reato di aggiotaggio è attualmente regolato dall'articolo 2637 del codice civile<sup>309</sup>.

L'opera riformatrice svolta dal TUF ha lasciato diversi malumori nell'ambiente economico. La stessa Consob si è espressa in maniera non positiva sulla nuova disciplina regolante l'abuso di informazione privilegiata e la manipolazione del mercato. Nella relazione annuale del 1998, la Commissione affermava, infatti, che: "l'impianto repressivo così come delineato dalle norme vigenti non configura un sistema nel quale la minaccia della sanzione riesce a scoraggiare i comportamenti illegittimi. Ciò in quanto il reato di aggiotaggio godendo di una pena detentiva massima di due anni consentite, tramite il patteggiamento, di monetizzare completamente la responsabilità penale con costi relativamente limitati".<sup>L</sup> La posizione istituzionale della Consob sembra doversi condividere anche alla luce del fatto che anche le pene accessorie venivano a cadere con l'istituto del patteggiamento<sup>310</sup>.

In quest'ottica e sulla scia delle nuove norme comunitarie il legislatore italiano al fine di armonizzare una disciplina frammentata e alquanto farragিনosa introduce delle nuove regole, in materia di abuso di mercato e di reato

---

le sul sito [www.diritto.it](http://www.diritto.it)

<sup>309</sup> L'articolo 2637 del codice civile statuisce che: "Chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata richiesta la quotazione in un mercato regolamentato, ovvero ad incidere in modo amministrativo. Significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni".

<sup>310</sup> Gli abusi di mercato: l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato. A cura di Lorenzo Faccincani, op.cit.

---

di aggiottaggio, con la legge comunitaria 62/2005 che verrà esaminata nel paragrafo successivo.

### **3.7.2 La legge numero 62 del 18/4/2005**

La legge comunitaria numero 62 dell'Aprile 2005, recepisce all'art. 9 la direttiva sugli abusi di mercato (2003/6/CE) e le relative misure di attuazione (direttive della Commissione Europea 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE).

Il recepimento della disciplina europea è avvenuto in Italia con notevole ritardo sulla tabella di marcia, in quanto il limite ultimo era fissato per il 12 ottobre 2004<sup>311</sup>.

Come accennato al paragrafo precedente, il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato modifica la disciplina del Testo Unico della Finanza (TUF) in materia di Intermediari, emittenti, poteri della Consob e sanzioni.

Essa riformula organicamente il sistema dei reati e degli illeciti amministrativi consistenti nel distorto utilizzo di informazioni dirette al mercato mobiliare, intervenendo mediante l'art. 9, in sostanza, ad abrogare le norme che precedentemente regolavano le fattispecie relative all'abuso delle informazioni al mercato ed alla loro manipolazione.

Il legislatore italiano recependo in gran parte le norme predisposte in sede comunitaria abroga il precedente capo IV del TUF ed inserisce nella Parte V del TUF, il "Titolo I bis" intitolato "Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato".

---

<sup>311</sup> Per un'analisi dei motivi di tale ritardo in fase di recepimento si veda "Il Sole 24 ore"

---

Nella parte V del TUF viene quindi disciplinata ciò che oggi costituisce per l'ordinamento italiano il reato di manipolazione di mercato.

Giova ricordare che l'agiotaggio è un delitto che solo fino a qualche tempo fa era pressoché sconosciuto alle Procure ed ai Tribunali nostrani come è confermato dall'assenza di precedenti giurisprudenziali di più rilevante significato<sup>312</sup> e che solo a causa delle recenti vicende giudiziarie e crisi finanziarie ha assunto un ruolo centrale nel novero dei reati economici<sup>313</sup>.

Dato che sull'argomento abusi di mercato, *insider trading*, agiotaggio è stato già detto molto nei precedenti paragrafi, seguendo l'evoluzione normativa riguardante tali argomenti e fattispecie, il presente paragrafo si limiterà ad evidenziare le differenze e i motivi di innovazione che la legge in esame ha portato nella normativa italiana.

In generale la normativa introdotta con la L.62/2005 opera un sostanziale cambiamento delle fattispecie legate agli abusi di mercato, prevedendo in particolare sanzioni notevolmente più severe per i soggetti interessati.

Ma quali sono i soggetti a cui è rivolta la nuova legislazione? I soggetti interessati alle nuove regole sono tutti quelli che hanno informazioni riservate e tali da poter influenzare l'andamento dei titoli; in particolare la stretta normativa riguarda tre categorie di soggetti: gli analisti finanziari, le società di *rating* e i giornalisti.

Gli analisti finanziari, per esempio, dovranno seguire criteri di correttezza e

---

del 12 ottobre 2004, "Market abuse: Italia fuori tempo massimo".

<sup>312</sup> Cfr. ACCINNI, Opa obbligatoria e condotta "artificiosa" nel reato di agiotaggio c.d. "manipolativo", in Riv. delle Società, 2006, p.56.

<sup>313</sup> FRANCESCO GUARINIELLO, Rivista di diritto bancario, "Gli abusi e le manipolazioni di mercato: profili di diritto penale e amministrativo", op. cit.



---

trasparenza nel fornire le loro valutazioni al pubblico, senza dimenticare di segnalare i conflitti di interesse. La normativa Comunitaria, inoltre, dispone che la Consob deve regolamentare direttamente la professione degli analisti finanziari prevedendo ad esempio la creazione di un Registro nazionale ad hoc. I vincoli di trasparenza dovranno riguardare le fonti utilizzate per i *report* ma anche il lessico con il quale diffondere il risultato delle valutazioni, per evitare che attraverso fonti corrette, ma con una presentazione tendenziosa o furbesca, si possa influenzare a proprio piacere il mercato.

Altrettanto pesante la stretta sulle agenzie di *rating*. Come gli analisti, avranno l'obbligo di presentare le informazioni in modo corretto e di comunicare l'esistenza di ogni conflitto d'interessi in base a norme applicative che saranno stabilite dalla Consob; alla Consob sono però stati attribuiti poteri di supervisione diretta. Il rating, poi, è stato equiparato alla raccomandazione degli analisti finanziari, con conseguente limitazione all'uso di informazioni confidenziali.

Importante anche l'impatto sui giornalisti: le nuove regole fanno diretto riferimento al codice deontologico proprio per le notizie economiche e finanziarie, in quanto anche i giornalisti sono soggetti con capacità di disporre di informazioni privilegiate, e attraverso le pubblicazioni, possono influire ed influenzare l'andamento e la trasparenza del mercato.

Aspetto di novità è quello dell'inasprimento delle sanzioni, sia penali che amministrative. Infatti le sanzioni amministrative si affiancano all'iniziativa di carattere penale e le multe sono state elevate: per l'abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) si arriva fino a 3 milioni di euro con reclusione fino a sei anni, per la manipolazione di mercato (*agiotaggio*) sono previsti

---

fino a 5 milioni di multa e sei anni di reclusione<sup>314</sup>.

Più in dettaglio, per quanto riguarda la disciplina dell'insider trading, l'entrata in vigore della legge n. 62/2005 la arricchisce di quattro importanti novità<sup>315</sup>:

- 1) Inasprimento delle pene. Le condotte criminose degli insider "primari"<sup>147</sup> sono punite più severamente, con la reclusione da uno a sei anni e con la multa fino a 3 milioni di euro; il giudice può poi aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato. Tale novità segna un'inversione di tendenza rispetto ai più recenti interventi normativi nel diritto penale dell'economia, caratterizzati da una riduzione dei livelli sanzionatori<sup>316</sup>.
- 2) Informazione privilegiata. La nozione di "informazione privilegiata", opportunamente richiamata anche nella nuova disciplina degli obblighi di comunicazione al pubblico, è specificata sotto il duplice profilo sia del suo carattere preciso sia della sua idoneità (se resa pubblica) a influire sensibilmente sui prezzi di strumenti finanziari: l'informazione price sensitive è quella su di un "fatto rilevante" o su dati contabili previsionali o consuntivi che possa influenzare sensibilmente la quotazione delle azioni degli azionisti di "strumenti finanziari collegati alle azioni. Questa novità mira a evitare qualsiasi censura di illegittimità costituzionale in riferimento al principio di tassatività e determinatezza della fattispecie penale<sup>317</sup>.

---

<sup>314</sup> Precedentemente, nell'art. 180 del TUF erano previste reclusioni fino ad un massimo di 2 anni perentrambe le fattispecie.

<sup>315</sup> Maurizio Bellacosa, "Market abuse, sotto controllo l'uso di notizie privilegiate", articolo tratto da *Il Sole 24 ore* del 12 maggio 2005.

<sup>316</sup> Tale novità è in linea con l'auspicio espresso anche dalla Corte costituzionale nella sentenza 382/2004.

<sup>216</sup> MANCA NOTA

- 
- 3) Meno pressione sui "secondari". Il fatto commesso dagli insider "secondari" (chi ha ricevuto le informazioni privilegiate dagli insider primari) è degradato da reato a illecito amministrativo. Questi soggetti sono però ora puniti (con sanzione amministrativa pecuniaria) per tutte le tre condotte previste (compimento di operazioni su strumenti finanziari utilizzando le informazioni privilegiate, cioè il trading; comunicazione di informazioni privilegiate ad altri, cioè il tipping; consiglio ad altri, sulla base delle medesime informazioni, al compimento delle operazioni, cioè il tuyautage) e non più per il solo compimento di operazioni su strumenti finanziari. Sono poi reati, puniti al pari di quelli realizzati dagli insiders primari, i fatti commessi da chi sia in possesso di informazioni privilegiate.
- 4) Rilievo esteso. I fatti di rilievo penale integrano allo stesso tempo anche un illecito amministrativo. Questa novità risulta originale rispetto alla consueta differenziazione compiuta dal legislatore. Altra novità importante della normativa è il notevole aumento di poteri concessi alla Consob: all'Authority di controllo della Borsa vengono affidati maggiori poteri<sup>318</sup> inquisitori, investigativi e sanzionatori: gli organici sono stati aumentati di 150 dipendenti e la Consob potrà procedere anche con perquisizioni, avvalendosi della Guardia di Finanza, sequestri di beni, indagini su conti correnti e traffico telefonico.

La legge Comunitaria introduce anche una disciplina in materia di internal dealing, più restrittiva di quella della direttiva, secondo la quale devono essere comunicate alla Consob le operazioni aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari ad esse collegati effettuate, anche

---

<sup>318</sup> Più in dettaglio sui poteri affidati alla Consob in questo campo ritornerò successiva-

---

per interposta persona da: soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione in un emittente quotato; dirigenti che abbiano regolare accesso alle informazioni privilegiate; chiunque controlli l'emittente quotato o ne detenga azioni in misura almeno pari al 10%.

Altra novità riguarda una disciplina più estensiva di quella comunitaria in materia di istituzione e aggiornamento di registri delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate: il c.d. registro dei potenziali insider.

Soggetti obbligati sono gli emittenti quotati e i soggetti in rapporto di controllo con essi, o coloro che agiscono in loro nome o per loro conto.

Anche in questo caso la disciplina attuativa sarà dettata dalla Consob. A conclusione dell'analisi della normativa italiana a seguito del recepimento della direttiva europea, è utile porre un ulteriore focus sul concetto di informazione privilegiata (art. 181 TUF) che costituisce il presupposto dei divieti di abuso (art. 187-bis e ss TUF) e degli obblighi di comunicazione (art. 114 TUF).

E' importante individuare le differenze che intercorrono tra la nozione di informazione privilegiata ai fini degli obblighi di comunicazione e quella rilevante ai fini della disciplina sugli abusi di mercato.

La prima differenza, riscontrabile già dalle norme di rango primario, risiede nella circostanza che gli obblighi di comunicazione si limitano alle informazioni che riguardano direttamente l'emittente quotato e le società controllate (corporate information), mentre ai fini degli abusi di mercato rilevano anche le informazioni che riguardano tale emittente solo indirettamente (market information). La seconda differenza, ricavabile dalla normativa comunitaria

---

mente.

---

---

e chiarita dalla disciplina Consob, consiste nel fatto che ai fini degli obblighi di comunicazione risulta indispensabile il concreto verificarsi, sebbene non ancora formalizzato, degli eventi e del complesso di circostanze cui l'informazione si riferisce, mentre per la disciplina sugli abusi di mercato è sufficiente la ragionevole probabilità del venire in essere dell'evento.

Sulla base di tale distinzione è possibile tracciare l'evoluzione delle informazioni societarie:

- 1) in una prima fase l'evento si trova in uno stadio iniziale. In questo stadio, l'informazione, mancando del requisito della precisione, non può considerarsi privilegiata né ai sensi delle norme sul divieto degli abusi di mercato, né ai sensi delle disposizioni sugli obblighi di comunicazione;
- 2) nella seconda fase l'evento, pervenuto ad uno stadio intermedio di evoluzione, essendo divenuto ragionevolmente prevedibile, in presenza delle altre caratteristiche rilevanti ex art. 181 Tuf, rileva ai fini dei divieti di abuso ma non ancora per gli obblighi informativi da parte degli emittenti. La definizione dell'informazione come "privilegiata" può avvenire con una qualificazione formale a seguito di un processo di valutazione da parte dell'organo competente: da quel momento, è opportuno che decorrano gli obblighi di iscrizione nel "registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate";
- 3) nella terza fase, l'evento è venuto ad esistenza ed è imputabile all'emittente a seguito della intervenuta valutazione o deliberazione da parte dell'organo societario competente. L'informazione, in questo stadio, ha tutte le caratteristiche dell'informazione privilegiata, anche ai fini degli obblighi di comunicazione.

---

### 3.8 IMPATTO ECONOMICO SU EMITTENTI ED AZIENDE

Il percorso per avere un quadro di riferimento stabile della normativa sul market abuse è ancora lungo ed in divenire, ma l'obbligo di compliance per gli operatori finanziari è già stringente; la disciplina pone una questione normativa all'attenzione del mondo finanziario che introduce nuove problematiche e una complessità di contesto regolamentare in evoluzione.

Cercando un esempio in riferimento ad un recente passato di vicende normative ad alto impatto e complessità, basti ricordare gli IAS, che hanno visto una radicale trasformazione all'interno delle aziende, tramite la previsione di una documentazione in veste definitiva, a livello internazionale, solo pochi mesi prima dell'entrata in vigore effettiva; altro esempio possono essere le vicende attuative di Basilea 2<sup>319</sup>.

I notevoli impatti della normativa sul market abuse su organizzazione, processi e sistemi implicano per banche e aziende quotate la necessità di affrontare il tema con progetti articolati in grado di sensibilizzare a vari livelli la struttura organizzativa e sviluppare adeguato know-how interno. Questo comporta un complessivo adeguamento dei processi di Governance e delle procedure interne, la ridefinizione delle modalità di comunicazione ai clienti ed azionisti attuali e potenziali e lo sviluppo di strumenti informatici flessibili, in grado di individuare le operazioni sospette e adeguarsi tempestivamente alle evoluzioni normative<sup>320</sup>.

---

<sup>319</sup> Basilea II è il cosiddetto Nuovo Accordo di Basilea, che definisce, a livello internazionale, i requisiti patrimoniali delle banche in relazione ai rischi derivanti dai crediti concessi e introduce nuove e più sofisticate metodologie di valutazione delle imprese che intendano accedere al credito. Secondo Basilea II le banche dei paesi aderenti dovranno classificare i propri clienti in base alla loro rischiosità, attraverso procedure di rating. Dovranno, successivamente, accantonare delle quote di capitale definite in base al livello di rischio dei rapporti di credito accordati per tutelarsi dai rischi assunti.

<sup>320</sup> MASSIMO FABBIANI, "La compliance sul "market abuse" come leva di vantaggio competitivo", 30/6/2006.

---

**CAPITOLO 4**

**LA TUTELA DEL RISPARMIO E LA NUOVA DISCIPLINA DEI  
MERCATI FINANZIARI: UN ANALISI CRITICA  
DELLA LEGGE 262/2005**

**4.1 INTRODUZIONE**

Il questo quarto capitolo si analizzeranno le “Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari” inizialmente introdotta con la legge del 28 dicembre 2005 n. 262, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n. 301 del 28 dicembre 2005<sup>321</sup> e successivamente modificata dai D.lgs 303/2006 e dal D.Lgs 51/2007. In particolare, visto l’ampia portata dei provvedimenti introdotti la legislatore negli ultimi due anni verranno affrontati gli aspetti di regolamentari relativi ai mercati finanziari, alla *corporate governance*, alla gestione dei conflitti d’interesse in capo agli intermediari finanziari e agli istituti di credito ed infine i nuovi compiti affidati alle autorità di vigilanza.

Il tema affrontato nel presente capitolo risulta essere un tema di estrema attualità. L’indagine affronta le motivazioni di carattere economico, politico e sociale che hanno indotto il legislatore ad intervenire in un settore dove le regole esistenti avevano mostrato una sistematica debolezza nei confronti degli scandali finanziari<sup>322</sup>. La debolezza del sistema si riscontrava, in particolare, nella:

---

<sup>321</sup> Cfr. PICCHIO N., *Riforma del risparmio al traguardo*, in *Sole 24 ore*, n. 347, 24 dicembre 2005, p. 3.

<sup>322</sup> Cfr. BOTTARI C., *La tutela del risparmio: un’analisi critica della legge 262/2005*, Bononia university press, Bologna,2007.

- 
- correttezza delle informazioni fornite dalle società quotate in uno dei mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana;
  - tutela fornita all'investitore al momento del collocamento del prodotto finanziario in termini d'informazione e trasparenza a cui è obbligato il promotore finanziario.

Risulta quindi evidente che i dissesti avvenuti nel mercato finanziario italiano hanno trovato il loro terreno di cultura in un sistema di vigilanza e di autoregolamentazione non adeguato alla complessità dei moderni sistemi finanziari.

La necessità di una completa ed analitica riforma della normativa a tutela del risparmio risulta essere una tematica sempre sentita dalla comunità finanziaria italiana tant'è che già dal secolo scorso, all'indomani del famoso scandalo della Banca Romana<sup>323</sup>, molti operatori avevano dichiarato la necessità di creare nuove norme regolamentari al fine di preservare i risparmi dei piccoli investitori .

La funzione di regolazione dei mercati viene oggi espletata da diverse autorità di vigilanza che assumono un ruolo centrale nell'ambito degli interventi di propria competenza al fine di preservare la tutela del risparmio.

I recenti e rovinosi collassi di alcune note società, quali Cirio e Parmalat, oltre a distruggere parte del patrimonio personale in capo agli azionisti ed agli obbligazionisti delle società, hanno anche prodotto effetti pregiudizievoli

---

<sup>323</sup> Da quel momento il legislatore realizza l'importanza del fenomeno della regolamentazione del mercato finanziario ed inizia a porre le basi per una corretta gestione del risparmio. Tale percorso normativo trova luce nella Legge Bancaria del 1936, nel Codice Civile del 1942, nella nuova legge bancaria del 1993 e, da ultimo nel decreto legislativo n. 58/98. Infine la legge 262/2005 risulta essere di fondamentale importanza nella determinazione dei poteri della Banca d'Italia in quanto ne determina il ruolo di vigilanza e il relativo governo di settore.



---

proprio all'interno della comunità finanziaria in quanto a seguito di queste vicende è aumentata la diffidenza degli investitori nei riguardi delle imprese quotate rendendo più difficoltoso e costoso il reperimento, da parte di queste, di risorse finanziarie<sup>324</sup>.

Al fine di scongiurare la possibilità che possano ripetersi episodi analoghi alle vicende su citate con gravi conseguenze verso i risparmiatori, e per evitare che la diffidenza diffusa nei confronti del mercato finanziario influisca negativamente su una possibile ripresa dell'economia italiana, il Governo ha posto in essere una radicale riforma al fine di creare una efficace regolamentazione per la tutela del risparmio.

Con la riforma dei mercati finanziari il legislatore ha voluto rafforzare e al razionalizzare il sistema di vigilanza (lanciando un segnale forte agli investitori affinché ritrovassero fiducia verso l'economia italiana) intervenendo in primo luogo sul tema dei conflitti d'interesse<sup>325</sup>.

In tal senso, l'introduzione di più rigorose incompatibilità a presidio dell'effettiva indipendenza degli organi preposti al controllo della gestione e della corretta tenuta della contabilità nella società rappresenta una priorità del provvedimento citato (peraltro condivisa in diversi paesi, come ad esempio gli Stati Uniti, che hanno subito le conseguenze del caso Enron)<sup>326</sup> anticipata, peraltro, dalla recente riforma del diritto societario che ha operato un primo passo in questa direzione, distinguendo più nettamente i ruoli e i doveri imposti agli organi interni ed ai revisori esterni e introducendo per entrambe le funzioni una nuova causa di ineleggibilità, rappresentata

---

<sup>324</sup> Cfr. *Poca voglia di borsa. Crescono i pessimisti*, in *Il Mondo*, 19 marzo 2004, p. 57.

<sup>325</sup> Cfr. VARTO S., *Il disegno di legge in tema di tutela del risparmio: la nuova architettura istituzionale*, in *www.filodiritto.it*

<sup>326</sup> Cfr. ABRIANI N., *Dal caso Parmalat alle nuove regole a tutela del risparmio*, in *Società*, n. 3/2004, p. 269.

---

dall'esistenza di rapporti di natura patrimoniale rispetto alla società oggetto di controllo comunque idonei a comprometterne l'indipendenza.

Si tratta, però, di novità destinate a produrre effetti sostanziali principalmente nelle società di piccole dimensioni; per quanto riguarda le società che fanno ricorso al mercato dei capitali, i più avanzati ordinamenti stranieri suggeriscono di introdurre ulteriori divieti.

Concentrando l'attenzione sull'iter formativo del disegno di legge per la tutela del risparmio, si ricorda che una prima bozza è stata presentata dal Ministro dell'Economia e delle Finanze nella seduta del Consiglio dei Ministri del 22 Gennaio 2004. Successivamente, il testo è stato approvato dal Consiglio dei Ministri nella seduta del 3 Febbraio 2004, con alcune sostanziali modifiche rispetto alla prima bozza per poi essere presentato alla Camera dei Deputati il 16 Febbraio 2004.

Il dibattito parlamentare ha tenuto conto anche delle indicazioni del documento conclusivo dell'indagine conoscitiva svolta dalle competenti Commissioni parlamentari sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio<sup>327</sup>.

Il 6 Aprile 2004 è stata presentata alle Commissioni riunite VI e X una proposta di testo unificato dei vari progetti di riforma. Il 5 Maggio 2004 si è raggiunto un accordo su un testo unificato che è stato adottato come base di discussione da parte delle Commissioni. La maggiore novità del disegno di legge discusso in Parlamento rispetto al testo governativo è riconducibile all'introduzione di norme in materia di *corporate governance*, anche in risposta alle numerose richieste avanzate in tal senso dalla Consob,

---

<sup>327</sup> Cfr. PAGNONI E., *Le novità contenute nel d.d.l. per la tutela del risparmio e la disciplina dei*

---

dall'Assonime, dall'ABI e da altre istituzioni rappresentative degli operatori di mercato. Il testo unificato approvato dalla Camera dei Deputati il 3 Marzo 2005 e trasmesso al Senato dove, dopo alcune modifiche, è stato approvato in data 11 ottobre 2005 ed è tornato all'esame dell'altro ramo del Parlamento.

I primi commentatori della riforma hanno soprannominato la legge in esame come la "Serbans Oxley Italiana", le esigenze, infatti, sono le stesse cui ha cercato di far fronte oltre oceano il Serban Oxley Act dopo i dissesti di primarie società quotate alla borsa di New York. In particolare parte della dottrina ha osservato che l'accelerazione del legislatore nel concludere i lavori preparatori della legge abbia finito per impedire una concreta parificazione sul piano della disciplina societaria, tra società quotate e società diffuse, in modo da superare l'odierna, netta, sperequazione normativa tra società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischi<sup>328</sup> e quelle che viceversa non ricorrono a tale strumento di finanziamento.

## **4.2 STRUTTURA DELLA LEGGE SULLA TUTELA DEL RISPARMIO**

La legge sulla tutela del risparmio si compone di quarantaquattro articoli ed è divisa in sei titoli.

I 44 articoli della nuova disciplina affrontano aspetti diversi delle problematiche dei mercati finanziari, dai temi di *corporate governance* delle società (voto di lista nella nomina degli amministratori, cumulo degli incarichi, tu-

---

*mercati finanziari*, in *Società*, n. 7/2004, p. 907.

<sup>328</sup> Cfr. A. BLANDINI, Riforma del risparmio e società quotate: voto segreto, voto di lista, e dintorni, in *Le Società* n. 3 /2006 e ss. e R. Sabbatici, Il riordino dei mercati mette la Consob in pole position, in *Il Sole 24 Ore*, 12 gennaio 2006, p.2.

---

tela delle minoranze)<sup>329</sup>, alle norme europee del prospetto, alla disciplina delle società estere, alla regolamentazione dei revisori, ai conflitti di interesse degli intermediari, alla distribuzione di compiti delle *autorities* e alle controverse disposizioni sul falso in bilancio. Deve essere sottolineato che la riforma interessa in modo rilevante anche gli istituti di credito, visti sia nel ruolo di imprese costituite in veste societaria sia in quella di soggetti vigilati.

In realtà non tutte le disposizioni nascono come risposta agli scandali finanziari da cui la legge ha trovato origine, molti provvedimenti erano infatti da tempo attesi ed auspicati dalla comunità finanziaria.

La finalità della riforma di restituire fiducia al mercato è, nonostante alcune critiche mosse al nuovo dettato normativo<sup>330</sup>, stato perseguito sia per quanto concerne i profili relativi al governo dell'impresa che per gli aspetti relativi alla vigilanza sui mercati che vede ora affidati alla Consob importanti poteri di vigilanza, d' intervento, di regolamentazione e sanzionatori. In particolare la Consob potrà al fine di esercitare il potere regolamentare ad essa affidato: (i) eseguire ispezioni sull'informativa societaria; (ii) svolgere una funzione di vigilanza sulle dichiarazioni di conformità ai codici di autoregolamentazione; (iii) pronunciarsi su criteri di remunerazione e adeguatezza professionale dei revisori; (iv) chiedere la diffusione di comunicati *price sensitive* non soltanto alle società o alle loro controllanti ma anche agli azionisti rilevanti e agli amministratori delle stesse.<sup>331</sup>

---

<sup>329</sup> Aspetti evidenziati da Salafia in, "La Legge sul Risparmio", in *Le Società*, n. 2/2006, pag. 137 ss.

<sup>330</sup> Cfr. M. Onado, "Risparmio una riforma da buttare" in *la voce.info*, articolo del 12-12-2005 e G. Rossi nell'intervista comparsa nel *Sole 24 Ore* del 13 gennaio 2006, il quale ha definito la legge sul risparmio "affrettata e tecnicamente obbrobriosa".

<sup>331</sup> Sui nuovi compiti affidati alla Consob, v. R. Bauer, *Tutela del risparmio: tutte le regole della riforma*, in *Amministrazione e Finanza*, n. 3/2006.

---

Altra caratteristica della riforma risulta essere il rafforzamento delle tutele in capo alla minoranza costituite dai soggetti titolari di strumenti finanziari che operano all'interno delle società come semplici investitori. L'obiettivo di tutela è stato perseguito sia attribuendo direttamente alle minoranze nuovi poteri e diritti idonei a rendere la loro rappresentanza significativa in relazione ai processi decisionali delle società quotate.

Qui di seguito si riporta la struttura della legge sul risparmio che consta di 44 articoli divisi in sei titoli.

Il Titolo I intitolato "Modifiche alla disciplina delle società per azioni", contiene i seguenti articoli:

- articolo 1: "Nomina e requisiti degli amministratori";
- articolo 2: "Collegio sindacale e organi corrispondenti nei modelli dualistico e monistico";
- articolo 3: "Azione di responsabilità";
- articolo 4: "Delega di voto";
- articolo 5: "Integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea";
- articolo 6: "Trasparenza delle società estere";
- articolo 7: "Modifiche al decreto legislativo 17 maggio 1999 n. 153".

---

Il Titolo II intitolato “Disposizioni in materia di conflitti d’interessi e disciplina delle attività finanziarie” contiene i seguenti articoli:

- articoli 8: “Concessione di credito in favore di azionisti e obbligazionisti degli esponenti bancari”;
- articolo 9: “Conflitti di interesse nella gestione dei patrimoni di organismi di investimento collettivo del risparmio e di prodotti assicurativi previdenziali nonché della gestione di portafogli su base individuale”;
- articolo 10: “Conflitti di interessi nella prestazione dei servizi di investimento”;
- articolo 11: “Circolazione in Italia di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali e obblighi informativi”;
- articolo 12: “Attuazione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE”;
- articolo 13: “Pubblicità del tasso effettivo globale annuo degli interessi praticati dalle banche e dagli intermediari finanziari”;
- articolo 14: “Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”;

- 
- articolo 15: “Responsabilità dei dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari”;
  - articolo 16 : “Informazione al mercato in materia di attribuzione di azioni a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori”;
  - articolo 17: “ Disposizioni in materia di mediatori creditizi”.

Il Titolo III intitolato “Disposizione in materia di revisione dei contabile contiene il seguente articolo:

- articolo 18: “Modifiche alla disciplina relativa alla revisione dei conti”.

Il Titolo IV intitolato “Disposizioni concernenti le Autorità di vigilanza” contiene i seguenti articoli:

- articolo 19: “Banca d’Italia”;
- articolo 20: “Coordinamento dell’attività delle Autorità”;
- articolo 21: “Collaborazione tra le Autorità”;
- articolo 22: “Collaborazione da parte del Corpo della Guardia di finanza”;
- articolo 23: “Procedimenti per l’adozione di atti regolamentari e generali”;

- 
- articolo 24: “Procedimenti per l’adozione di provvedimenti individuali”;
  - articolo 25: “Competenze in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali delle banche, degli intermediari finanziari, delle assicurazioni e dei fondi pensione”;
  - articolo 26: “Trasferimento di funzioni ministeriali e poteri sanzionatori”;
  - articolo 27: “Procedure di conciliazione e di arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori”;
  - articolo 28: “Disposizioni in materia di personale della Consob”;
  - articolo 29: “Risoluzione delle controversie in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari”.

Il Titolo V intitolato “Modifiche alla disciplina in materia di sanzioni penali e amministrative” e contiene i seguenti articoli:

- articolo 30: “False comunicazioni sociali”;
- articolo 31: “Omessa comunicazione del conflitto d’interessi”;
- articolo 32: “Ricorso abusivo al credito”;



- 
- articolo 33: “Istituzione del reato di mendacio bancario”;
  - articolo 34: “Falso in prospetto”;
  - articolo 35: “Falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni delle società di revisione”;
  - articolo 36: “False comunicazioni circa l’applicazione delle regole previste nei codici di comportamento delle società quotate”;
  - articolo 37: “Omessa comunicazione degli incarichi di componente di organi di amministrazione e controllo”;
  - articolo 38: “Abusive attività finanziarie”;
  - articolo 39: “Aumento delle sanzioni penali e amministrative”;
  - articolo 40: “Sanzioni accessorie”.

Infine, il Titolo VI intitolato “Disposizioni transitorie e finali” contiene i seguenti articoli:

- articolo 41: “Soppressione della Commissione permanente per la vigilanza sull’istituto di emissione e sulla circolazione dei biglietti di banca”;
- articolo 42: “Termine degli adempimenti previsti dalla presente legge”;

- 
- articolo 43: “Delega al Governo per il coordinamento legislativo”;
  - articolo 44: “Procedura per l’esercizio delle deleghe legislative”.

#### **4.2.1. La regolamentazione dei conflitti d’interesse in capo agli intermediari all’interno della Mifid.**

La tematica relativa al conflitto d’interessi è stata anche affrontata dalla direttiva MIFID. La norma comunitaria si segnala per la maggior libertà d’azione e maggiore responsabilità in capo agli intermediari. Gli intermediari finanziari godono nella direttiva di facoltà operative sconosciute nel passato. Le maggiori possibilità operative sono contrappesate da nuovi obblighi organizzativi e di controllo. In particolare la tematica del conflitto d’interessi in capo agli intermediari viene affrontata nei ai seguenti articoli della direttiva. 2004/39/CE: art. 13 “requisiti di organizzazione”; art.18 “conflitto d’interesse”; art. 19 “norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi d’investimento”. Prima di procedere ad un esame del contenuto della direttiva nell’ambito del conflitto d’interessi è opportuno sottolineare come la direttiva MIFID muove nella direzione d’imporre alle imprese d’investimento la definizione di procedure e di strutture organizzative adeguate alla prevenzione ed al contenimento dei conflitti d’interesse al fine di evitare che, per ridurre i rischi di contestazione dopo la prestazione di un servizio di investimento, si assista ad una moltiplicazione di segnalazioni di conflitto d’interesse e delle connesse autorizzazioni ad operare.

Il primo degli articoli sopra riportati (art. 13) prescrive alle imprese

---

d'investimento di dotarsi di disposizioni organizzative ed amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure destinate ad evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei clienti. Da una prima lettera della norma emerge un elemento distintivo rispetto all'attuale testo vigente del TUF. In particolare il TUF si limita ad ha fissare un generico obbligo per gli intermediari di "organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo rischio di conflitti d'interesse", senza tuttavia fornire le modalità con cui è possibile raggiungere tale obiettivo. Al contrario la direttiva indica quali strumenti di prevenzione determinati requisiti organizzativi che risultano fondamentali per l'ottenimento dell'provvedimento d'autorizzazione. Stando sempre alla direttiva, l'impresa d'investimento dovrà individuare ed applicare disposizioni di carattere organizzativo, come ad esempio l'introduzione delle c.d. "barriere informative" ed amministrative che siano innanzitutto efficaci a realizzare misure idonee alla prevenzione dei conflitti d'interesse. Deve essere comunque chiaro che per evitare il conflitto d'interesse non occorre necessariamente porre in essere una segregazione delle aree di business. In particolare la direttiva buon impone alle imprese d'investimento particolari modelli attuativi tesi a prevenire il conflitto ma statuisce il principio che ogni singola impresa d'investimento è chiamata ad individuare quelle misure che reputa idonee allo scopo di evitare che i conflitti d'interesse , così come definiti dal successivo art. 18 incidano negativamente sugli interessi dei clienti. Il principio statuito dall'art. 13 deve essere letto in combinato disposto con l'art.18, comma 2, il quale prescrive che se l'impresa d'investimento non ha adottato misure organizzative od amministrative sufficienti per assicurare la mancanza di conflitto d'interesse in relazione al servizio d'investimento da effettuare per conto del clienti, è obbligo dell'impresa d'investimento effettuare la "disclosure" del potenziale conflitto al proprio cliente.

La direttiva anche se non fornisce un modello di riferimento indica nella separazione delle aree dei servizi offerti dalla impresa d'investimento la via

---

facilmente più percorribile per prevenire alcun tipo di conflitto d'interesse. Tuttavia teoricamente vi sono altri modelli perseguibili e l'utilizzo di strumenti alternativi può essere utilizzato previa adeguata spiegazione alle diverse autorità di vigilanza.<sup>332</sup> di business

L'art. 18 della Direttiva specifica inoltre le tipologie di relazioni potenzialmente idonee a far sorgere i conflitti d'interesse. Tali rapporti possono sorgere in sede di prestazione di un servizio d'investimento o di un servizio accessorio o di una combinazione fra detti servizi d'investimento tra l'impresa d'investimento e i clienti ovvero tra due clienti della stessa impresa. Sembra quindi che la norma comunitaria non solo cerca di regolare il comportamento delle imprese d'investimento ma anche quello dei suoi addetti, quali ad esempio dirigenti, dipendenti.<sup>333</sup>

La direttiva 2004/44/39 non fornisce una elencazione dei possibili conflitti d'interessi che possono nascere in capo agli strumenti finanziari. Questa elencazione viene fornita dalla direttiva 2006/73/CE recante le modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE. La direttiva individua I seguenti casi in cui può venire ad esistenza la presenza di un conflitto d'interesse in capo agli intermediari:

- quando è probabile che l'impresa realizzi un guadagno finanziario a scapito spese del cliente;
- l'impresa o il soggetto hanno nella prestazione del servizio un interesse distinto da quello del cliente;
- l'impresa o il soggetto hanno un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un altro cliente o

---

<sup>332</sup> Cesr's Draft Technical Advice on possible implementing measures of the directive 2004/39/EC.

<sup>333</sup> La disciplina dei conflitti d'interesse contemplate dalle disposizioni della mifid saranno integrate dalla Commissione Europea con un set di norme tese a fornire una normazio-

- 
- gruppo di clienti rispetto a quello del cliente interessato;
  - l'impresa o il soggetto riceveranno un incentivo in relazione con il servizio prestato da una persona diversa del cliente sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio.

La direttiva 2006/73/CE fornisce tuttavia un elenco non tassativo e non esaustivo, ragione per cui non si esclude ovviamente la possibilità che l'intermediario identifichi altre tipologie di conflitti di interesse o misure di prevenzione dei medesimi.

Infine deve essere segnalato che anche la Direttiva 2006/73/CE pone l'attenzione sulle misure organizzative da adottarsi all'interno della impresa di investimento al fine di avere un'adeguata gestione dei conflitti d'interesse. La direttiva di attuazione, in particolare, afferma che la struttura organizzativa interna deve mettere i soggetti che hanno un rapporto di controllo diretto o indiretto con l'impresa (quali amministratori, agenti collegati, dipendenti) nella condizione di operare in modo indipendente.

Va infine evidenziato che la direttiva di attuazione obbliga le imprese d'investimento a fornire alla propria clientela le informazioni sull'adempimento degli obblighi in materia di conflitti d'interessi. Tale documentazione deve essere dettagliata tale da mettere in condizione il cliente di poter effettuare una decisione informata in relazione al servizio prestato dall'impresa.

In conclusione si può notare che il legislatore comunitario non ha previsto un'applicazione differenziata della disciplina dei conflitti d'interesse in fun-

---

ne più dettagliata finalizzata ad assicurare una applicazione uniforme ed omogenea della

---

---

zione della natura dei soggetti con i quali si relaziona l'impresa d'investimento (ad esempio cliente al dettaglio, professionale o controparte qualificata). Ciò significa che all'entrata in vigore della direttiva Mici tutte le imprese d'investimento dovranno osservare un'unica politica sui conflitti d'interesse a prescindere dalla tipologia di clientela che ne utilizza i servizi e/o attività offerti.<sup>334</sup> Non vi è dubbio che questo innovativo approccio produrrà all'interno del contesto normativo e regolamentare italiano forti novità, in quanto l'attività d'intermediazione è attualmente distinta da forti differenze a livello informativa a seconda se la contro parte possa essere definita o meno "investitore istituzionale". Sarà in questo aspetto molto interessante verificare nel futuro prossimo come la Consob modificherà i propri regolamenti Intermediari e Mercato per uniformarsi al nuovo approccio di matrice comunitaria.

### **4.3 ASPETTI DI *CORPORATE GOVERNANCE* AFFRONTATI DALLA L. 262/2005**

Negli ultimi anni il tema della *corporate governance* delle imprese è divenuto di grande importanza non solo in sede accademica, ma anche negli interventi di politica pubblica. Il tema si è focalizzato sulle questioni attinenti all'acquisizione del controllo delle società per azioni, sul problema della loro ristrutturazione finanziaria, sul ruolo e l'attivismo degli investitori istituzionali.

Ma che cosa significa «*corporate governance*»<sup>335</sup>?

---

disciplina dei conflitti d'interesse nei vari stati membri .

<sup>334</sup> Cfr. Luca Zitiello "La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari", op.cit.

<sup>335</sup> «Corporate Governance is concerned with holding the balance between economic and

---

Il termine è di matrice anglosassone e, tradotto letteralmente, significa «governo societario». Tuttavia, tale espressione è ormai correntemente utilizzata nel linguaggio giuridico, economico, aziendale e finanziario in un'accezione ben più ampia del suo significato letterale; con essa, infatti, si fa riferimento al sistema di direzione e controllo di un ente (sia esso appartenente al settore pubblico o privato), e cioè a quell'insieme di istituzioni e di regole, giuridiche e tecniche, finalizzate alla realizzazione di un governo dell'ente in questione, che sia, non solo efficace ed efficiente, ma anche corretto, ai fini della tutela di tutti i soggetti interessati alla vita dello stesso<sup>336</sup>.

La *corporate governance* include quindi anche (ma non solo) le relazioni tra i vari soggetti coinvolti, in *primis* gli azionisti, ivi compresi quelli di minoranza, oltre agli obiettivi per cui l'azienda è amministrata.

Il concetto di «minoranza» è peraltro un concetto polivalente.

Da un lato si parla di «minoranza» facendo riferimento anche al singolo azionista. Dall'altro, occorre distinguere tra una minoranza tradizionale costituita, nelle società di piccole dimensioni, da chi ha un possesso azionario inferiore alla metà, e una minoranza propria di grandi società ad azionariato diffuso costituita dalla polverizzazione delle partecipazioni azionarie molto inferiori alla metà.

In quest'ambito si deve fare una ulteriore distinzione fra i piccoli azionisti che non partecipano alla vita societaria, la cui principale tutela consiste nel non perdere l'investimento, cioè consentire di liquidarlo nel momento in cui

---

social goals and between individual and communal goals. The corporate governance framework is there to encourage the efficient use of resources and equally to require accountability for the stewardship of those resources. The aim is to align as nearly as possible the interests of individuals, corporations and society» (Sir Adrian Cadbury, in Global Corporate Governance Forum, World Bank, 2000).

---

l'investimento è migliore, e gli investitori istituzionali, possessori di una minoranza qualificata, che di fatto influenzano le decisioni d'impresa e risultano essere i destinatari in via principale della disciplina che concerne la tutela delle minoranze.

Con riguardo a questi ultimi (gli investitori istituzionali), il tema della loro tutela ha subito nel tempo una lunga evoluzione al passo con la sempre maggiore complessità della disciplina dell'impresa azionaria e con le vicende modificative dell'assetto dei mercati: l'introduzione di un'autorità di vigilanza sul mercato mobiliare, l'affermazione del principio di trasparenza informativa sia contabile che proprietaria, l'introduzione di discipline in materia di offerte pubbliche, di *insider trading*, di privatizzazioni. Tutte innovazioni volte, almeno indirettamente, alla tutela del socio investitore o risparmiatore, e quindi, come tale, dell'azionista di minoranza.

#### **4.3.1 Le nuove opportunità offerte dalla normativa alla «minoranza»**

La maggiore considerazione di cui godono oggi rispetto che in passato gli investitori istituzionali <sup>337</sup> emerge proprio dall'analisi del D.Lgs. n. 58 del

---

<sup>336</sup> Cfr. Gabriella Opromolla, in *le Società*, 8, 2007 pag 35.

<sup>337</sup> Nella assemblea generale di Banca d'Italia, tenutasi in Roma il 31 maggio 2006 si è ribadito che «Per lo sviluppo dei mercati è necessaria una tutela rapida ed efficace degli azionisti di minoranza nei confronti di comportamenti opportunistici o non trasparenti. Oltre che sulle norme, di rango primario e secondario, e sulla loro applicazione da parte delle autorità di vigilanza, la prevenzione deve poter contare sull'iniziativa autonoma degli operatori del mercato: banche, società di *rating*, investitori. E' ampio lo spazio per l'autoregolamentazione e per l'attivismo degli azionisti. Se tale spazio è sfruttato in Italia solo in parte, questo si deve anche allo scarso peso degli investitori istituzionali. La loro voce, altrove forte e pressante, è da noi flebile. La loro presenza contribuisce al vaglio della qualità della conduzione delle imprese, alla tutela delle minoranze, alla corretta gestione dei conflitti d'interesse; accresce lo spessore del mercato e la sua efficienza allocativa; favorisce il collocamento del capitale di rischio e la diffusione di passività finanziarie a lungo termine. Dove il loro ruolo è maggiore, la dimensione media delle aziende che fanno ingresso in borsa è più contenuta. I fondi pensione, in particolare, hanno in Italia grandi potenzialità di espansione. Nei sistemi finanziari più avanzati essi costitui-



---

24 febbraio del 1998 (il TUF), laddove le norme sulla tutela delle minoranze possono essere osservate con una chiave di lettura particolare: la possibilità di evidenziare una volontà del legislatore di incentivare il piccolo risparmiatore non tanto alla gestione autonoma del proprio risparmio, quanto piuttosto all'adesione ai prodotti e ai servizi di investitori istituzionali attraverso i quali viene garantita al risparmiatore stesso una migliore gestione dei titoli e, soprattutto, maggiori possibilità di esercitare particolari diritti riconosciuti dal TUF alle minoranze qualificate di azionisti.

Il titolo 1 della legge sul risparmio, la cui struttura non è stata modificata dai successivi interventi legislativi, si compone di sette articoli che sono accorpate in tre capi dove vengono sostanzialmente apportati significativi mutamenti alla *corporate governance* delle società per azioni.<sup>338</sup>

L'art. 1, comma 1, prevede l'introduzione, nel TUF, di una nuova norma, l'art. 147-ter intitolata "Elezione e composizione del consiglio di amministrazione".

La nuova norma prescrive l'elezione dei membri del consiglio d'amministrazione sulla base di liste, rimettendo allo statuto della società la determinazione della quota minima di partecipazione necessaria per la loro presentazione, ma stabilendo che tale quota non possa essere fissata in una misura superiore a un quarantesimo del capitale sociale<sup>339</sup> ovvero nella di-

---

scono uno dei principali investitori in azioni quotate. Negli Stati Uniti detengono circa un quinto del capitale di borsa, corrispondente a circa un terzo del prodotto lordo; in Italia la quota è prossima a zero».

<sup>338</sup> Alla data della stesura del presente lavoro la legge 262/2005 ha subito delle sostanziali modifiche apportate dal d.lgs 303/2006 e dal d.lgs 51/2007 le quali nel corso della trattazione dei singoli aspetti apportati dalla legge sul risparmio verranno analizzati congiuntamente alla l. 262/2005.

<sup>339</sup> E' disposto che, per le società organizzate secondo il sistema monistico, il membro espresso dalla lista di minoranza deve essere in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza determinati ai sensi dell'art. 148, commi 3 e 4, TUF.

---

versa misura stabilita dalla Consob con apposito regolamento tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate<sup>340</sup>. Poiché l'introduzione del voto di lista è diretta a far sì che la minoranza possa essere rappresentata all'interno del consiglio d'amministrazione, si dispone al comma 3 che almeno uno dei membri di questo sia espresso dalla lista di minoranza la quale abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo con la lista di maggioranza<sup>341</sup>.

Nei consigli d'amministrazione composti da non più di sette membri è prescritta la presenza di un amministratore fornito dei requisiti d'indipendenza determinati dalla legge a carico dei sindaci dall'art.148 del TUF e, se lo statuto della società lo prevede, dai requisiti ulteriori indicati da codici di comportamento<sup>342</sup> mentre qualora il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette membri almeno due devono possedere i requisiti di indipendenza<sup>343</sup>.

La previsione dell'elezione tramite il sistema del voto di lista di un amministratore espresso dalla lista di minoranza è indubbiamente la proposta più clamorosa<sup>344</sup>.

Il meccanismo del voto di lista non costituisce una novità assoluta per il nostro ordinamento essendo già stato previsto dalla legge del 30 luglio 1994 n. 474 nell'ambito del processo relativo alle privatizzazioni, al fine di consentire che un certo numero di amministratori (1/5) fosse riservato alle mino-

---

<sup>340</sup> Disposizione apportata dal D.lgs.29/12/2006 n.303.

<sup>341</sup> Disposizione apportata dal D.lgs.29/12/2006 n. 303

<sup>342</sup> E' disposto che, per le società organizzate secondo il sistema monastico, il membro espresso dalla lista di minoranza deve essere in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza determinati ai sensi dell'art. 148, commi 3 e 4, TUF.

<sup>343</sup> Disposizione apportata dal D.lgs.29/12/2006 n. 303.

<sup>344</sup> Cfr. ABADESSA P., *La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di*

---

ranze. Da un punto di vista pratico il voto di lista era già presente in numerosi statuti attraverso meccanismi che dovevano consentire alle minoranze di eleggere una propria rappresentanza negli organi sociali.

La ratio della norma sopra riportata risulta essere quella di evitare possibili collegamenti tra liste di maggioranza e liste di minoranza ipotesi facilmente realizzabili in presenza di società collegate o controllate in cui gli eletti sono comunque espressione del medesimo gruppo di controllo.<sup>345</sup>

A maggiore tutela delle minoranze, gli statuti dovrebbero contenere opportune specificazioni volte a racchiudere qualsiasi tipo di collegamento esistente quale ad esempio un eventuale patto di sindacato o il controllo societario. Un ruolo rilevante a questo proposito potrebbe essere svolto dai codici di comportamento rispetto ai quali il legislatore agli articoli 124 bis e seguenti del TUF sembra accogliere la regola del c.d. “*comply or explain*”: le società quotate devono informare il mercato sulla loro osservanza motivando attraverso un apposito comunicato il mancato rispetto di una norma di comportamento.

L’esigenza di tutelare in modo sostanziale ed innovativo il piccolo risparmiatore da eventuali conflitti e comportamenti ad essi conseguenti ha portato il legislatore anche a modificare la disciplina relativa agli organi di controllo delle società quotate nei mercati regolamentati. In particolare, successivamente all’entrata in vigore della legge 262/2005 ed alle sue successive modifiche, l’art. 148 comma 2 del TUF ha trovato ampia riformulazione. La norma contiene disposizioni relative alla nomina dei componenti l’organo di controllo a cura della minoranza. Il dettato normativo, così come

---

*legge per la tutela del risparmio*, in *Società*, n. 3/2005, p. 284.

<sup>345</sup> Sul meccanismo di voto di lista, v. E. Cervio, *Amministratori nomina con voto di lista*, in *Guida al diritto*, n. 4 gennaio, 2006, p.102 ss.

---

modificato dal recente decreto legislativo del 29 dicembre 2006 n. 303, prevede che il rappresentante scelto dalla minoranza debba essere individuato attraverso il sistema del voto di lista ma lascia alla Consob l'individuazione delle modalità per l'elezione del membro effettivo del collegio sindacale da parte delle minoranze. Resta fermo il fatto che il rappresentante della minoranza non deve essere in nessun modo collegato neppure indirettamente con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti.

L'articolo 2 della legge 262/2005 oltre a prevedere la nomina dell'esponente di minoranza dell'organo di controllo ha il merito di apportare sostanziali modifiche sia al testo Unico della Finanza (TUF) che al Codice Civile. In particolare:

- all'art. 148 del TUF vengono abrogate, le lettere c) del comma 1, riguardanti i criteri e le modalità per la nomina del presidente e il limite al numero degli incarichi. Il comma 2 è sostituito da un nuovo comma in base al quale è adesso la Consob e non più l'atto costitutivo (ovvero l'autonomia societaria) a stabilire con regolamento modalità per l'elezione di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza attraverso il sistema del voto di lista. Esso è, inoltre, arricchito del comma *2-bis* che attribuisce all'assemblea il compito di nominare il presidente del collegio sindacale tra i sindaci eletti dalla minoranza, in precedenza rimesso all'atto costitutivo. Al comma 3, riguardante le cause di ineleggibilità per la carica di sindaco, alla lettera c) vengono aggiunti gli amministratori delle società che hanno rapporti di lavoro autonomo o subordinato con la società o che sono da questa controllate o che la controllano, nonché il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli stessi. Il comma 4 è modificato e viene attribuito al Ministro di Grazia e Giustizia, di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite la Consob, la Banca d'Italia e l'Isvap, il compito di stabili-

---

re con regolamento i requisiti di onorabilità e di professionalità dei membri del consiglio di sorveglianza e del comitato per controllo sulla gestione, oltre a quelli del collegio sindacale. Il difetto di tali requisiti determina la decadenza dalla carica. I nuovi commi 4-*bis* e 4-*ter* dispongono che vengano applicate anche al consiglio di sorveglianza e al comitato per il controllo sulla gestione le disposizioni relative alla tutela delle minoranze e alle cause di ineleggibilità. Infine, il comma 4-quater disciplina la decadenza dalle cariche che è dichiarata dal consiglio di amministrazione. In caso di inerzia, vi provvede la Consob, su richiesta di qualsiasi soggetto interessato<sup>346</sup>;

- dopo l'art. 148 del TUF viene inserito l'art. 148-bis intitolato «Limiti al cumulo degli incarichi», in base al quale con regolamento della Consob sono stabiliti limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo che i componenti degli organi di controllo nelle società quotate possono assumere in quelle non quotate. La Consob dichiara la decadenza degli incarichi assunti dopo il raggiungimento del numero massimo previsto<sup>347</sup>;
- all'art. 149 del TUF intitolato «Doveri», al comma 1, dopo la lett. c), è inserita la *c-bis*) la quale attribuisce al collegio sindacale la vigilanza sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario

---

<sup>346</sup> Il potere sostitutivo della Consob è esercitabile su impulso di qualsiasi soggetto interessato, ovvero anche d'ufficio, qualora l'autorità venga comunque a conoscere l'esistenza della causa di decadenza. Cfr. Sen. EUFEMI M., *Documento sulla tutela del risparmio*, in [www.eufemi.it](http://www.eufemi.it).

<sup>347</sup> L'obiettivo di rafforzare la correttezza e l'efficienza degli organi amministrativo e di controllo è, pertanto, assai opportunamente affidato ad una disciplina del cumulo degli incarichi dei componenti degli organi rimessa ad un regolamento della Consob e presidiata sia dal potere attribuito alla Consob di dichiarare la decadenza dagli incarichi assunti dopo il raggiungimento del numero massimo previsto dal regolamento, sia dall'obbligo fatto ai detti componenti di informare la Consob ed il pubblico circa gli incarichi di amministrazione e controllo da esse rivestiti. Cfr. ABADESSA P., *La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio*, in

- 
- previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi;
- all'art. 151 «Poteri», al comma 1, concernente il potere dei sindaci di chiedere agli amministratori notizie sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari, estende tale facoltà agli stessi di rivolgere le medesime richieste di informazione direttamente agli organi di amministrazione e di controllo delle società controllate<sup>348</sup>;
  - all'art. 193 «Informazione societaria e doveri dei sindaci e delle società di revisione», il comma 3, la lett. a) estende la responsabilità, precedentemente riconosciuta unicamente in capo ai membri del collegio sindacale, per l'omissione delle comunicazioni delle partecipazioni rilevanti e dei patti parasociali ai componenti del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione;
  - l'art. 2400 «Nomina e cessazione dall'ufficio», c.c, che disciplina la nomina, la durata della carica e la revoca dei sindaci, viene modificato con la previsione all'ultimo comma, di obbligare i sindaci a rendere noti all'assemblea gli incarichi di amministrazione e di controllo da essi ricoperti presso altre società, al momento della nomina e prima della loro accettazione dell'incarico;

---

*Società, n. 3/2006 pag. 284.*

<sup>348</sup> Queste modifiche sono dirette a rafforzare l'esercizio dei poteri attribuiti ai membri degli organi di controllo e, in particolare, a coloro che siedono in essi in rappresentanza delle minoranze, come quelle che estendono i poteri di richiesta d'informazioni conferiti ai sindaci e ai componenti dei corrispondenti organi di controllo negli altri modelli societari.

- 
- all'art. 2409-*septiesdecies*, che disciplina il consiglio di amministrazione con modalità monistica, è modificato con la previsione all'ultimo comma con la previsione che obbliga i componenti del consiglio di amministrazione di rendere noti all'assemblea gli incarichi di amministrazione e controllo da essi ricoperti presso altre società, prima dell'accettazione dell'incarico.

L'art. 3 della riforma sul risparmio, al comma 1 si occupa di modificare la portata dell'art. 2393 del codice civile in tema di azione di responsabilità disponendo, dopo il secondo comma, che l'azione stessa possa anche essere promossa a seguito di deliberazione del collegio sindacale, assunta con la maggioranza dei due terzi dei suoi componenti e andando in tal modo a modificare il precedente quadro normativo che prevedeva che tale azione potesse essere esercitata oltre che con il voto favorevole di almeno un quinto del capitale sociale, anche con il voto unanime dei componenti del collegio sindacale. In questi casi, l'assemblea provvede alla sostituzione degli amministratori<sup>349</sup>.

All'art. 2393-*bis*, secondo comma, viene ridotto il *quorum* necessario per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità da parte dei soci delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, che passa dall'attuale misura di un ventesimo del capitale sociale a un quarantesimo, salva comunque la possibilità che una misura inferiore sia prevista a questo fine dallo statuto della società<sup>350</sup>.

---

<sup>349</sup> Si attribuisce anche al collegio sindacale il potere di promuovere, con la maggioranza dei due terzi dei componenti, l'azione di responsabilità nei riguardi degli amministratori, e prevedendo che, qualora la deliberazione sia assunta all'unanimità, essa comporti la revoca degli amministratori contro cui è proposta.

<sup>350</sup> La riduzione della soglia stabilita per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori persegue l'obiettivo di rafforzare la correttezza e l'efficienza degli organi amministrativo e di controllo. Tuttavia, si rischia di produrre gravi conseguenze a carico delle società in termini di operatività e continuità, con il pericolo di innumerevoli interventi giudiziari nella vita delle imprese. Cfr. ABADESSA P., *La nuova riforma del diritto societario*, op. cit., p. 283, e CONFINDUSTRIA, *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. Osservazioni della Confindustria*, 29 Aprile 2004, in

---

La norma di cui all'art. 4 interviene all'interno della materia relativa alle deleghe di voto in seno all'assemblee degli emittenti. In particolare viene modificata la disciplina dell'articolo 139 «Requisiti del committente» del TUF, il quale determina i requisiti del soggetto che può sollecitare il conferimento di deleghe di voto prevedendo che la Consob debba obbligatoriamente determinare percentuali di capitale inferiori ad un centesimo del capitale sociale valide nel caso di società ad elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso<sup>351</sup>.

L'art. 5 della riforma sul risparmio stabilisce all'art. 126-*bis* del TUF intitolato «Integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea», che i soci che, anche congiuntamente, rappresentino almeno un quarantesimo del capitale sociale possono chiedere, entro cinque giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, l'integrazione dell'elenco delle materie da trattare, indicando nella domanda gli ulteriori argomenti da essi proposti<sup>352</sup>.

La riforma mira anche a regolare e a garantire all'art. 6 la trasparenza delle società estere che sono controllate da società italiane o che siano ad esse collegate aventi sede legale in Stati i cui ordinamenti non garantiscono la trasparenza della costituzione, della situazione patrimoniale e finanziaria e della gestione della società, nonché le società italiane collegate alle suddette società estere o da queste controllate<sup>353</sup>. Tali società sono soggette alla disciplina prevista per le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati di cui all'art. 119 del TUF nonché alle disposizioni previste per gli emittenti di strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ai sensi dell'116 del

---

*www.confindustria.it.*

<sup>351</sup> Cfr. Sen. EUFEMI M., *Documento sulla tutela del risparmio, op. cit.*

<sup>352</sup> L'art. 5 conferisce a una "minoranza qualificata" la facoltà di chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea. La richiesta di integrazione dell'ordine del giorno non è ammessa per gli argomenti sui quali l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta degli amministratori o sulla base di un progetto o di una relazione da essi predisposta.

<sup>353</sup> La norma chiarisce che queste disposizioni riguardano unicamente i rapporti con le società estere aventi sede in uno Stato che non garantisca la trasparenza delle società.



---

TUF.

Lo ratio della riforma è di prevenire la possibilità che attraverso queste entità vengano occultati l'effettivo assetto proprietario o le reali condizioni patrimoniali e finanziarie di società italiane o dei gruppi ai quali esse facciano capo<sup>354</sup>.

Gli Stati i cui ordinamenti non garantiscono la trasparenza della costituzione e della relativa situazione patrimoniale sono individuati con decreti dal Ministro della Giustizia, di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, sulla base di taluni criteri.

Per quanto riguarda le forme e le condizioni per la costituzione delle società si fa riferimento alla mancanza di forme di pubblicità dell'atto costitutivo e dello statuto, nonché delle successive modificazioni di esso.

Circa la struttura delle società è sufficiente la mancanza della previsione di un organo di controllo distinto dall'organo di amministrazione dotato di adeguati poteri di ispezione e controllo.

Per quanto riguarda il bilancio di esercizio l'attenzione è rivolta alla mancanza della previsione dell'obbligo di redigere tale bilancio, comprendente almeno il conto economico e lo stato patrimoniale, con l'osservanza dei principi della rappresentazione chiara, veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e del risultato economico dell'esercizio, nonché della chiara illustrazione dei criteri di valutazione adottati nella redazione del conto economico e dello stato patrimoniale. Inoltre, si fa riferimento alla mancanza dell'obbligo di deposito del bilancio presso un organo amministrativo o giudiziario e alla mancanza dell'obbligo

---

<sup>354</sup> Cfr. COMMISSIONI VI E X RIUNITE, *Resoconto della VIII seduta, op. cit.*

---

di sottoporre la contabilità e il bilancio delle società a verifica.<sup>355</sup>

Ancora, le società italiane le quali controllano società aventi sede legale in uno degli Stati determinati con i decreti di cui all'art. 165-ter allegano al proprio bilancio di esercizio o bilancio consolidato, qualora siano tenute a predisporlo, il bilancio della società estera controllata, redatto secondo i principi e le regole applicabili ai bilanci delle società italiane o secondo i principi contabili internazionalmente riconosciuti. Il bilancio della società estera controllata è sottoscritto dagli organi di amministrazione, dal direttore generale e dal dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari di quest'ultima, che attestano la veridicità e la correttezza della rappresentazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio. Al bilancio della società italiana è, altresì, allegato il parere espresso dall'organo di controllo della medesima sul bilancio della società estera controllata. Il bilancio della società italiana controllante è corredato da una relazione degli amministratori sui rapporti intercorrenti fra la società italiana e la società estera controllata e la relazione è sottoscritta dal direttore generale e dal dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari. E' allegato ad essa il parere espresso dall'organo di controllo. Il bilancio della società estera controllata è sottoposto a revisione ai sensi dell'art. 165 da parte della società incaricata della revisione del bilancio della società italiana; ove la suddetta società di revisione non operi nello Stato in cui ha sede la società estera controllata, deve avvalersi di un'altra idonea società di revisione, assumendo la responsabilità dell'operato di quest'ultima. Il bilancio della società estera controllata, con la relazione, i pareri ad esso allegati ed il giudizio espresso dalla società responsabile della

---

<sup>355</sup> Per ciò che concerne la legislazione del Paese ove la società ha sede legale, questa deve, fra l'altro, impedire o limitare l'operatività della stessa sul proprio territorio, escludere il risarcimento dei danni arrecati agli amministratori rimossi senza una giusta causa e non disporre di adeguate sanzioni penali nei confronti degli esponenti aziendali che falsificano la contabilità e i bilanci (Art. 165-ter).

---

revisione, sono trasmessi alla Consob (Art. 165-*quater*).

Il bilancio delle società italiane le quali siano collegate a società aventi sede legale in uno degli Stati determinati con i decreti di cui all'art. 165-*ter*, comma 3, è corredato da una relazione degli amministratori sui rapporti intercorrenti fra la società italiana e la società estera collegata (Art. 165-*quinquies*)<sup>356</sup>.

La Consob al fine di verificare se l'informativa contabile predisposta dalle società di cui agli art 165-*ter* e seguenti si corretta e veritiera dispone dei poteri ad essa conferiti dagli art. 114 e 115, con le finalità di esercitare i propri poteri avendo riguardo alla tutela degli investitori, all'efficienza del mercato e al controllo societario del mercato dei capitali così come previsto dall' 91 del TUF. In particolare, nei riguardi delle società italiane che controllano società aventi sede in paese straniero, per accertare l'osservanza degli obblighi contabili di trasparenza e veridicità la Consob può esercitare i medesimi poteri nei riguardi delle società estere, previo consenso delle competenti autorità straniere, o chiedere l'assistenza o la collaborazione di queste ultime, anche sulla base di accordi di cooperazione con esse (Art. 165-*septies*).

Alla luce di quanto esaminato, può concludersi che la prevenzione agli abusi perpetrati attraverso le società *offshore* è affidata dalla legge 265/2005 non a divieti o limitazioni di operatività (costrittivi per la libertà d'impresa, oltre che di dubbia efficacia), bensì ad un intransigente regime di trasparenza<sup>357</sup>.

---

<sup>356</sup> Lo stesso obbligo è esteso alle società che, pur non avendo strumenti finanziari quotati o diffusi fra il pubblico in misura rilevante, abbiano ottenuto rilevanti concessioni di credito. *Ibidem*.

<sup>357</sup> Cfr. ABADESSA P., *La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio (...)*, *op. cit.*, p. 282.

---

Infine, l'art. 7 modifica il d.lgs. 17 maggio 1999 n. 153 circa la disciplina civilistica e fiscale degli enti conferenti e la disciplina fiscale delle operazioni di ristrutturazione bancaria. In particolare la riforma sul risparmio, dispone che a partire dal 1° gennaio 2006 le fondazioni non possono più esercitare il diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie delle società bancarie conferitarie per le azioni eccedenti il 30 per cento del capitale rappresentato da azioni aventi diritto di voto nelle medesime assemblee. Inoltre, con deliberazione dell'assemblea straordinaria delle società interessate, le azioni eccedenti la predetta percentuale possono essere convertite in azioni prive del diritto di voto<sup>358</sup>.

#### **4.3.2 La nuova importante figura degli amministratori indipendenti nel codice di disciplina delle società quotate.**

La figura dell'amministratore indipendente ricalca nel nostro ordinamento quella del modello anglosassone<sup>359</sup>.

La figura dell'amministratore indipendente è stata inserita all'interno del mercato finanziario italiano dal codice di autodisciplina delle società quotate<sup>360</sup> che già nella sua prima versione del 1999 suggeriva d'inserire un "nume-

---

<sup>358</sup> Precedentemente era previsto che qualora la fondazione continuasse a detenere oltre il termine di quattro anni le partecipazioni di controllo, alla dismissione provvedesse, sentita la fondazione ed anche mediante un apposito commissario, l'Autorità di vigilanza, nella misura idonea a determinare la perdita del controllo e nei tempi ritenuti opportuni in relazione alle condizioni di mercato ed all'esigenza di salvaguardare il valore del patrimonio. Cfr. d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153, art. 25, comma 3.

<sup>359</sup> Si veda, al riguardo, quanto scrive GRASSINI. C'è un ruolo per gli amministratori indipendenti?, in *Mercato concorrenza e regole.*, 2004, 427 ss.

<sup>360</sup> Pur una più dettagliata analisi del codice di autodisciplina, dei diversi modelli europei di riferimento e delle modalità con cui si cerca di assicurarne l'effettività, si veda FERRARINI e GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un potpourri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2006, 573 ss. Per un inquadramento sistematico del codice di autodisciplina nel complesso e multiforme panorama dei fenomeni di autoregolamentazione, ormai così caratteristici del nostro tempo, v. SIMONETTI. *Autoregolamentazione e*

---

ro adeguato" di amministratori indipendenti fra gli amministratori non esecutivi della società ed individuava i requisiti dell'indipendenza nel fatto che tali amministratori non intrattenessero con la società o con sue controllate, con gli amministratori esecutivi o con i soci di controllo rapporti economici tali da condizionare la loro autonomia di giudizio, né fossero a loro volta, anche solo indirettamente, titolari di partecipazioni in grado di assicurare il controllo della società, eventualmente anche per il tramite di patti parasociali.

Nelle versioni più recenti del medesimo codice di autodisciplina, ivi compresa l'ultima adottata nel 2006 (che include la raccomandazione sul ruolo degli amministratori non esecutivi emanata dalla Commissione europea il 15 febbraio 2005), siffatta indicazione di principio risulta sostanzialmente confermata. Tuttavia il nuovo testo enuncia precisi criteri in base ai quali dovrebbe essere individuata l'indipendenza degli amministratori, pur con l'avvertenza che si tratta di criteri né tassativi né vincolanti, bensì meramente orientativi, ma con l'obbligo di rendere noto al mercato i casi in cui da essi ci si voglia discostare <sup>361</sup>.

Occorre aggiungere che, per espressa previsione del medesimo codice, tocca al consiglio di amministrazione nel suo complesso valutare, sia da principio che in seguito, con cadenza annuale - i menzionati requisiti d'indipendenza e darne conto al mercato, così come dovrebbe esser dato pubblicamente conto dell'esito delle verifiche che sull'applicazione di quei criteri e sulle relative procedure di accertamento che i sindaci, a loro volta, sono chiamati a svolgere. E vale anche la pena di rilevare che, nel caso di società in cui sia-

---

codici di condotta. Le esperienze dell'Italia e del Regno Unito a confronto, in *Diritto e cultura*, 2002, 19 ss.

<sup>361</sup> Per una più analitica rassegna delle disposizioni contenute in proposito nell'ultima versione del codice di autodisciplina, si rinvia a BAGLIONI e GRASSO. *NUOVO codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Società*, 2006, 1061 ss.

---

no cumulate le cariche di amministratore delegato e presidente del consiglio di amministrazione (*chief executive officer*) o nel caso in cui quest'ultimo s'identifichi con il socio che controlla la società, è prevista come contrappeso, la designazione di un *lead independent director*, cui è attribuito il compito di coordinare gli amministratori indipendenti, chiamati perciò a formare una sorta di autonomo comitato.

Quella prima indicazione del codice di autodisciplina formulata, come detto, nel 1999, cioè all'indomani dell'entrata in vigore del testo unico della finanza (d. lgs. n. 58 del 1998) — aveva in effetti una forte carica innovativa, giacché era destinata a calarsi in una realtà societaria che, in quel momento, conosceva un solo modello di amministrazione e controllo: quello tradizionale, imperniato sulla netta distinzione tra consiglio di amministrazione e collegio sindacale, in cui il canone dell'indipendenza era predicato solo per i sindaci e non anche per (alcuni tra) gli amministratori.

La diffusa insoddisfazione per il modo nei quale il controllo sindacale aveva fino ad allora funzionato e la percezione che, per favorire l'auspicata crescita del mercato finanziario italiano, fosse indispensabile garantire meglio gli investitori, anche migliorando i controlli sulla corretta gestione delle società quotate, aveva indotto il legislatore ad inserire nel testo unico una riqualificazione del ruolo del collegio sindacale, sia in termini di maggiori poteri sia appunto sotto il profilo delle maggiori garanzie di indipendenza (e professionalità) dei sindaci<sup>362</sup>; ma si era preferito in quel momento non intervenire anche sulla struttura, sulla composizione e (se non di riflesso ed assai marginalmente) sui compiti dell'organo di amministrazione, in quanto si era preferito mantenere distinte le funzioni gestorie e di vigilanza e controllo cui già prima ho fatto cenno.

---

<sup>362</sup> Cfr. RORDORF, Il nuovo sistema dei controlli sindacali nelle società per azioni quotate

---

Il codice di autodisciplina, pur avendo ovviamente di mira le medesime esigenze di fondo, scelse una via diversa, sostanzialmente poco curandosi del collegio sindacale e puntando piuttosto sulla figura degli amministratori indipendenti, creando tuttavia una figura vaga e vagamente delineata.

La scelta posta in essere dal Codice di Disciplina ha riscontrato un forte successo all'interno del mondo finanziario ciò è dimostrato che il codice di autodisciplina ha ribadito questa figura anche nelle successive edizioni e che anche il legislatore vi si è in qualche modo accodato, scoprendo anch'esso la figura degli amministratori indipendenti: prima nella riforma organica del diritto societario, che ha modificato il codice civile (d. lgs. n. 6 del 2003), e poi nella legge sulla tutela del risparmio (legge n. 262 del 2005).

#### **4.3.3 La figura degli amministratori indipendenti nel codice civile e nel testo unico della finanza.**

Il carattere frammentario e diacronico degli interventi con cui il legislatore ha prima introdotto e poi man mano ampliato a presenza di amministratori indipendenti nella *corporate governance* delle società azionarie italiane rende utile una breve ricapitolazione, mantenendo distinte le società a seconda del sistema di amministrazione e controllo da esse adottato<sup>363</sup>.

Da principio la necessità di dotarsi obbligatoriamente di amministratori indipendenti era stata circoscritta dal codice civile alle sole società che decidano di adottare il cosiddetto modello monistico di amministrazione e controllo. Solo per queste, infatti, l'art. 2409-septiesdecies prescrive che almeno

---

te, in Foro it., 1999, V. 238.

<sup>363</sup> Tondello, Corporate Governance e tutela del risparmio, in trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, diretto da F. Galgano, XXXV, Padova, Cedam,

---

un terzo dei consiglieri di amministrazione debba essere in possesso dei requisiti d'indipendenza stabiliti per i sindaci dal 1° comma dell'art. 2399 (e l'equiparazione è significativa di come il paradigma dell'indipendenza rimandi naturalmente alla funzione dell'organo di controllo), con l'aggiunta eventuale di altri requisiti posti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati (e qui è chiara l'allusione al codice di autodisciplina di cui s'è detto sopra), se lo statuto della società lo preveda.

La norma codicistica nulla dice sui compiti che tali amministratori sono chiamati a svolgere e – salvo che entrino a far parte del comitato per il controllo sulla gestione – se ne deve dedurre che essi sono in tutto e per tutto equiparati agli altri amministratori e che, in teoria, nulla vieterebbe al consiglio anche di attribuire loro deleghe operative. Ma la vera funzione degli amministratori indipendenti, nel modello monistico, è appunto quella di costituire il comitato per il controllo sulla gestione, che rappresenta la più peculiare caratteristica di questo modello e che il 2° comma dell'art. 2409-octiesedecies impone sia composto esclusivamente da amministratori indipendenti, i quali dunque vengono qui ad assumere su di sé a pieno titolo i compiti di vigilanza e controllo che a detto comitato competono, in luogo del tradizionale collegio sindacale non più previsto in siffatto modello. E però, naturalmente, quei medesimi amministratori indipendenti, ad onta del fatto che la norma da ultimo citata li vuole del tutto estranei alla gestione della società, non cessano di essere pur sempre degli amministratori, e dunque partecipano con pieno diritto di voto alle riunioni del consiglio di amministrazione e concorrono a conferire o a revocare le deleghe ad altri amministratori, a redigere il bilancio ed a svolgere tutte le ulteriori attribuzioni che il 4 comma dell'art. 2381 c.c. non consente di delegare, assumendone la



---

relativa responsabilità. La distanza tra gestione e controllo si fa qui davvero assai sottile: è perciò proprio sull'indipendenza (oltre che sulla professionalità e diligenza) degli amministratori-controllori che riposa la garanzia di tenuta del sistema disegnato in questo modello.

Le società azionarie funzionanti col sistema tradizionale (consiglio di amministrazione e collegio sindacale) o col sistema dualistico (consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza), salvo che siano quotate in borsa e salvo che non dispongano spontaneamente altrimenti nel loro statuto, non sono invece necessariamente tenute a dotarsi di amministratori indipendenti.

Una tale esigenza potrebbe, nondimeno, discendere da un'espressa previsione statutaria, giacché il novellato art. 2387 (applicabile, nelle società destinate a funzionare col sistema dualistico, anche ai componenti il consiglio di gestione, in virtù del richiamo operato dal 1° comma dell'art. 2409-*undecies*) accenna al possesso, da parte degli amministratori, di speciali requisiti di (onorabilità, professionalità ed) indipendenza cui lo statuto può subordinare l'accesso e la permanenza nella carica; ed aggiunge che il medesimo statuto può a questo fine richiamare i requisiti previsti da codici di autoregolamentazione formulati da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati. Una norma, questa, che peraltro appare persino superflua, giacché nessuno avrebbe mai seriamente messo in dubbio che l'autonomia statutaria potesse spingersi a tanto. Resta invece ferma, ovviamente, la necessità che tutti i componenti dei rispettivi organi di controllo (collegio sindacale e consiglio di sorveglianza) siano in possesso dei requisiti d'indipendenza prescritti dagli articoli del codice civile che a loro si riferiscono (artt. 2399 e 2409-*duodecies*, penultimo comma, lett. *e*).

---

Per effetto delle modifiche apportate al testo unico dalla citata legge sulla tutela del risparmio del 2005 e dal successivo d. lgs. n. 303 del 2006, anche nella società amministrata in modo tradizionale, almeno un consigliere di amministrazione (o due, se il consiglio consta di più di sette membri) deve essere dotato di requisiti d'indipendenza paragonabili quanto meno a quelli dei sindaci delle medesime società (art. 147-ter, 3° comma); ed analoghi requisiti deve possedere, nella società amministrata col sistema dualistico, almeno uno dei componenti del consiglio di gestione, se questo è composto da più di quattro membri (art. 147--quater).

Naturalmente, tali società sono sempre libere di adeguarsi alle ulteriori specificazioni dettate dal codice di autodisciplina, anche se non richiamate espressamente nello statuto; ma saranno tenute ad informare il pubblico circa le loro scelte in proposito (art.124-bis del TUF) e, se abbiano dichiarato di volersi adeguare a quelle disposizioni, i rispettivi organi di vigilanza saranno poi obbligati a controllarne la concreta attuazione (art. 149, 1 comma, lett. c-bis), del TUF. Compiti di vigilanza sono affidati, a questo riguardo, anche alla Consob (art. 124-ter).

In tutti e tre i sistemi la posizione degli amministratori indipendenti appare contrassegnata da un rilevante grado di ambiguità e rischia di determinare sovrapposizioni di ruolo. Nelle società che adottano il sistema monistico, gli amministratori indipendenti sono i soli, nell'ambito del comitato per il controllo sulla gestione, cui vengano demandate funzioni di controllo ben definite; ma non per questo, come s'è già notato, possono dirsi davvero del tutto estranei anche a compiti, almeno *lato sensu*, amministrativi.

Ancor meno estranei a tali compiti appaiono, in via di principio, i componenti indipendenti dei consigli di amministrazione delle società che adottano il sistema tradizionale, ancorché eventualmente aderiscano al codice di au-

---

to disciplina delle società quotate, difettando per essi ogni indicazione che valga ad individuarne in modo puntuale le mansioni e non essendo ben chiara la linea di demarcazione rispetto ai compiti del tradizionale organo di controllo sindacale, cui oltre tutto compete una qualche funzione di vigilanza sull'effettivo rispetto dei requisiti d'indipendenza degli amministratori.

Nelle società in cui si adoperi il sistema dualistico, infine, ancora più accentuate sembrano essere le ambiguità e le sovrapposizioni. Quel sistema, all'apparenza, dovrebbe veder contrapposto un organo con funzioni prettamente operative, il consiglio di gestione, ed un altro con funzioni di direzione strategica e di vigilanza, ossia il consiglio di sorveglianza. Nell'attuazione che ne è stata data dal legislatore italiano è stata però prevista la possibilità che il consiglio di gestione deleghi le proprie attribuzioni ad uno o più dei suoi componenti, sulla falsariga di quanto solitamente accade nei tradizionali consigli di amministrazione, di modo che il modello, piuttosto che dualistico, rischia di risultare tripartito: da un lato i consiglieri di gestione con compiti esecutivi, dall'altro i consiglieri di gestione non esecutivi, come tali confinati a mansioni prevalenti di vigilanza, ed infine il vero e proprio consiglio di sorveglianza. Se a questo si aggiunge ora l'eventualità che tra i consiglieri di gestione non esecutivi ne siano designati alcuni, dotati di requisiti d'indipendenza largamente coincidenti con quelli propri dei consiglieri di sorveglianza, e perciò stesso ancor più sbilanciati sul versante del controllo piuttosto che su quello della gestione attiva, si dovrà riconoscere che tanto è alto un rischio di confusione quanto è modesto il rispetto per il significato corrente delle parole con cui questi organi vengono definiti.

---

#### **4.3.4 Il particolare aspetto della revoca degli amministratori indipendenti.**

Aspetto di particolare importanza risulta essere la revoca della figura degli amministratori indipendenti. Non vi è dubbio che i presidi dell'indipendenza di un amministratore almeno in parte risiedano nel criterio di nomina, parrebbe naturale che essi debbano avere un necessario riscontro nelle regole che disciplinano l'eventuale revoca di quel medesimo amministratore.

Appare fin troppo evidente che la stabilità della carica è uno dei pilastri dell'indipendenza. Lo si vede bene da come sono disciplinate la revoca degli amministratori e quella dei sindaci nei codice civile, secondo una logica che però ancora chiaramente riflette l'ottica tradizionale che concepiva l'indipendenza come un requisito indispensabile per il corretto svolgimento della funzione dei sindaci, ma non anche degli amministratori.

Donde appunto la regola per cui è sempre consentita la revoca anche ad *nutum* degli amministratori da parte dell'assemblea, con la sola contropartita del risarcimento del danno ove difetti una giusta causa (art. 2383, 3° comma), mentre per i sindaci le cose stanno diversamente: la revoca non ha effetto se prima il tribunale, sentito l'interessato, non abbia riscontrato l'esistenza di una giusta causa (art. 2400, 2° comma). E vale la pena di ricordare che di recente, proprio sottolineando la garanzia d'indipendenza del sindaco cui quest'ultima norma è ispirata, la Cassazione ha escluso che operi per i sindaci la revoca automatica prevista invece, per gli amministratori, in caso di esercizio dell'azione sociale di responsabilità deliberata dall'assemblea con la maggioranza di oltre un quinto del capitale sociale, ed ha affermato inoltre che anche in presenza di una siffatta delibera è indispensabile la preventiva valutazione del tribunale in ordine all'esistenza di una giusta causa

---

di revoca<sup>364</sup>.

Ma, sotto questo aspetto, gli amministratori indipendenti, pur quando siano chiamati a svolgere funzioni di controllo assai simili a quelle dei sindaci (come, ad esempio, nel sistema monistico), restano comunque sempre degli amministratori, cui perciò non si applica la disciplina della revoca dei sindaci. Chi detiene il dominio dell'assemblea può quindi revocarli a proprio piacimento in qualunque tempo, dovendo solo mettere in conto il costo dell'eventuale risarcimento del danno, presumibilmente tanto meno elevato quanto più modesto sarà stato il compenso a suo tempo pattuito. In società guidate da soci più spregiudicati la figura dell'amministratore indipendente rischia davvero di essere un marchio di qualità un po' troppo a buon mercato<sup>365</sup>.

Se questo è vero per gli amministratori indipendenti in genere, qualche dubbio potrebbe esser sollevato per quelli che la legge ora impone siano eletti dalla minoranza dei soci. Un ovvio principio di simmetria tra potestà di nomina e di revoca suggerirebbe, infatti, che l'assemblea non possa disporre la revoca di chi è stato designato alla carica dalla minoranza senza il consenso della minoranza medesima. Occorre tuttavia riconoscere che, in difetto di specifiche norme al riguardo, la pratica attuazione di questo principio presenta non poche difficoltà.

Ulteriori problemi ed incongruenze si pongono con riguardo alla revoca giudiziale degli amministratori, a norma dell'art. 2409 ex. Da un lato, infatti, l'ultimo comma di tale articolo legittima ora anche i sindaci a denunciare di-

---

<sup>364</sup> Cass. 12 Dicembre 2005 n. 27389, in Foro it, 2006,I, 2369

<sup>365</sup> Si ritiene anche da alcuni che gli amministratori indipendenti facenti parte del comitato per il controllo sulla gestione di società modellate secondo il sistema monistico, in quanto designati a tale compito dal consiglio di amministrazione, possano essere revocati (non già dalla carica di consiglieri di amministrazione, bensì da quella di componenti del predetto comitato) dal consiglio di amministrazione medesimo, Cfr LONZONI "Comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico: alcune riflessioni com-

---

rettamente al tribunale il sospetto di gravi irregolarità, che potrebbe condurre alla revoca degli amministratori, e la medesima legittimazione è espressamente estesa anche al consiglio di sorveglianza ed al comitato per il controllo sulla gestione di società soggette, rispettivamente, al sistema dualistico o a quello monistico. Dall'altro lato, però, il 4 comma dello stesso articolo, nel prevedere il caso di revoca degli amministratori, aggiunge che tale revoca può solo eventualmente riguardare anche i sindaci; i quali, dunque, possono ragionevolmente sperare di non esser coinvolti nel provvedimento di revoca, se le irregolarità per le quali tale provvedimento viene adottato siano state da loro medesimi denunciate al tribunale. Ma la disposizione da ultimo citata tace completamente del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione. La logica da cui la norma è ispirata, ovvero di non disincentivare gli organi di controllo a denunciare le irregolarità al tribunale, ne giustifica probabilmente l'applicazione estensiva anche al consiglio di sorveglianza, che nel sistema dualistico è pur sempre un organo ben distinto da quello di gestione, cui appartengono gli amministratori da revocare; ma più arduo è pervenire alla medesima conclusione anche per il comitato di controllo nel sistema monistico.

Quest'ultimo è infatti parte integrante di un unico organo amministrativo, onde la revoca giudiziale degli amministratori, che necessariamente è destinata a coinvolgerli tutti, difficilmente potrebbe non riguardare anche gli amministratori indipendenti che formano detto comitato, ancorché uno o più di essi siano stati designati dalla minoranza dei soci nel cui interesse abbiano denunciato al tribunale le irregolarità determinanti la revoca.

---

paratistiche, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006, I, 66 ss.

---

#### 4.4 Conflitti d'interesse degli intermediari finanziari : Premessa

Uno degli aspetti di maggior rilevanza nell'ambito della regolamentazione dei servizi d'investimento risulta essere la tematica della gestione dei conflitti d'interessi. Con questa espressione ci si riferisce comunemente alla circostanza in cui l'intermediario, nello svolgimento di un servizio d'investimento è portatore di un interesse ulteriore rispetto a quello insito nel sinallagma del rapporto contrattuale.<sup>366</sup> In altri termini ci si riferisce a tutti i casi in cui l'intermediario finanziario potrebbe essere indotto a privilegiare interessi diversi rispetto a quelli del cliente nei confronti del quale presta un servizio. La probabilità di trovarsi in una situazione di questo tipo è strettamente connessa al grado di discrezionalità di cui gode l'intermediario: maggiore è la discrezione di quest'ultimo, maggiore è il rischio che l'intermediario abusi della fiducia ripostagli dal cliente.<sup>367</sup> Le regole nel tempo individuate dal legislatore al fine di disciplinare i conflitti d'interesse nella prestazione dei servizi d'investimento anorchè diverse fra loro si sono tipicamente contraddistinte per la presenza di un denominatore comune rappresentato dall'esigenza primaria di assicurare che l'intermediario agisca in modo equo e corretto ed evitando di avvantaggiare se stessi o un investitore a danno di un altro ed ha imposto a carico degli intermediari finanziari l'adozione di specifiche misure organizzative e di speciali obblighi comportamentali.

Il primo intervento in materia del legislatore italiano risale alla l. del 2 gennaio 1991 nella quale si cerco di costruire un modello normativo nel quale gli intermediari fossero obbligati ad approntare un'organizzazione interna che mediante le cd. "muraglie cinesi" fosse idonea a prevenire l'insorgere di

---

<sup>366</sup> Cfr. De Mari, Spada L. in "Intermediari e promotori finanziari", Bologna, Zanichelli, 2005.

---

conflitti d'interesse. Il sistema delle muraglie cinesi si basava sulla separazione delle diverse strutture che nell'ambito dell'organizzazione dello stesso intermediario si riproponeva di sterilizzare in radice le potenziali fonti dei conflitti d'interesse.

Successivamente il TUF modifica sostanzialmente la disciplina del conflitto d'interessi. Invece d'imporre agli intermediari l'adozione di rigide misure di separatezza organizzativa, il legislatore primario ha introdotto regole contenenti l'obbligo per gli intermediari finanziari di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti d'interessi e in caso di conflitti di interesse di agire affinché i clienti siano sempre garantiti trasparenza ed equo trattamento<sup>368</sup>. Il legislatore delegato in altre parole per un verso imponeva agli intermediari di organizzarsi in modo tale da evitare situazioni in conflitto d'interessi e, per altro nella consapevolezza che taluni conflitti sono ineliminabili (si pensi ad esempio all'intermediario polifunzionale) impone agli stessi di informare i clienti e di agire nell'esclusivo interesse dei medesimi. Anche il CESR nel delineare i principi a cui devono uniformarsi le regole comportamentali adottate nelle imprese di investimento quando operano nei confronti di investitori *retail* sancisce che l'impresa d'investimento deve effettuare ogni ragionevole sforzo per assicurare che i conflitti tra eventuali propri interessi e quelli degli investitori vengano identificati, prevenuti e gestiti<sup>369</sup>. In esecuzione di questo principio sempre il Cesr afferma all'art. 7 delle regole di condotta da esso predisposte che qualora tale conflitto non si evitabile l'impresa d'investimento deve evitare di porre in essere attività fi-

---

<sup>367</sup> Cfr. Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Torino, 2004.

<sup>368</sup> IL Tuf peraltro, in linea con la direttiva n. 1993/22/CEE del 10 maggio 1993 sui servizi d'investimento rimette di fatto all'intermediario l'individuazione delle soluzioni più idonee a garantire una gestione sana e prudente nell'interesse degli investitori e più in generale dell'integrità del mercato.

<sup>369</sup> CESR, *A European regime of investor-protection. The Harmonisation of conduct of business rule*, aprile 2002.



---

nanziare in nome o per conto del cliente a meno che non abbia comunicato al proprio cliente la natura e l'estensione del conflitto in capo ad essa.

Il principio espresso dall'CESR è stato accolto nelle norma secondaria contenuta nel regolamento Consob del 1 Luglio 1998 n. 11522 , attuativo della disciplina del TUF sopra richiamata, che fermo l'obbligo per gli intermediari di vigilare per identificare potenziali conflitti d'interesse afferma altresì il principio “*abstain or disclose*”.

L'obbligo di “*disclosure*” insito nella regola in parola è in primo luogo finalizzato a correggere la frequente disparità informativa che sussiste tra l'intermediario ed il cliente derivante dalla posizione “privilegiata” di cui beneficia tipicamente l'intermediario che riesce infatti ad accedere molto facilmente ad informazioni, dati, notizie ecc. rispetto all'investitore medio. Attraverso quindi l'informazione al cliente viene ristabilita la parità informativa tra l'intermediario e il cliente<sup>370</sup>. Tale approccio deve essere attuato dall'intermediario in relazione ad ogni singola operazione posta in essere dal cliente ad eccezione per la prestazione del servizio di gestione di portafogli su base individuale. Il gestore in questa ipotesi, in considerazione del grado di discrezionalità connaturato al servizio d'investimento e della frequenza delle relative operazioni esecutive, ha la facoltà, limitatamente nell'ambito di talune fattispecie espressamente descritte dal Regolamento Intermediari<sup>371</sup> (art. 45) di acquisire dal cliente un'autorizzazione preventiva una tan-

---

<sup>370</sup> Cfr. Luca Zitiello, op cit., pag 126.

<sup>371</sup> Deve essere segnalato che l'art. 27 del Regolamento Intermediari afferma in via meramente esemplificativa che i conflitti d'interesse in capo agli intermediari finanziari possano sorgere da:

- rapporti di gruppo;
- dalla prestazione congiunta di più servizi d'investimento;
- rapporti di affari propri.

In aggiunta l'articolo 27 del Regolamento Intermediari compie anche una qualificazione di carattere soggettivo individuando le categorie d'investitori nei confronti dei quali le regole di condotta di condotta predisposte alla tutela degli investitori più deboli non trovano attuazione. Tali

---

tum ad operare in conflitto d'interesse<sup>372</sup>.

#### **4.4.1 LA DISCIPLINA DEI CONFLITTI D'INTERESSI: LA REGOLAMENTAZIONE DEL FENOMENO NELLA LEGGE SUL RISPARMIO.**

Nella disciplina del mercato mobiliare, come visto nel precedente paragrafo, la risposta normativa al regolamento del conflitto d'interesse in capo agli intermediari finanziari è andata assumendo una colorazione specifica integrando il piano contrattuale con quello dell'organizzazione d'impresa in una prospettiva che segna una notevole tolleranza per la presenza del conflitto d'interessi.<sup>373</sup>

La tematica del conflitto d'interessi in capo agli intermediari finanziari è stata oggetto di ampia rivisitazione da parte della legge relativa alla riforma del risparmio. La disciplina relativa al conflitto d'interesse veniva affrontata al titolo II , Capo I della legge sul risparmio sotto la voce «Disposizioni in materia di conflitti d'interesse» contenute negli art. 8, 9 e 10.

La novella del 2005 fornisce una ripartizione rigida e sistematica per il meccanismo di gestione dei conflitti d'interesse. Tuttavia questo approccio rigido e sistematico sembra essere stato abbandonato dal legislatore con

---

soggetti sono , in particolare:

- gli operatori qualificati; (l'articolo 31 afferma che sono tali “gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le Sicav, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri, che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli art. 106,107 e113, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino i requisiti di professionalità richiesti dal TUF, le fondazioni bancarie).

<sup>372</sup> Tale autorizzazione non esime gli intermediari ad operare secondo i principi di equità e correttezza sanciti dall'art.21 del TUF.

<sup>373</sup> Cfr. SCOTTI Camuzzi, I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva Mifid, in Banca Borsa e Titoli di Credito, I , 2007.

---

l'approvazione della legge comunitaria del 2006 cd. "Decreto Pinza", il quale ha modificato la legge del 28 dicembre 2005, n.262 andando ad abrogare gli art. 9 e 10.

L'art. 9 prevedeva dei criteri generali sulla base del quale il governo avrebbe dovuto emanare uno o più decreti legislativi diretti a disciplinare i casi dei conflitti d'interesse relativi alla disciplina dei conflitti d'interesse nella gestione dei patrimoni degli organismi d'investimento collettivo<sup>374</sup> mentre

---

<sup>374</sup> L'art. 9 che delegava il il Governo ad adottare, entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della legge sul risparmio uno o più decreti legislativi diretti a disciplinare i conflitti d'interessi nella gestione dei patrimoni degli organismi d'investimento collettivo del risparmio (Oicr), dei prodotti assicurativi e di previdenza complementare e nelle gestioni su base individuale di portafogli d'investimento per conto terzi, nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi:

- a) limitazione dell'investimento dei patrimoni di Oicr, di prodotti assicurativi e di previdenza complementare nonché dei portafogli gestiti su base individuale per conto terzi in prodotti finanziari emessi o collocati da società appartenenti allo stesso gruppo cui appartengono i soggetti che gestiscono i suddetti patrimoni o portafogli ovvero, nel caso di prodotti di previdenza complementare, emessi anche da alcuno dei soggetti sottoscrittori delle fonti istitutive;
- b) limitazione dell'investimento dei patrimoni in prodotti finanziari emessi o collocati da società appartenenti a gruppi legati da significativi rapporti di finanziamento con il soggetto che gestisce tali patrimoni o portafogli o con il gruppo al quale esso appartiene;
- c) previsione del limite per l'impiego di intermediari appartenenti al medesimo gruppo da parte dei gestori dei patrimoni per la negoziazione di strumenti finanziari nello svolgimento dei servizi di gestione di cui al presente articolo, in misura non superiore al 60% del controvalore complessivo degli acquisti e delle vendite degli stessi;
- d) previsione dell'obbligo di motivare, sulla base delle condizioni economiche nonché dell'efficienza e della qualità dei servizi offerti, l'impiego di intermediari appartenenti al medesimo gruppo per la negoziazione di strumenti finanziari nello svolgimento dei servizi di gestione, qualora superi il 30% del controvalore complessivo degli acquisti e delle vendite degli stessi;
- e) previsione dell'obbligo, a carico dei gestori di patrimoni, di comunicare agli investitori la misura massima dell'impiego di intermediari appartenenti al medesimo gruppo, da essi stabilita entro il limite di cui alla lett. c), all'atto della sottoscrizione di quote, nonché ad ogni successiva variazione e comunque annualmente;
- f) attribuzione del potere di dettare disposizioni di attuazione alla Consob;
- g) previsione di sanzioni amministrative pecuniarie e accessorie, in caso di violazione delle norme introdotte ai sensi del presente articolo;
- h) attribuzione del potere di irrogare le sanzioni previste dalla lett. g) alla Consob;
- i) riferimento, per la determinazione della nozione del gruppo, alla definizione di controllo contenuta nell'art. 93 TUF.

L'art. 9 effettuava altresì un espresso riferimento al conflitto di interesse derivante da particolari rapporti di finanziamento, in presenza dei quali si può verificare un improprio trasferimento del rischio del credito dagli intermediari all'investitore. Come si è rilevato, l'art. 9 delineava quale misura di intervento la previsione di limitazioni quantita-

---

l'articolo 10, introduceva modificazioni all'art. 6 bis del TUF in materia di vigilanza regolamentare. In particolare, dopo il comma 2 bis il legislatore aveva previsto che la Banca d'Italia previa consultazione con la Consob avesse la facoltà di disciplinare i casi in cui, al fine di prevenire i conflitti d'interesse nella prestazione dei servizi d'investimento, il soggetto abilitato dovesse porre in essere determinate attività con strutture distinte ed autonome<sup>375</sup>.

Del capo I della legge sul risparmio sopravvive, quindi, una sola disposizione: l'articolo 8 che introduce sostanziali modifiche agli articoli 53 e 136 del TUB.

---

tive all'investimento, rimandando alla successiva disciplina di attuazione per la definizione specifica di tali limiti. Nel far ciò, la norma seguiva l'approccio che già caratterizzava la regolamentazione di alcuni servizi finanziari. Infatti, la disciplina vigente già prevedeva limiti di analoga natura, ad esempio nella gestione individuale di patrimoni e nelle polizze assicurative con riferimento ai conflitti di interesse derivante da rapporti di gruppo. Tra i principi enunciati dall'art. 9, di particolare interesse era il limite di utilizzazione di intermediari in seno al gruppo per lo svolgimento delle attività di negoziazione in strumenti finanziari necessarie per l'espletamento dei servizi ivi menzionati. La negoziazione è un momento molto importante nella prestazione dei servizi di gestione del risparmio e, ad oggi, il suo corretto svolgimento è tendenzialmente assicurato dalla c.d. best execution rule, vale a dire l'obbligo dei gestori a che le operazioni relative alla gestione dei patrimoni siano effettuate alle migliori condizioni possibili<sup>374</sup>. In quest'ambito, il d.d.l. attraverso i principi di cui alle lett. c), d) ed e) fissa direttamente un limite quantitativo massimo alla negoziazione attraverso intermediari del gruppo. Al riguardo, si osserva che la fissazione di un tetto rigido e uniforme per tutti i gestori può produrre due effetti rilevanti:

un rischio di innalzamento dei costi di intermediazione (visto che vi sarà una rilevante quota intermediata senza le economie della integrazione verticale);

<sup>375</sup> Ciò per evitare la contaminazione fra l'interesse proprio dell'intermediario e gli indirizzi seguiti nella prestazione dei servizi d'investimento ai clienti. In effetti, l'articolo in esame si occupa delle barriere organizzative nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento potenzialmente in conflitto. Peraltro, la normativa vigente non è estranea a questo tipo di interventi. Infatti, già a livello primario, il d.lgs. 58/98 prevede che gli intermediari debbano organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi. In particolare, la disposizione in esame menziona esplicitamente la separazione organizzativa delle strutture deputate all'esercizio dell'attività bancaria rispetto a quelle deputate allo svolgimento dei servizi di investimento e, in quest'ambito, risiede un'innovazione legislativa rilevante. Vi è, infatti, l'esplicito riconoscimento di situazioni di conflitto di interesse derivante tipicamente dal modello di banca universale. Cfr. Sen. EUFEMI M., Documento sulla tutela del risparmio, in [www.eufemi.it](http://www.eufemi.it), 16 marzo 2006 e CATRICALA' A., Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari, Parere Autotita Garante Concorrenza e Mercato, bollettino 16/2005, in [www.agcm.it](http://www.agcm.it).

---

Si è correttamente affermato che i conflitti d'interesse “sono insiti” negli intermediari polifunzionali e che le banche hanno ormai assunto oggi tale veste, rilievo che ha fatto addirittura auspicare l'abbandono del modello polifunzionale<sup>376</sup>. L'ordinamento nazionale si distacca in maniera sostanziale dalle soluzioni introdotte nei principali paesi che insieme al nostro costituiscono il mercato unico bancario<sup>377</sup> e finisce per essere, nell'attuale contesto, un portato di risalenti esperienze di gestione e prevenzione di crisi bancarie che determina una scelta non rimediata sui rapporti fra capitale finanziario e capitale industriale.

Le due disposizioni del TUB toccate dalla legge sul risparmio riguardano distinte situazioni accomunate dallo svolgimento dell'attività contrattuale della banca, da un lato fra banca e soggetti collegati (art 53, comma 4 del TUB) d'altro lato fra banche ed esponenti aziendali (art. 136 del TUB). La contiguità delle due disposizioni è assai sottile in quanto la prima norma è relativa alla stabilità della banca mentre la seconda concerne il ruolo sostanzialmente agevolativo nella gestione di ordinarie situazioni di conflitto.

L'articolo 53 cumula rimedi eterogenei in materia degli assetti proprietari e sui potenziali conflitti d'interesse a monte e a valle. In particolar modo a monte con il corpo normativo che incide all'accesso della proprietà mentre a valle con disposizioni in origine contenute nel titolo V della legge antitrust (art 30) che riemergono nel TUB in altra collocazione e precisamente nell'ambito della disciplina della vigilanza regolamentare. Tale collocazione esplica la ratio della norma che non è tesa a garantire la parità di trattamento di azionisti rilevanti ed esponenti aziendali con la residua clientela ma è di-

---

<sup>376</sup> Nigro, La tutela del risparmio e l'efficienza del sistema: il ruolo delle banche, in Società, 3/2005, 318.

<sup>377</sup> Una importante analisi normativa è fornita da Brescia Morra, troppe regole in Italia sui

---

retta a perseguire il diverso fine della stabilità della banca escludendo che particolari legami possano far premio su una non corretta valutazione del merito del credito.

L'originaria versione della norma riproponeva integralmente e letteralmente l'articolo 30 della legge 287 del 1990 ponendo alle banche una serie di obblighi di comportamento relativi allo svolgimento delle loro attività nei confronti dei soggetti collegati o dei detentori di partecipazioni rilevanti poi ricompresi nella dettagliata definizione di "parti correlate" di cui alla delibera del Cidr del 19 luglio 2005 n. 1057 che aveva il fine di riordinare la disciplina della materia dopo le modifiche apportate in sede di coordinamento con la riforma del diritto societario.

L'art. 8 della legge del risparmio riscriveva il citato articolo 53 del TUB, comma 4, legificando una serie di elementi in precedenza rimessi alla normazione secondaria per ciò che concerne i soggetti a cui le banche hanno la facoltà di concedere credito. L'articolo 8 della legge 262 del 2005 prevedeva infatti che le banche, rispettando i limiti indicati dalla Banca d'Italia, in conformità alle deliberazioni del Cidr, avrebbero potuto erogare credito in favore di:

- a) soggetti che detengono, direttamente o indirettamente, una partecipazione rilevante nella banca;
- b) soggetti che siano sottoscrittori di patti parasociali previsti dall'art. 122 del TUF riguardanti la stessa banca;

---

rapporti tra industria e Banca? Un'analisi comparata, in AGE, 1/2006.

- 
- c) coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo presso la banca indipendentemente dal possesso di una partecipazione nel capitale;
  - d) società controllate dai soggetti indicati nelle lettere a) e b) e c) o presso le quali gli stessi svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo;
  - e) altri soggetti che sono comunque collegati alla banca, secondo quanto stabilito dalla Banca d'Italia.

Sul corpus fin qui velocemente descritto interviene il “decreto Pinza” del 29 dicembre 2006 che modifica il comma 4 ed abroga l’articolo 4 bis<sup>378</sup> dell’articolo 53 del TUB.<sup>379</sup> Il decreto legge conferisce alla Banca d'Italia il potere di disciplinare le condizioni e i limiti per l’assunzione da parte delle banche delle attività di rischio nei confronti di coloro che possono esercitare direttamente o indirettamente un’influenza sulla gestione della banca o del gruppo bancario nonché sui soggetti ad essa collegati. Nel caso in cui venissero ad esistere situazioni di conflitti d’interessi la Banca d'Italia può stabilire condizioni e limiti specifici per l’assunzione delle attività di rischio. Il legislatore modifica in tal modo il precedente dettato normativo modificando la precedente tipizzazione per lasciare il campo ad un controllo generico da esercitarsi in seno alla Banca d'Italia<sup>380</sup>.

---

<sup>378</sup> L’aggiunto comma 4-bis che è stato successivamente abrogato dal decreto legge del 29 dicembre 2006 disponeva che i limiti indicati dalla Banca d'Italia dovevano essere stabiliti dalla stessa tenendo conto: a) dell’entità del patrimonio della banca; b) dell’entità della partecipazione eventualmente detenuta; (c) dell’insieme delle attività di rischio del gruppo bancario nei confronti dei soggetti di cui sopra.

<sup>379</sup> La relazione illustrativa al decreto giustifica la modifiche apportate in quanto la tecnica legislativa dell’art.8 della 262/2005 risulta essere di estremo dettaglio e determina conseguentemente un irrigidimento della disciplina non risultando in linea con la tecnica delegificante prevalente del TUF e del TUB.

<sup>380</sup> L’orientamento verso una forte elasticità d’intervento così configurata trova poi riscontro ancora nella relazione illustrativa del “decreto Pinza” che, sul punto rileva come la

---

Tuttavia, l'introduzione di limiti alla concessione del credito basati sul valore della partecipazione sembrava sin da subito uno strumento debole ed inadeguato ai fini della prevenzione dei conflitti di interesse, in quanto la fissazione di una soglia avrebbe potuto avere l'effetto di deresponsabilizzare i soggetti deputati al controllo, esonerandoli dal compito di esaminare accuratamente le condizioni del soggetto richiedente il credito e i suoi rapporti, anche indiretti, con la banca, limitandosi alla verifica della soglia<sup>381</sup>.

Va sottolineato, inoltre, come la norma implicava un sostanziale divieto per i grandi investitori delle banche di possedere partecipazioni nelle stesse superiori all'1% del capitale con diritto di voto, con la necessità di dismettere rapidamente partecipazioni azionarie rilevanti nel capitale di banche, ovvero rinunciare a significativi affidamenti. Le banche quotate rischiavano in tal modo di perdere importanti quote di impieghi e di mercato, ovvero di subire una sostanziale modifica dei loro assetti azionari a favore dell'accesso sul mercato italiano di banche estere non quotate in Italia e quindi non soggette alla disciplina introdotta con la novella del 2005<sup>382</sup>.

L'articolato strumentario di vigilanza offerto dal novellato art 53 comma 4, così come modificato dal "decreto Pinza", rafforza la sua idoneità a perseguire la stabilità delle banca, mediante regole atte ad escludere che situazioni di conflitto d'interesse possano inficiare la corretta valutazione del merito del credito e, più in generale, delle scelte d'impiego delle risorse, rimanendo però impermeabile ad esigenze di trasparenza se non agli occhi della vigilanza e precludendo così ogni possibile forma di controllo di mercato sulle operazioni con i soggetti influenti. Tale aspetto della riforma lascia perplessi

---

limitazione del potere regolamentare alle sole attività bancarie appare incongrua rispetto ai fini perseguiti dal legislatore.

<sup>381</sup> Cfr. CONFINDUSTRIA, *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, *op. cit.*

<sup>382</sup> Cfr. Sen. EUFEMI M., *Documento sulla tutela del risparmio*, *op. cit.*



---

in quanto si realizza in un contesto in cui la contendibilità della proprietà bancaria e la ricordata prospettiva d'ampliamento al controllo delle società bancarie non viene visto più come non realizzabile o perseguibile.

Parziale sovrapposizione si realizza fra le fattispecie regolate dall'art. 53, comma 4, e dall'art. 136 del TUB che configura le procedure d'adottare perché gli esponenti della banca o del suo gruppo possano contrarre obbligazioni di qualsiasi natura o compiere atti di compravendita con la banca stessa<sup>383</sup>. La legge sul risparmio integra l'articolo 136 del TUB ampliando l'operatività della norma anche nei confronti degli esponenti aziendali. L'intervento ha subito lievi modifiche ad opera del decreto Pinza che parrebbe reinserire un criterio più generico nei confronti dei soggetti a cui applicare il dettato normativo di riferimento. Tale modifica sembra tenere conto del fatto che l'art. 136 del TUB sancisce un divieto penalmente sanzionato che è posto a carico di coloro che svolgono funzione di amministrazione, direzione e controllo presso una banca di compiere gli atti che si ricordavo precedentemente, condizionando la legittimità di tali operazioni alla regola procedurale dell'unanime delibera dell'organo amministrativo, con voto favorevole di tutti i componenti dell'organo di controllo. Si tratta di una norma formale ed obsoleta che intacca la distinzione tra attività di amministrazione e attività gestoria ormai alla base delle tendenze della *corporate governance* di un'organizzazione complessa<sup>384</sup> che tuttavia sopravvive come detrito della legge bancaria. Nell'accennata prospettiva devono essere tenute

---

<sup>383</sup> Simile coordinamento è tenuto in considerazione dalla delibera del CICR del 22 febbraio 2006 n. 240 che modificando la precedente delibera del 2005 alla luce della legge sul risparmio, che ha rimesso alla competenza della Banca d'Italia il compito di determinare le "modalità di concessione dei finanziamenti atte a garantire l'oggettività delle valutazioni, nel rispetto di quanto previsto dall'art. 136 del TUB. La norma prevede, inoltre che le disposizioni d'attuazione siano dettate riguardo relativamente alle rispondenze delle condizioni economiche praticate a criteri di mercato.

<sup>384</sup> Si sofferma sul punto Cesarini, I conflitti d'interesse nell'erogazione del credito, relazione al convegno Legge per la tutela del risparmio, Un anno dopo, Milano 16 Febbraio 2007.

---

in considerazione le modifiche apportate dal “decreto Pinza” che va a restringere le fattispecie dell’articolo 2-bis pur senza por mano ad una formulazione equivoca e farraginoso del dettato dell’articolo 136 del TUB.

#### **4.4.2 La regolamentazione dei conflitti d’interesse in capo agli intermediari all’interno della Mifid.**

La tematica relativa al conflitto d’interessi è stata anche affrontata dalla direttiva MIFID. La norma comunitaria si segnala per la maggior libertà d’azione e maggiore responsabilità in capo agli intermediari. Gli intermediari finanziari godono nella direttiva di facoltà operative sconosciute nel passato. Le maggiori possibilità operative sono contrappesate da nuovi obblighi organizzativi e di controllo. In particolare la tematica del conflitto d’interessi in capo agli intermediari viene affrontata nei seguenti articoli della direttiva. 2004/39/CE: art. 13 “requisiti di organizzazione”; art.18 “conflitto d’interesse”; art. 19 “norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi d’investimento”. Prima di procedere ad un esame del contenuto della direttiva nell’ambito del conflitto d’interessi è opportuno sottolineare come la direttiva MIFID muove nella direzione d’imporre alle imprese d’investimento la definizione di procedure e di strutture organizzative adeguate alla prevenzione ed al contenimento dei conflitti d’interesse al fine di evitare che, per ridurre i rischi di contestazione dopo la prestazione di un servizio di investimento, si assista ad una moltiplicazione di segnalazioni di conflitto d’interesse e delle connesse autorizzazioni ad operare.

Il primo degli articoli sopra riportati (art. 13) prescrive alle imprese d’investimento di dotarsi di disposizioni organizzative ed amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure destinate ad evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei clienti. Da una prima

---

lettera della norma emerge un elemento distintivo rispetto all'attuale testo vigente del TUF. In particolare il TUF si limita ad ha fissare un generico obbligo per gli intermediari di "organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo rischio di conflitti d'interesse", senza tuttavia fornire le modalità con cui è possibile raggiungere tale obiettivo. Al contrario la direttiva indica quali strumenti di prevenzione determinati requisiti organizzativi che risultano fondamentali per l'ottenimento dell'provvedimento d'autorizzazione. Stando sempre alla direttiva, l'impresa d'investimento dovrà individuare ed applicare disposizioni di carattere organizzativo, come ad esempio l'introduzione delle c.d. "barriere informative" ed amministrative che siano innanzitutto efficaci a realizzare misure idonee alla prevenzione dei conflitti d'interesse. Deve essere comunque chiaro che per evitare il conflitto d'interesse non occorre necessariamente porre in essere una segregazione delle aree di business. In particolare la direttiva buon impone alle imprese d'investimento particolari modelli attuativi tesi a prevenire il conflitto ma statuisce il principio che ogni singola impresa d'investimento è chiamata ad individuare quelle misure che reputa idonee allo scopo di evitare che i conflitti d'interesse , così come definiti dal successivo art. 18 incidano negativamente sugli interessi dei clienti. Il principio statuito dall'art. 13 deve essere letto in combinato disposto con l'art.18, comma 2, il quale prescrive che se l'impresa d'investimento non ha adottato misure organizzative od amministrative sufficienti per assicurare la mancanza di conflitto d'interesse in relazione al servizio d'investimento da effettuare per conto del clienti, è obbligo dell'impresa d'investimento effettuare la "disclosure" del potenziale conflitto al proprio cliente.

La direttiva anche se non fornisce un modello di riferimento indica nella separazione delle aree dei servizi offerti dalla impresa d'investimento la via facilmente più percorribile per prevenire alcun tipo di conflitto d'interesse. Tuttavia teoricamente vi sono altri modelli perseguibili e l'utilizzo di strumenti alternativi può essere utilizzato previa adeguata spiegazione alle di-

---

verse autorità di vigilanza.<sup>385</sup> di business

L'art. 18 della Direttiva specifica inoltre le tipologie di relazioni potenzialmente idonee a far sorgere i conflitti d'interesse. Tali rapporti possono sorgere in sede di prestazione di un servizio d'investimento o di un servizio accessorio o di una combinazione fra detti servizi d'investimento tra l'impresa d'investimento e i clienti ovvero tra due clienti della stessa impresa. Sembra quindi che la norma comunitaria non solo cerca di regolare il comportamento delle imprese d'investimento ma anche quello dei suoi addetti, quali ad esempio dirigenti, dipendenti.<sup>386</sup>

La direttiva 2004/44/39 non fornisce una elencazione dei possibili conflitti d'interessi che possono nascere in capo agli strumenti finanziari. Questa elencazione viene fornita dalla direttiva 2006/73/CE recante le modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE. La direttiva individua I seguenti casi in cui può venire ad esistenza la presenza di un conflitto d'interesse in capo agli intermediari:

- quando è probabile che l'impresa realizzi un guadagno finanziario a scapito spese del cliente;
- l'impresa o il soggetto hanno nella prestazione del servizio un interesse distinto da quello del cliente;
- l'impresa o il soggetto hanno un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un altro cliente o gruppo di clienti rispetto a quello del cliente interessato;
- l'impresa o il soggetto riceveranno un incentivo in relazione con il servi-

---

<sup>385</sup> Cesr's Draft Technical Advice on possible implenting measures of the directive 2004/39/EC.

<sup>386</sup> La disciplina dei conflitti d'interesse contemplate dalle disposizioni della mifid saranno integrate dalla Commissione Europea con un set di norme tese a fornire una normazione più dettagliata finalizzata ad assicurare una applicazione uniforme ed omogenea della disciplina dei conflitti d'interesse nei vari stati membri .

---

zio prestato da una persona diversa del cliente sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio.

La direttiva 2006/73/CE fornisce tuttavia un elenco non tassativo e non esaustivo, ragione per cui non si esclude ovviamente la possibilità che l'intermediario identifichi altre tipologie di conflitti di interesse o misure di prevenzione dei medesimi.

Infine deve essere segnalato che anche la Direttiva 2006/73/CE pone l'attenzione sulle misure organizzative da adottarsi all'interno della impresa di investimento al fine di avere un'adeguata gestione dei conflitti d'interesse. La direttiva di attuazione, in particolare, afferma che la struttura organizzativa interna deve mettere i soggetti che hanno un rapporto di controllo diretto o indiretto con l'impresa (quali amministratori, agenti collegati, dipendenti) nella condizione di operare in modo indipendente.

Va infine evidenziato che la direttiva di attuazione obbliga le imprese d'investimento a fornire alla propria clientela le informazioni sull'adempimento degli obblighi in materia di conflitti d'interessi. Tale documentazione deve essere dettagliata tale da mettere in condizione il cliente di poter effettuare una decisione informata in relazione al servizio prestato dall'impresa.

In conclusione si può notare che il legislatore comunitario non ha previsto un'applicazione differenziata della disciplina dei conflitti d'interesse in funzione della natura dei soggetti con i quali si relaziona l'impresa d'investimento (ad esempio cliente al dettaglio, professionale o controparte qualificata). Ciò significa che all'entrata in vigore della direttiva Mici tutte le imprese d'investimento dovranno osservare un'unica politica sui conflitti d'interesse a prescindere dalla tipologia di clientela che ne utilizza i servizi

---

e/o attività offerti.<sup>387</sup> Non vi è dubbio che questo innovativo approccio produrrà all'interno del contesto normativo e regolamentare italiano forti novità, in quanto l'attività d'intermediazione è attualmente distinta da forti differenze a livello informativa a seconda se la contro parte possa essere definita o meno "investitore istituzionale". Sarà in questo aspetto molto interessante verificare nel futuro prossimo come la Consob modificherà i propri regolamenti Intermediari e Mercato per uniformarsi al nuovo approccio di matrice comunitaria.

#### **4.5 LA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO ALL'INTERNO DELLA LEGGE 262/2005**

L'art. 12 della legge sul risparmio delegava il Governo ad adottare un decreto legislativo recante le norme per il recepimento della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE, prevedendo appositi principi e criteri direttivi relativi all'adeguamento della disciplina dell'offerta al pubblico dei prodotti finanziari alla disciplina comunitaria, nel rispetto dei quali il Governo poteva disporre correzioni nel decreto di recepimento. La riforma del risparmio al comma 3 dell'art. 12 elencava i seguenti principi di attuazione:

- a) adeguare alla normativa comunitaria la disciplina dell'offerta al pubblico dei prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari come definiti, rispettivamente, dall'art. 1, comma 1, lett. u), e comma 2, TUF;

---

<sup>387</sup> Cfr. Luca Zitiello "La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari", op.cit.

- 
- b) individuare nella Consob l'Autorità nazionale competente in materia;
  - c) prevedere che la Consob, al fine di assicurare l'efficienza del procedimento di approvazione del prospetto informativo da pubblicare in caso di offerta pubblica di titoli di debito bancari non destinati alla negoziazione in un mercato regolamentato, stipuli accordi di collaborazione con la Banca d'Italia;
  - d) assicurare la conformità della disciplina esistente in materia di segreto d'ufficio alla Direttiva;
  - e) disciplinare i rapporti con le Autorità estere anche con riferimento ai poteri cautelari esercitabili;
  - f) individuare, anche mediante l'attribuzione alla Consob di compiti regolamentari, da esercitare in conformità alla direttiva e alle relative misure di esecuzione dettate dalla Commissione. In particolare il decreto legislativo di attuazione avrebbe avuto il compito di individuare:  
: 1) i tipi di offerta a cui non si applica l'obbligo di pubblicare un prospetto nonché i tipi di strumenti finanziari a cui la disciplina dell'offerta al pubblico non trova applicazione; 2) le condizioni alle quali la disciplina della sollecitazione all'investimento non trova applicazione nell'ambito della collocamento degli strumenti finanziari posti in essere direttamente dagli intermediari finanziari ovvero la successiva rivendita di strumenti finanziari oggetto di offerte a cui non si applica l'obbligo di pubblicare un prospetto siano da assoggettare a tale obbligo;
  - g) prevedere che il prospetto e i supplementi approvati nello Stato membro d'origine siano validi per l'offerta al pubblico o per l'ammissione

---

alla negoziazione in Italia;

- h) prevedere, nei casi contemplati dalla direttiva, il diritto dell'investitore di revocare la propria accettazione, comunque essa sia denominata, stabilendo per detta revoca un termine non inferiore a due giorni lavorativi, prevedendo inoltre la responsabilità dell'intermediario responsabile del collocamento in presenza di informazioni false o di omissioni idonee a influenzare le decisioni d'investimento di un investitore ragionevole;
- i) prevedere i criteri in base ai quali la Consob può autorizzare determinate persone fisiche e piccole e medie imprese ad essere considerate investitori qualificati ai fini dell'esenzione delle offerte rivolte unicamente a investitori qualificati dall'obbligo di pubblicare un prospetto;
- l) prevedere una disciplina concernente la responsabilità civile per le informazioni contenute nel prospetto;
- m) prevedere che la Consob, con riferimento all'approvazione del prospetto, verifichi la completezza delle informazioni nello stesso contenute, nonché la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite;
- n) conferire alla Consob il potere di disciplinare con regolamenti, in conformità alla direttiva e alle relative misure di esecuzione dettate dalla Commissione europea, anche nelle seguenti materie: 1) impiego delle lingue nel prospetto con individuazione dei casi in cui la nota di sintesi deve essere redatta in lingua italiana; 2) obbligo di depositare presso la Consob un documento concernente le informazioni che gli emittenti hanno pubblicato o reso disponibili al pubblico nel corso di un anno;



- 
- 3) condizioni per il trasferimento dell'approvazione di un prospetto all'Autorità competente di un altro Stato membro; 4) casi nei quali sono richieste la pubblicazione del prospetto anche in forma elettronica e la pubblicazione di un avviso il quale precisi in che modo il prospetto è stato reso disponibile e dove può essere ottenuto dal pubblico;
- o) avvalersi della facoltà di autorizzare la Consob a delegare compiti a società di gestione del mercato, nel rispetto dei principi stabiliti dalla direttiva;
  - p) prevedere sanzioni amministrative pecuniarie per la violazione dell'obbligo di pubblicare il prospetto;
  - q) attribuire alla Consob il relativo potere sanzionatore e prevedere, ove le violazioni siano commesse da persone giuridiche, la responsabilità di queste ultime, con obbligo di regresso verso le persone fisiche responsabili delle violazioni.

Tale delega ha trovato attuazione con il decreto legislativo n. 51 del 28 marzo 2007 che ha riformulato, apportando significativi mutamenti al quadro normativo precedente, l'intera disciplina relativa all'appello del pubblico risparmio.

#### **4.5.1 La disciplina dell'appello al pubblico risparmio a seguito dell'adozione del decreto legislativo n. 51 del 28 marzo 2007**

La disciplina relativa al collocamento di strumenti finanziari in ragione degli interessi coinvolti è costituita da una disciplina ampia e pervasiva che ricopre in particolare :

- 
1. gli obblighi informativi in capo all'Emittente ed in particolare seleziona le informazioni che devono essere trasmesse alla Consob;
  2. obblighi informativi verso i risparmiatori;
  3. obblighi di carattere comportamentale durante la sollecitazione dell'investimento;
  4. del procedimento da seguire per porre in essere il collocamento di strumenti finanziari;
  5. i requisiti in capo all'emittente che intende porre in essere la sollecitazione all'investimento;
  6. i poteri interdittivi della Consob nella fase del collocamento dei prodotti finanziari nonché del mutuo riconoscimento dei prospetti.

#### **4.5.2 Comunicazione alla Consob e prospetto informativo; requisiti dell'emittente**

Ai sensi del nuovo articolo 94 del TUF coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico di prodotti finanziari comunitari in cui l'Italia risulta essere paese d'origine o nel caso in cui i prodotti collocati abbiano ad oggetto strumenti finanziari non comunitari hanno l'obbligo di pubblicare preventivamente un prospetto informativo e darne preventiva comunicazione alla Consob<sup>388</sup>.

---

<sup>388</sup> Alla comunicazione sono allegati: *a)* il prospetto informativo contenente le informazioni richieste dagli schemi disciplinati dal Reg. 809/2004/CE e corredato della dichiarazione prevista dall'articolo 5, comma 4, sottoscritta dal legale rappresentante e dal presidente dell'organo di controllo dell'offerente, dell'emittente e, se del caso, del garante; *b)* il modulo di adesione e dell'eventuale mandato di acquisto recanti ogni elemento necessario per l'adesione alla sollecitazione; *c)* l'indicazione delle eventuali difformità del prospetto allegato rispetto al corrispondente schema, con la relativa motivazione; *d)* copia dello statuto vigente dell'emittente; *e)* in caso di offerte di vendita, l'attestazione della titolarità e piena disponibilità da parte dell'offerente degli strumenti finanziari offerti;

---

La comunicazione di cui sopra deve contenere la sintetica descrizione dell'offerta e l'indicazione dei soggetti che la promuovono e deve altresì attestare l'esistenza dei presupposti necessari per l'esecuzione dell'offerta così come stabilito dall'articolo 4 del regolamento Emittenti. Il responsabile del collocamento è il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento e su di esso grava la cd. *reputation intermediary* che, secondo la prassi del funzionamento dei mercati più evoluti mette in gioco la propria credibilità e competenza tecnica nel verificare la fondatezza delle contenute nel prospetto.<sup>389</sup> Inoltre grava in capo al responsabile del prospetto il compito di allegare alla comunicazione una dichiarazione in cui si attesta che il prospetto corrisponde ai requisiti previsti dagli schemi dei regolamenti comunitari.

Il novellato art. 94 del TUF prevede che il prospetto deve contenere tutte le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fon-

---

*f) (soppressa); g) copia delle delibere in base alle quali gli strumenti finanziari sono stati o saranno emessi o ceduti; h) dichiarazione del responsabile del collocamento prevista dal regolamento; i) piano delle attività di comunicazione; qualora si sia optato per la redazione del prospetto in formato tripartito, tale piano potrà essere presentato in occasione della richiesta di approvazione della nota informativa sugli strumenti finanziari e della relativa nota di sintesi; l) documento elaborato a supporto della valutazione sulla base della quale è stato definito il prezzo di offerta degli strumenti finanziari; m) relazioni con le quali la società di revisione ha espresso il proprio giudizio con le modalità di cui all'articolo 156 del Testo Unico sui bilanci d'esercizio e consolidati, ove questi ultimi siano redatti, di cui è richiesta l'inclusione nel prospetto dagli applicabili schemi disciplinati dal Reg. 809/2004/CE; n) documento informativo da utilizzare per il collocamento riservato agli investitori istituzionali; o) in caso di emittente estero, l'attestazione rilasciata da un socio o da un amministratore di una società di revisione iscritta nell'Albo previsto dall'articolo 161 del Testo Unico che risulti iscritto nel Registro dei revisori contabili istituito presso il Ministero della Giustizia che confermi:*

- *la sostanziale equivalenza tra i requisiti di indipendenza del revisore vigenti nel Paese in cui l'emittente ha la sede principale e quelli richiesti dalle disposizioni dell'ordinamento italiano;*
- *la sostanziale equivalenza dei principi di revisione adottati (ai fini del rilascio del giudizio sul bilancio) rispetto a quelli raccomandati dalla Consob; p) in caso di richiesta, ai sensi dell'art. 10 del regolamento, di trasmissione del certificato di approvazione della Consob alle autorità competenti di altri Stati membri della UE, la traduzione della nota di sintesi nella lingua ufficiale degli Stati ove la sollecitazione è prevista, ove richiesta da tali Stati.*

<sup>389</sup> Cfr. Renzo Costi, in *Mercato Mobiliare*, pag 73, Cedam, Padova, 2004.

---

dato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente. Il prospetto deve altresì contenere una nota di sintesi<sup>390</sup> recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta. Il prospetto dunque non solo deve riportare le caratteristiche del prodotto finanziario oggetto dell'offerta ma deve anche fornire un quadro puntuale della situazione patrimoniale e finanziaria presente, passata e soprattutto futura dell'emittente collocatore dello strumento finanziario. Le aspettative di crescita del emittente risultano essere un aspetto cruciale per la definizione del prezzo dello strumento finanziario che può determinare in capo all'investitore la decisione d'acquisto dello strumento finanziario oggetto dell'offerta.

Il testo novellato del comma 2 dell'art. 94 prevede che il prospetto informativo debba contenere informazioni chiare e comprensibili idonee a far pervenire il potenziale investitore ad un fondato giudizio sullo strumento finanziario oggetto dell'offerta. Queste informazioni possono ad esempio essere rappresentate dalle operazioni eventualmente concluse dall'emittente con parti a lui correlate, quali ad esempio gli amministratori, i principali azionisti ecc.<sup>391</sup>

I commi 5 e 7 dell'art. 94 del TUF devono ora leggersi in modo collegato tra loro. In particolare il comma 5 sancisce, come già previsto nella novella precedente, il potere alla Consob di richiedere agli offerenti informazioni supplementari idonee a chiarire determinati aspetti o informazioni presenti

---

<sup>390</sup> E' interessante notare che nemmeno per questo documento che ha il fine di facilitare la comprensione delle informazioni patrimoniali e finanziarie contenute nel prospetto, la Consob impone la redazione utilizzando un linguaggio semplice ed accessibile, come ad esempio avviene nell'esperienza statunitense, in cui la SEC, che prevede che il prospetto informativo sia redatto in *Plain English*, per consentire la più agevole fruizione da parte dei destinatari. In sintesi la regola del *Plain English* richiede di utilizzare frasi brevi, linguaggio comune, verbi all'attivo, presentazione di materiale complesso mediante tabelle e di evitare il linguaggio giuridico e delle doppie negazioni. V. Tonello, "La semplificazione del linguaggio nella redazione dei prospetti informativi: la riforma del *Plain English* della *US Securities Exchange Commission*", in *Contr. Impr.*, 2000, p. 176 ss.

<sup>391</sup> V. ad es. Reg Emittenti, All. 1B, parte terza, schema 1 lettera E, punto 1.2.18.

---

nel documento d'offerta, mentre il comma 7 impone agli stessi offerenti l'obbligo d'integrazione del prospetto qualora tra la data di approvazione e quella di chiusura dell'offerta si verificasse un fatto nuovo idoneo ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari. Tale integrazione deve essere apportata in un supplemento del prospetto<sup>392</sup>.

Deve essere segnalato in questa sede che la novella del 2007 riformula al comma 8 e al comma 9 l'aspetto relativo alla responsabilità derivante dall'affidamento sulle informazioni contenute nel prospetto informativo. Il comma 8 afferma che l'offerente, l'emittente, e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono ciascuno in relazione alle parti di propria competenza dei danni subiti dall'investitore che ha in buona fede fatto affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel documento di offerta. Tali soggetti potranno essere esenti da responsabilità soltanto qualora riescano a provare di aver adottato tutte le misure di diligenza in loro possesso allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero veritiere. Viceversa il comma 9 dell'art. 94 attribuisce al solo collocatore del prodotto finanziario la responsabilità per eventuali informazioni false od omissioni che siano state idonee ad influenzare la decisione di acquisto di un prodotto finanziario da parte di un investitore ragionevole. La prova liberatoria in questo caso risulta essere misurata al canone di diligenza prescritto dall'articolo 8. Il legislatore, tuttavia, ha previsto al comma 10 che nessun

---

<sup>392</sup> L'articolo 11 del regolamento emittenti prevede infatti che: "Ogni significativo fatto nuovo, errore materiale o inesattezza del prospetto informativo che possa influire sulla valutazione dei prodotti finanziari oggetto della sollecitazione e che si verifichi o sia riscontrato tra il momento in cui è autorizzata la pubblicazione del prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa la sollecitazione forma oggetto di apposito supplemento al prospetto informativo. La pubblicazione del supplemento è autorizzata dalla Consob entro un massimo di sette giorni lavorativi. Il supplemento è pubblicato utilizzando almeno le stesse modalità adottate per il prospetto. Anche la nota di sintesi e le sue eventuali traduzioni sono integrate, se necessario, per tener conto delle nuove informazioni incluse nel supplemento. Copia del supplemento pubblicato è trasmessa alla Consob unitamente ad una riproduzione dello stesso su supporto informatico."

---

può essere chiamato a rispondere del danno subito da un investitore a seguito di una informazione contenuta nella nota di sintesi a meno che essa se letta congiuntamente ad altre parti del prospetto risulta essere fuorviante, imprecisa od incoerente.

Gli investitori che dovessero essere danneggiati dalle false o fuorvianti informazioni contenute nel prospetto hanno la possibilità di esercitare l'azione risarcitoria entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto informativo, salvo che il risparmiatore riesca a provare di avere scoperto la falsità o le omissioni delle informazioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione.

Le norme fin qui illustrate<sup>393</sup> riguardano le sollecitazioni all'investimento in generale; esse subiscono alcune modificazioni quando la sollecitazione come normalmente avviene sia finalizzata alla quotazione dello strumento finanziario nel mercato regolamentare<sup>394</sup>.

Il prospetto di quotazione deve essere redatto in conformità alle previsioni del Regolamento n.809/2004/CE ed agli schemi al medesimo allegati e l'emittente o la persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato trasmette alla Consob domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto, la quale deve essere sottoscritta dal legale rappresentante e corredata del prospetto medesimo e degli altri documenti indicati nell'Allegato II del Regolamento Emittenti.

Anche per il prospetto relativo alla quotazione è soggetto alla regola che o-

---

<sup>393</sup> L'intero Capo I del TUF (artt. 93-bis – 101) è stato sostituito dall'art. 3 del d.lgs. n. 51 del 28.3.2007.

<sup>394</sup> V. anche la Direttiva 2001/34/CE del 28 maggio 2001 riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori, la quale consolida una serie di direttive precedenti in questa materia. A tal riguardo v. ampiamente V. Cariello, "La Direttiva 2001/34/CE riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e la proposta di direttiva sul prospetto per l'offerta al

---

gni fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione che sia idoneo ad influire sulla valutazione degli strumenti finanziari e che sopravenga tra il momento in cui è approvato e quello in cui inizia la negoziazione in un mercato regolamentato deve essere riportato in un prospetto supplementare il quale deve ricevere autorizzazione per la pubblicazione entro sette giorni lavorativi dal suo recepimento da parte della Consob.

La Consob deve svolgere la fase istruttoria nei medesimi termini sopra descritti relativi alla sollecitazione per strumenti finanziari non quotati e non diffusi.

#### **4.5.3 Il controllo sul prospetto informativo**

La completezza delle informazioni inserite nel prospetto nonché la coerenza delle informazione in esso inserite viene eseguito dalla Consob ha l'obbligo di accertare che il prospetto. La Consob, nel caso in cui la sollecitazione riguarda prodotti finanziari non quotati e non diffusi, rilascia l'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto entro 20 giorni mentre tale termine è ridotto a 10 giorni qualora nel caso in cui la sollecitazione riguardi strumenti finanziari non quotati e non diffusi emessi da un emittente avente strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato o che ha offerto strumenti finanziari al pubblico.

La comunicazione prende data dal giorno in cui la stessa perviene alla Consob e nel caso in cui la stessa risulti essere incompleta, la Consob ne informa l'emittente e l'offerente, a seconda del caso, entro dieci giorni lavorativi dal ricevimento della documentazione ed in tal caso il termine per

---

pubblico”, in Banca Borsa e Titoli di Credito, 2003,p. 248 ss.,

---

l'approvazione inizia a decorrere dalla data dal giorno in cui pervengono alla Consob i documenti ovvero gli elementi mancanti<sup>395</sup>.

Il procedimento in entrambi i casi sfocia in un provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione (o di diniego della medesima) anche se tale provvedimento (se positivo) assume la forma del silenzio assenso nell'ipotesi in cui i prodotti finanziari oggetto della sollecitazione siano quotati o diffusi. La natura e il contenuto del potere di controllo attribuito alla Consob hanno sollevato dubbi e perplessità. E' certo che la Consob non può negare l'autorizzazione quando il prospetto informativo non sia conforme agli schemi dettati dai regolamenti comunitari mentre appare più problematica la negazione di un'autorizzazione qualora la Consob ravvisi nel prospetto depositato un qualsiasi profilo d'illegittimità. La Consob più volte si è arrogata il potere di verificare il controllo di legittimità sulle operazioni proposte incontrando peraltro forti critiche da parte della dottrina, ad avviso della quale un simile controllo deve essere di esclusiva competenza dell'autorità giudiziaria.<sup>396</sup>

E' stato ampiamente discusso se la Consob abbia il dovere di verificare la conformità al vero delle notizie inserite nel prospetto informativo. Si può affermare certamente che la Consob non garantisce la veridicità e la completezza delle informazioni di tutte le informazioni contenute nel prospetto: una simile garanzia postulerebbe un controllo di estensione e di profondità tale

---

<sup>395</sup> L'articolo 7 del regolamento emittenti al comma 4 prevede che se la Consob ritiene, per motivi ragionevoli, che siano necessarie informazioni supplementari, essa ne dà comunicazione all'emittente o all'offerente entro venti giorni lavorativi dal ricevimento della documentazione comunicazione nel caso previsto al comma 1, o entro dieci giorni lavorativi dalla comunicazione nel caso previsto al comma 2. I termini previsti dai commi 1 e 2 iniziano a decorrere dal giorno in cui pervengono alla Consob tali informazioni. I documenti, gli elementi mancanti ovvero le informazioni supplementari devono essere inoltrati alla Consob entro trenta giorni lavorativi dalla data in cui l'emittente o l'offerente è informato della incompletezza.

<sup>396</sup> Cfr. Minervini, *La Consob*, Napoli, 1989, pag 138.



---

da costituire un intralcio burocratico insopportabile per il meccanismo delle offerte pubbliche. Ciò non conte, tuttavia, di poter affermare che la Consob debba omettere un qualsiasi controllo di veridicità e disinteressarsi del fatto che i dati e le informazioni contenute nel prospetto siano palesemente false o incomplete<sup>397</sup>. Il principio di buon funzionamento della pubblica amministrazione sancito dall'articolo 95 della Costituzione impone alla Consob di procedere ad una valutazione che accerti che all'interno del prospetto non vi siano palesi falsità o macroscopici omissioni da condurre alla luce delle informazioni già raccolte nell'espletamento di altre attività o di dominio pubblico o di agevole verificabilità pur tenendo conto del breve termine con cui questa indagine deve essere perseguita. Anche la responsabilità nei confronti del risparmiatore dovrebbe essere limitata solamente al mancato controllo d'informazioni di dominio pubblico nel modo finanziario<sup>398</sup>.

#### **4.5.4 Le esenzioni totali e parziali della redazione del prospetto informativo**

Da un punto di vista pratico un aspetto cruciale della disciplina della sollecitazione all'investimento, dati i significativi costi che essa impone all'offerente, risulta essere quello delle esenzioni, ovvero i casi in cui un'operazione, pur strettamente riconducibile alla fattispecie della sollecitazione all'investimento è sottratta all'applicazione delle disposizioni previste

---

<sup>397</sup> Di particolare interesse sembra essere il novellato comma 3 dell'articolo 94 bis che consente alla Consob di affidare, tenuto anche conto delle caratteristiche dei singoli mercati, alla società di gestione del mercato, mediante apposite convenzioni, compiti inerenti al controllo del prospetto per offerte riguardanti strumenti finanziari comunitari ammessi alle negoziazioni ovvero oggetto di domanda di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato nel rispetto dei principi stabiliti dalle disposizioni comunitarie. Nel rispetto dei suddetti principi e delle relative eccezioni, le deleghe di compiti hanno termine il 31 dicembre 2011. La Consob informa la Commissione europea e le autorità competenti degli altri Stati membri in merito agli accordi relativi alla delega di compiti, precisando le condizioni che disciplinano la delega.

<sup>398</sup> Costi, *Il Mercato mobiliare*, cit., pag 60.

---

dall'art. 94 e ss. del TUF.

Questa facilitazione può avvenire vuoi perché non sussistono quelle esigenze di tutela che ne giustificano l'applicazione vuoi proprio perché in considerazione dell'elevato costo della pubblicazione del prospetto informativo.

La materia delle esenzioni che possono essere totali o parziali viene regolata dall'art. 100 del TUF, il quale indica una serie di ipotesi di esenzione, in alcuni casi rimandando al regolamento emittenti<sup>399</sup> per una più precisa defini-

---

<sup>399</sup> L'art. 33 del regolamento emittenti prevede che: le disposizioni contenute nel Capo I del Titolo II della Parte IV del TUF e quelle del presente Titolo non si applicano alle sollecitazioni: a) rivolte ad un numero di soggetti inferiore a cento; b) di ammontare complessivo inferiore a 2.500.000 euro, da calcolarsi su un periodo di 12 mesi; c) aventi ad oggetto prodotti finanziari per un corrispettivo totale di almeno 50.000 euro per investitore e per ogni offerta separata; d) aventi ad oggetto prodotti finanziari di valore nominale unitario minimo di almeno 50.000 euro; e) aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi, al fine di procurarsi i mezzi necessari al raggiungimento dei propri scopi non lucrativi, da associazioni aventi personalità giuridica o da enti non aventi scopo di lucro, riconosciuti da uno Stato membro; f) aventi ad oggetto azioni emesse in sostituzione di azioni della stessa classe già emesse, se l'emissione di queste nuove azioni non comporta un aumento del capitale emesso; g) aventi ad oggetto prodotti finanziari offerti in occasione di un'acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, a condizione che sia disponibile un documento contenente informazioni considerate dall'autorità competente equivalenti a quelle del prospetto, tenendo conto dei requisiti della normativa comunitaria; h) aventi ad oggetto prodotti finanziari offerti, assegnati o da assegnare in occasione di una fusione, a condizione che sia disponibile un documento contenente informazioni considerate dall'autorità competente equivalenti a quelle del prospetto, tenendo conto dei requisiti della normativa comunitaria; i) aventi ad oggetto azioni offerte, assegnate o da assegnare gratuitamente agli azionisti esistenti e dividendi versati sotto forma di azioni della stessa classe di quelle per le quali vengono pagati tali dividendi, a condizione che sia reso disponibile un documento contenente informazioni sul numero e sulla natura delle azioni, sui motivi e sui dettagli dell'offerta; j) aventi ad oggetto strumenti finanziari offerti, assegnati o da assegnare ad amministratori o ex amministratori o dipendenti o ex dipendenti da parte dell'emittente che abbia strumenti finanziari già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o da parte dell'impresa controllante, di un'impresa controllata, collegata o sottoposta a comune controllo, a condizione che detti strumenti finanziari siano della stessa classe di quelli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato e che sia reso disponibile un documento contenente informazioni sul numero e sulla natura degli strumenti finanziari, sui motivi e sui dettagli dell'offerta; k) aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche, che abbiano le seguenti caratteristiche: i) non siano subordinati, convertibili o scambiabili; ii) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati ad uno strumento derivato; iii) diano veste materiale al ricevimento di depositi rimborsabili; iv) siano coperti da un sistema di garanzia dei depositi a norma degli articoli da 96

---

zione dei relativi contorni e attribuisce alla Consob un generale potere d'individuazione di ulteriori ipotesi di esenzione.

In particolare l'art. 100 del TUF che deve leggersi congiuntamente all'art. 33 del reg. emittenti prevede che: le disposizioni relative all'appello del pubblico risparmio non trovano applicazione nel caso in cui le offerte siano rivolte:

- a) rivolte ai soli investitori qualificati, comprese le persone fisiche e le piccole e medie imprese, come definiti dalla Consob con regolamento in base ai criteri fissati dalle disposizioni comunitarie;
- b) rivolte a un numero di soggetti non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento;
- c) di ammontare complessivo non superiore a quello indicato dalla Con-

---

a 96-quater del D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi; l) aventi ad oggetto strumenti del mercato monetario emessi da banche con una scadenza inferiore ai 12 mesi. Alle sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari quotati offerti in opzione a soci di emittenti con azioni o obbligazioni convertibili quotate non si applica l'articolo 13, comma. Alle sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari offerti in opzione ai soci di emittenti con azioni o obbligazioni convertibili diffuse non si applica l'articolo 13, commi 5 e 6. Alle sollecitazioni rivolte ad amministratori o ex amministratori, ai dipendenti o ex dipendenti di una società non avente strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, o da un'impresa controllata, collegata o sottoposta a comune controllo non si applica l'articolo 13, commi 5 e 6. Entro trenta giorni dalla conclusione della sollecitazione l'emittente comunica alla Consob il numero degli assegnatari e il quantitativo assegnato e le trasmette copia di tale comunicazione riprodotta anche su supporto informatico. Nel caso di sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche, che abbiano le seguenti caratteristiche:

- (i) il corrispettivo totale dell'offerta, calcolato per un periodo di dodici mesi, sia inferiore a euro 50.000.000;
  - (ii) non siano subordinati, convertibili o scambiabili;
  - (iii) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati ad uno strumento derivato; è pubblicato ai sensi dell'articolo 8, comma 1, un prospetto semplificato redatto conformemente allo schema di cui all'Allegato 1M; non è richiesta la pubblicazione dell'avviso di cui al comma 2 del medesimo articolo; tale prospetto semplificato non è preventivamente approvato dalla Consob.
-

---

sob con regolamento;

- d) aventi a oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi da o che beneficiano della garanzia incondizionata e irrevocabile di uno Stato membro dell'Unione europea<sup>400</sup> o emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati membri dell'Unione europea;
- e) aventi a oggetto strumenti finanziari emessi dalla Banca Centrale Europea o dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Unione Europea;
- f) aventi ad oggetto strumenti diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche a condizione che tali strumenti:
  - i) non siano subordinati, convertibili o scambiabili;
  - ii) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati ad uno strumento derivato;
  - iii) diano veste materiale al ricevimento di depositi rimborsabili;
  - iv) siano coperti da un sistema di garanzia dei depositi a norma degli articoli da 96 a 96-quater del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385;
- g) aventi ad oggetto strumenti del mercato monetario emessi da banche con una scadenza inferiore.

La Consob può individuare con regolamento le offerte al pubblico di prodotti finanziari alle quali le disposizioni del presente Capo non si applicano in

---

<sup>400</sup> L'intero Capo I (artt. 93-bis – 101) è stato sostituito dall'art. 3 del d.lgs. n. 51 del

---

tutto o in parte.

L'emittente o l'offerente ha diritto di redigere un prospetto ai sensi e per gli effetti delle disposizioni comunitarie in occasione dell'offerta degli strumenti di cui alle lettere c), d) ed e) del primo comma .

#### **4.5.5 I casi di esenzione totale per difetto di esigenza di tutela**

I casi di esenzione totale o parziale al fine di evitare l'imposizione di costi ingiustificati in rapporto all'entità dell'operazione riguardano i collocamenti:

- a) rivolti ad un numero di soggetti non superiore a cento;<sup>401</sup>
- b) aventi prodotti finanziari di ammontare complessivo non superiore a 50.000 euro;
- c) aventi strumenti finanziari offerti in opzioni ai soci di emittenti non aventi obbligazioni od azioni convertibili quotate o diffuse.

I casi di esenzione totale ricoprono altresì le sollecitazioni : (i) avente ad oggetto strumenti finanziari emessi o garantiti dallo Stato italiano, da uno Stato membro dell'Unione Europea o emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più stati membri dell'Unione Europea; (ii) aventi ad oggetto strumenti finanziari emessi dalla Banca Centrale Europea o dalle Banche centrali nazionali degli stati membri

---

8.3.2007.

<sup>401</sup> Nella prassi, le sollecitazioni all'investimento più significative assumono normalmente la struttura di offerte globali nelle quali l'operazione di sollecitazione ha luogo mediante più offerte contestuali, ciascuna avente una diversa cerchia di destinatari: il pubblico indifferenziato, gli investitori istituzionali, i dipendenti e infine coloro che vanno sotto il nome di "family and friends". Quando l'operazione di collocamento è così strutturata è pacifico che il limite dei cento destinatari si applichi unicamente ai "family and friends".

---

dell'Unione Europea. Tali esenzioni risultano essere abbastanza pacifiche in quanto la natura degli emittenti è tale da rendere remoto il rischio d'insolvenza dei medesimi.

Menzione a parte merita l'esenzione prevista dal regolamento emittenti relativa alla sollecitazione finalizzata al reperimento di mezzi per lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale<sup>402</sup>.

Il quadro delle esenzioni parziali è invece delineato dalla Consob facendo riferimento a una serie di casi, per ciascuno dei quali si dichiarano inapplicabili alcune disposizioni del TUF e del regolamento emittenti. Tali ipotesi riguardano in particolare i collocamenti relativi: (i) a strumenti finanziari quotati offerti a soci di emittenti con azioni od obbligazioni convertibili quotate; (ii) a strumenti finanziari offerti in opzione ai soci di emittenti con azioni od obbligazioni convertibili diffuse.

Le deroghe comuni a queste due ipotesi riguardano l'obbligo di preventiva comunicazione alla Consob e la necessità di un'autorizzazione o di un silenzio assenso da parte della medesima per la pubblicazione del prospetto e dei suoi aggiornamenti nonché la previsione che subordina la diffusione degli annunci pubblicitari al decorso del termine di dieci giorni dalla trasmissione alla Consob.

---

<sup>402</sup> In argomento v. la comunicazione Consob n. 30656 del 21 aprile 2000 nella quale la Consob ha esteso l'obbligo informativo ad un collocamento proposto da una ONLUS.

---

#### 4.5.6 Gli annunci pubblicitari e le attività di esplorazione della domanda

L'articolo 101 del TUF afferma che gli annunci pubblicitari relativi una sollecitazione all'investimento siano vietati prima della pubblicazione del prospetto<sup>403</sup>.

La disciplina degli annunci pubblicitari si rinviene negli art. 17 e seguenti del regolamento emittenti attuativo del 3 comma dell'articolo 101 del TUF<sup>404</sup> che delega la Consob a disciplinare il fenomeno avuto riguardo la correttezza dell'informazione e la sua conformità al contenuto del prospetto. È superfluo qui sottolineare l'opportunità che anche gli avvisi pubblicitari siano sottoposti controllo, allo scopo di evitare che l'esatta e completa informazione del pubblico sia inquinata dalle suggestioni contenute negli annunci pubblicitari successivi al deposito del prospetto. Pertanto gli avvisi pubblicitari devono essere preventivamente essere trasmessi alla Consob e,

---

<sup>403</sup> Si è ritenuto preferibile la tesi secondo cui il messaggio promozionale e annuncio pubblicitario siano fattispecie identiche o perlomeno in rapporto di genere a specie.

<sup>404</sup> L'articolo 17 (Criteri generali per la predisposizione di annunci pubblicitari) afferma in particolare che:

1. L'annuncio pubblicitario deve essere chiaramente riconoscibile in quanto tale. Le informazioni contenute nell'annuncio debbono essere espresse in modo chiaro e corretto ed essere coerenti con quelle riportate nel prospetto informativo.
2. Il messaggio pubblicitario trasmesso con l'annuncio non deve essere tale da indurre in errore circa le caratteristiche, la natura ed i rischi dei prodotti offerti e del relativo investimento.
3. Successivamente alla pubblicazione con le modalità indicate nell'articolo 8 del documento di registrazione previsto dall'articolo 6, è consentito diffondere annunci pubblicitari connessi alla sollecitazione, purché riferiti alle sole caratteristiche dell'emittente o dei prodotti finanziari oggetto di sollecitazione già rese pubbliche.
4. Ogni annuncio pubblicitario reca, con modalità tali da garantire un'immediata ed agevole percezione, la seguente avvertenza: "prima dell'adesione leggere il prospetto informativo". Nel caso di utilizzazione di strumenti audiovisivi, l'avvertenza deve essere riprodotta almeno in audio.
5. Ogni annuncio pubblicitario deve indicare i luoghi in cui il pubblico può ottenere il prospetto informativo nonché gli altri eventuali mezzi attraverso i quali può consultarlo

---

salvo alcune eccezioni possono essere diffusi solo quando siano trascorsi dieci giorni dalla data di ricezione senza che la stessa Consob abbia richiesto modifiche, integrazioni e chiarimenti<sup>405</sup>. Il regolamento detta altresì alcuni criteri ai quali ci si deve attenere nella redazione degli avvisi pubblicitari: l'annuncio pubblicitario dev'essere chiaramente riconoscibile come tale; le informazioni ivi contenute devono essere espresse in modo chiaro e corretto ed essere coerenti con quelle riportate nel prospetto informativo ed infine l'annuncio non deve essere tale da indurre in errore circa le caratteristiche, la natura ed i rischi dei prodotti offerti e del relativo investimento. Norme particolari sono inoltre previste dall'articolo 18 del regolamento emittenti per gli annunci relativi ai rendimenti conseguiti in passato dal prodotto finanziario oggetto dell'offerta ovvero di annunci che riportano statistiche studi ecc.

Per evitare elusioni della disciplina della sollecitazione e sugli annunci pubblicitari, il regolamento emittenti dispone che prima di pubblicare il prospetto è consentita la diffusione di notizie, lo svolgimento di indagini di mercato e la raccolta di intenzioni di acquisto attinenti sollecitazioni d'investimento purchè: (a) vengano diffuse esclusivamente informazioni relative a fatti già resi pubblici in ottemperanza ad obblighi previsti da disposizioni vigenti; b) la relativa documentazione venga trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione; c) venga fatto espresso riferimento alla circostanza che sarà pubblicato il prospetto informativo e ai luoghi in cui lo stesso sarà disponibile; d) venga precisato che le intenzioni d'acquisto raccolte non costituiscono proposte di acquisto.

---

<sup>405</sup> Le eccezioni risultano essere relative a OICR o a i fondi pensione aperti che possono essere comunicati al pubblico il giorno successivo la loro trasmissione alla Consob.



---

#### 4.5.7 Validità comunitaria del prospetto

Dando attuazione alla direttiva comunitaria direttiva 89/298/CEE del 17 aprile 1989, che prevedeva le condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto informativo, l'art. 98 del TUF stabilisce il principio del mutuo riconoscimento dei prospetti e i limiti che tale applicazione può riscontrare nel nostro ordinamento<sup>406</sup>. In forza di tale norma i prospetti approvati dalla Consob sono validi ai fini dell'offerta anche negli altri stati membri dell'unione europea. A tal fine la Consob deve effettuare la notifica, conformemente al dettato normativo previsto dalle disposizioni comunitarie, all'autorità di vigilanza dei mercati regolamentati del paese in cui i prodotti devono essere collocati. Viceversa nel caso in cui l'Italia risulta essere membro ospitante dell'offerta, il prospetto e gli eventuali supplementi approvati dall'autorità dello Stato membro d'origine possono essere pubblicati in Italia, purché siano rispettate le procedure di notifica previste dalle disposizioni comunitarie. Il regolamento emittenti si è anche preoccupato di evitare che la norma sul mutuo riconoscimento dei prospetti anziché costituire uno strumento per la creazione di un mercato mobiliare transnazionale si risolva in un mezzo per eludere la disciplina nazionale della sollecitazione all'investimento e ha così stabilito che se l'offerta è effettuata simultaneamente o in data ravvicinata posta in essere oltre che in Italia in altri Stati membri dell'Unione Europea deve trovare integrale applicazione la disciplina nazionale del prospetto qualora l'emittente abbia sede in Italia.

---

<sup>406</sup> L'articolo 98 del TUF è stato modificato dal recente del decreto legislativo n. 51 del 28 marzo 2007 come segue: "Il prospetto nonché gli eventuali supplementi approvati dalla Consob sono validi ai fini dell'offerta degli strumenti finanziari comunitari negli altri Stati membri della UE. A tal fine la Consob effettua la notifica secondo la procedura prevista dalle disposizioni comunitarie. Ove l'offerta di strumenti finanziari comunitari sia prevista in Italia, quale Stato membro ospitante, il prospetto e gli eventuali supplementi approvati dall'autorità dello Stato membro d'origine possono essere pubblicati in Italia, purché siano rispettate le procedure di notifica previste dalle disposizioni comunitarie. La Consob può informare l'autorità competente dello Stato membro d'origine della necessità di fornire nuove informazioni".

---

Le forme di pubblicazione a cui è soggetto un prospetto riconosciuto sono le medesime previste per quelle relative ai prospetti nazionali. Il mutuo riconoscimento dei prospetti copre anche l'area relativa ai prospetti di quotazione. Nel dare attuazione alla direttiva del 2001/34CEE l'art. 113 bis, comma 3 del TUF afferma che: "Il prospetto approvato dall'autorità competente di un altro Stato membro dell'Unione Europea è riconosciuto dalla Consob, con le modalità e alle condizioni stabilite nel regolamento previsto dal comma 2, quale prospetto per l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato. La Consob può richiedere, con il regolamento previsto dal comma 2, la pubblicazione di un documento per la quotazione". L'art. 113 bis rimanda quindi al regolamento emittenti che all'art. 58 afferma che la validità comunitaria dell'autorizzazione alla pubblicazione di un prospetto di quotazione da parte della Consob e il riconoscimento in Italia del prospetto di quotazione approvato dall'autorità competente di un altro Stato membro della UE risultano essere soggette alle disposizioni previste dagli articoli 10 e 10-bis del regolamento emittenti.

#### **4.6 L'IMPORTANZA DELLA FIGURA DEI REVISORI CONTABILI AI FINI DELLA TRASPARENZA DEI MERCATI E IL LORO INQUADRAMENTO ALL'INTERNO DELLA 262 DEL 2005.**

Nel complesso sistema di funzionamento dei mercati finanziari, il revisore è un soggetto professionale la cui funzione consiste nel ridurre il gap informativo e di credibilità tra la domanda e l'offerta di strumenti finanziari; è, in definitiva, un *gatekeeper* che riduce i costi di agenzia della *corporate governance* ed è quindi un elemento fondamentale per il perseguimento del principio costituzionale della tutela del risparmio..

Questo ruolo fondamentale viene in primo luogo evidenziato dal fatto che

---

sul mercato primario, il giudizio positivo del revisore è presupposto necessario della sollecitazione all'investimento art. 96 TUF mentre a livello secondario, il periodico giudizio del revisore sull'attendibilità delle informazioni contabili fornite dall'emittente al mercato agevola la liquidità del titolo.

Di tali giudizi si avvale anzitutto il mercato perché l'emittente di strumenti finanziari può finanziarsi a un costo inferiore avvalendosi della reputazione "comprata" dal revisore che lo mette in grado di "spendere" sul mercato la maggiore credibilità di quest'ultimo che, rispetto a lui, ha più da perdere e meno da guadagnare in caso di violazione delle regole. Il revisore, infatti, pur avendo una responsabilità analoga a quella dell'emittente, ha minori incentivi a ingannare il pubblico perché la sua utilità consiste solo nel compenso per l'attività professionale svolta e, trattandosi di un gioco ripetuto, nella possibilità di ottenere ulteriori incarichi che, a sua volta, dipende dal mantenimento del suo maggiore ossei, cioè la reputazione<sup>407</sup>.

Ma se ne avvale anche la vigilanza pubblica perché il revisore è un soggetto privato che fornisce all'autorità preposta al settore gli occhi grazie ai quali quest'ultima è in grado di svolgere la propria funzione di controllo sulle imprese emittenti.

Insomma il revisore è un soggetto essenziale perché il mercato possa svolgere con efficienza la funzione allocativa delle risorse finanziarie. Benché il suo ruolo esiga terzietà, il revisore viene scelto e remunerato dalla società revisionata. Anzi, il processo classico di selezione (non a caso recentemente modificato negli USA e in corso di revisione in Italia, anche in relazione a quanto previsto nella recente direttiva CE 2006/43) assegna un ruolo esclu-

---

<sup>407</sup> Cfr. Gaetano Presti in Banca Borsa e Titoli di Credito, vol 2, pag 160.

---

sivo proprio a chi è astrattamente in grado di estrarre benefici privati dal controllo (amministratori e soci di maggioranza) e il cui interesse ad avere un controllore mansueto e risparmiare sui costi più che ad avere un servizio di qualità è direttamente proporzionale alla concreta graduazione di detta maligna propensione. I motivi per cui la scelta del revisore non è affidata ai beneficiari sostanziali del suo lavoro sono banali: i potenziali investitori hanno un evidente problema di azione collettiva, la selezione da parte dell'organo pubblico di controllo presenta le controindicazioni tipiche dell'intervento amministrativo.

La legge 262/2005 e il successivo correttivo Decreto Legislativo 303/2006 sono intervenuti in modo sostanziale su alcuni aspetti della disciplina relativa ai revisori contabili, in particolare il titolo III della L. 262/2005, costituito dal solo art. 18, interviene sulla disciplina relativa alla revisione dei conti degli emittenti quotati, apportando delle modifiche al TUF<sup>408</sup>.

L'articolo in esame sostituisce la previgente normativa contemplata dall'art. 159 del TUF, circa il conferimento e revoca dell'incarico della revisione contabile, con uno nuovo.

Si prevede, al comma 1 del nuovo articolo, che il potere di conferire l'incarico di revisione sia conservato all'assemblea, che in occasione dell'approvazione del bilancio o della convocazione annuale su proposta motivata dell'organo di controllo conferisce l'incarico per la revisione del bilancio consolidato ad una società iscritta nell'albo speciale previsto

---

<sup>408</sup> Parte della nuova disciplina sulla revisione contabile rappresenta un ritorno al passato. Ciò è particolarmente evidente per quanto riguarda nomina, revoca e corrispettivo, la cui disciplina viene riportata ad un aspetto simile a quello che era contenuto nel d.p.r. n. 136/1975 in tal senso vedi PRESTI G., *Il sistema dei controlli esterni sull'attività sociale*, in *Società*, n. 3/2005, p. 307.

---

dall'art. 161 approvando altresì il compenso<sup>409</sup>. L'efficacia vincolante al parere dell'organo di controllo, deve essere dall'organo all'unanimità (quindi con il concorso della minoranza in esso obbligatoriamente rappresentata). Qualora il conferimento non sia deliberato, vi provvede d'ufficio la Consob, che determina in questo caso anche il corrispettivo dovuto alla società di revisione.

Al comma 2, poi, si dispone che le deliberazioni di conferimento e di revoca debbono essere comunicate alla Consob, la quale, entro venti giorni, può vietarne l'esecuzione. Il provvedimento può fondarsi, nel caso del conferimento dell'incarico, sull'esistenza di una causa d'incompatibilità o sull'inidoneità tecnica della società di revisione, accertata in relazione alla sua organizzazione ovvero al numero degli incarichi già assunti. La norma stabilisce altresì che non può costituire una giusta causa di revoca la sola divergenza di opinioni rispetto a valutazioni contabili o a procedure di revisione. Nel caso in cui si verificasse la revoca dell'incarico la società di revisione "sfiduciata" ha l'obbligo di continuare la sua attività fino al verificarsi della nuova delibera di conferimento approvata dall'organo assembleare della società ovvero fino al conferimento d'ufficio posto in essere dalla Consob.

Il comma 4 disciplina la durata per l'incarico, fissando il periodo massimo di nove anni. La disposizione tende a garantire un termine minimo per permettere al revisore di conoscere la situazione della società, evitando, per converso, che un incarico troppo prolungato possa consentire l'instaurazione di rapporti incompatibili con la necessaria indipendenza del revisore. Qualunque sia stata la durata dell'incarico, esso non può comunque venire rin-

---

<sup>409</sup> Il D.Lgs 303/2006 ha aggiunto che nel caso in cui l'assemblea non conferisca a nessuna società l'incarico di revisione la Consob procede d'ufficio a conferire l'incarico e a determinare il relativo compenso.

---

novato se non siano decorsi almeno tre anni dalla cessazione del precedente. La durata dell'incarico di revisione, quindi, viene liberalizzata e accorciata nel suo massimo. Viene inoltre espressamente previsto un periodo di raffreddamento (*cooling-off*) di tre anni prima che la stessa società possa essere rinominata, confermando la tradizionale regola italiana della rotazione obbligatoria della società che dovrebbe evitare un'eccessiva familiarità tra società di revisione e cliente<sup>410</sup>.

E' previsto, inoltre, al comma 5 che la Consob, entro venti giorni dalla data di ricevimento della deliberazione di conferimento dell'incarico, può vietarne l'esecuzione qualora accerti l'esistenza di una causa di incompatibilità oppure qualora rilevi che la società cui è affidato l'incarico non è tecnicamente idonea ad esercitarlo, in relazione alla sua organizzazione. Al comma 6, poi, si attribuisce alla Consob la facoltà di disporre d'ufficio la revoca dell'incarico di revisione contabile qualora rilevi una causa di incompatibilità oppure qualora siano state accertate gravi irregolarità nello svolgimento dell'attività di revisione. Il provvedimento di revoca deve essere notificato alla società di revisione e comunicato immediatamente alla società interessata, con l'invito alla società medesima a deliberare il conferimento dell'incarico ad altra società di revisione. Qualora la deliberazione non sia adottata entro tale termine, la Consob provvede d'ufficio al conferimento dell'incarico entro trenta giorni.

Sono poi conferiti poteri regolamentari alla Consob per l'attuazione delle disposizioni predette. Ai sensi del comma 7, infatti, la Consob stabilisce con regolamento:

- a) criteri generali per la determinazione del corrispettivo per l'incarico di revisione contabile;

---

<sup>410</sup> Cfr. PRESTI G., *op. cit.*, p. 309.

- 
- b) la documentazione da inviare unitamente alle deliberazioni di conferimento e revoca, le modalità e i termini di trasmissione;
  - c) le modalità e i termini per l'adozione e la comunicazione agli interessati dei provvedimenti da essa assunti;
  - d) i termini entro i quali gli amministratori o i membri del consiglio di gestione depositano presso il registro delle imprese le deliberazioni di conferimento e revoca.

Esiste il rischio che demandare alla Consob la determinazione dei criteri generali di tariffa in un settore altamente concentrato e propenso a comportamenti paralleli possa divenire un'ulteriore barriera anticoncorrenziale.

Sulla disciplina dell'incompatibilità intervengono le modificazioni proposte all'art. 160 del TUF contenute alla lett. c) dell'art. 18, comma 1. All'art. 160 il comma 1 è sostituito e il nuovo dispone che, al fine di assicurare l'indipendenza della società e del responsabile della revisione, l'incarico non può essere conferito a società di revisione che si trovino in una delle situazioni di incompatibilità stabilite con regolamento dalla Consob.

Il nuovo comma 1-*bis*, poi, stabilisce che la Consob individua con regolamento i criteri per stabilire l'appartenenza di un'entità alla rete di una società di revisione, costituita dalla struttura più ampia cui appartiene la società stessa e che si avvale della medesima denominazione o attraverso la quale vengono condivise risorse professionali, comprendente comunque le società che controllano la società di revisione, le società che sono da essa controllate, ad essa collegate o sottoposte con essa a comune controllo. Inoltre, essa determina le caratteristiche degli incarichi e dei rapporti che possono compromettere l'indipendenza della società di revisione e stabilisce le forme di

---

pubblicità dei compensi che la società di revisione e le entità appartenenti alla sua rete hanno percepito, distintamente, per incarichi di revisione e per la prestazione di altri servizi, indicati per tipo o categoria. Può stabilire, altresì, prescrizioni e raccomandazioni rivolte alle società di revisione, per prevenire la possibilità che gli azionisti di queste o delle entità appartenenti alla loro rete nonché i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso le medesime intervengano nell'esercizio dell'attività di revisione in modo tale da compromettere l'indipendenza e l'obiettività delle persone che la effettuano.

La disciplina relativa all'incompatibilità delle società di revisione è integrata dal nuovo comma 1-*quater* con prescrizioni relative alle persone fisiche che la esercitano. Si prevede, ad esempio, che il responsabile della revisione non possa esercitare tale incarico per più di sei esercizi sociali relativamente ai bilanci della stessa società, e che non possa assumere nuovamente lo stesso incarico se non siano decorsi almeno tre anni dalla cessazione del precedente<sup>411</sup>.

Riguardo alle prescrizioni relative alle persone fisiche, l'articolo in esame prosegue introducendo il nuovo comma 1-*quinqüies*, ai sensi del quale coloro che hanno preso parte alla revisione del bilancio di una società, i soci, gli amministratori e i componenti degli organi di controllo della società di revisione alla quale è stato conferito l'incarico di revisione e delle società da essa controllate o ad essa collegate o che la controllano non possono esercitare funzioni di amministrazione o controllo nella società che ha conferito l'incarico di revisione e nelle società da essa controllate, ad essa collegate o

---

<sup>411</sup> La regola della rotazione obbligatoria anche per la persona fisica responsabile della revisione è del tutto nuova per l'Italia. Si tratta di una tecnica diffusa nei Paesi che non prevedono la rotazione obbligatoria della società. A livello europeo la rotazione obbligatoria del responsabile della società è prevista come alternativa alla rotazione della società. Il nostro Paese, quindi, adotterebbe cumulativamente due interdizioni che nella legisla-



---

che la controllano, né possono prestare lavoro autonomo o subordinato in favore delle medesime società, se non sia decorso almeno un triennio dalla scadenza o dalla revoca dell'incarico, ovvero dal momento in cui abbiano cessato di essere soci, amministratori, componenti degli organi di controllo o dipendenti della società di revisione e delle società da essa controllate o ad essa collegate o che la controllano. Al comma 1-*sexies* viene disposto che i soci, gli esponenti e i dipendenti della società di revisione che abbiano preso parte alla revisione del bilancio di una società, non possono assumere funzioni di amministrazione o controllo nella società sottoposta a revisione né in sue controllate, controllanti o collegate, né prestare lavoro autonomo o subordinato in favore di queste, prima che sia decorso almeno un triennio dalla cessazione del rapporto con la società di revisione.

Infine, a garanzia dell'indipendenza dei soggetti che effettuano la revisione, si prevede, al nuovo comma 1-*septies*, che la misura della loro retribuzione non possa dipendere in alcun modo dall'esito delle revisioni né dal numero degli incarichi che la società abbia ricevuto o dall'entità dei compensi da questa percepiti.

Si passa poi a modificare l'art. 161 del TUF che riguarda l'iscrizione delle società di revisione nell'albo speciale tenuto dalla CONSOB. In particolare, si prevede che la garanzia richiesta a copertura dei rischi derivanti dalla revisione contabile possa essere sostituita da una polizza d'assicurazione della responsabilità civile per negligenze o errori professionali, comprensiva della garanzia per infedeltà dei dipendenti. L'ammontare della garanzia o della copertura assicurativa è stabilito annualmente dalla Consob per classi di volume d'affari e in base agli ulteriori parametri da essa eventualmente individuati con regolamento.

---

zione comunitaria sono alternative. Cfr. PRESTI G., *op. cit.*, p. 309.

---

La novella della 262/2005 e il successivo D.lgs 303 /2006 modificano il primo comma dell'art. 162 intitolato la «Vigilanza sulle società di revisione» del TUF. Viene in primo luogo prevista la verifica periodica, comunque almeno triennale, dell'indipendenza e dell'idoneità tecnica delle società e dei responsabili della revisione da parte della Consob. E' attribuito alla stessa il potere di stabilire i principi e criteri di revisione contabile, precisandosi che essi possono venire determinati anche in relazione alla tipologia delle strutture societarie, amministrative e contabili delle società sottoposte a revisione. Al comma 2, infatti, è previsto che nell'esercizio della vigilanza la Consob:

- a) stabilisce i principi e i criteri da adottare per la revisione contabile;
- 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.

La cadenza triennale della verifica della Consob sull'indipendenza e l'idoneità tecnica della società e dei responsabili della revisione potrebbe risultare eccessiva, in considerazione del fatto che le società iscritte all'albo speciale sono solo venti.

Alla lett. f), poi, viene riorganizzato il sistema dei provvedimenti sanzionatori e interdittivi che la Consob può adottare quando accerti irregolarità nello svolgimento dell'attività di revisione, modificando il comma 1 dell'art. 163 «Provvedimenti della Consob». La modifica stabilisce che la Consob, quando accerta irregolarità nello svolgimento dell'attività di revisione, tenendo conto della loro gravità, può:

- 
- a) applicare alla società di revisione una sanzione amministrativa pecuniaria;
  - b) intimare alla società di revisione di non avvalersi nell'attività di revisione contabile, per un periodo non superiore a cinque anni, del responsabile di una revisione contabile al quale sono ascrivibili le irregolarità;
  - c) revocare gli incarichi di revisione contabile ai sensi del comma 6 dell'art. 159;
  - d) vietare alla società di accettare nuovi incarichi di revisione contabile per un periodo non superiore a tre anni.

Un'ultima serie d'interventi, diretti a modificare l'art. 165 e ad introdurre un nuovo art. 165-*bis*, riguardano la disciplina della revisione contabile dei gruppi e la sua estensione alle società che controllano emittenti quotati. In particolare, alla lett. g) è introdotto il comma I-*bis* all'art. 165, dopo il comma 1. Viene così attribuita alla società incaricata della revisione contabile della società capogruppo quotata l'intera responsabilità per la revisione del bilancio consolidato del gruppo. Vi si prevede, tra l'altro che ove il revisore ravvisi fatti censurabili, debba informare la Consob e gli organi di controllo della società capogruppo e della società interessata<sup>412</sup>.

Alla lett. h), infine, è disposto che nella parte IV, titolo III, capo II, sezione VI, dopo l'art. 165 è aggiunto il nuovo art. 165-*bis*. Al comma 1 del nuovo

---

<sup>412</sup> La norma evoca il contenuto dell'art. 27, lett. a), della raccomandazione della Commissione europea 16 maggio 2002, secondo cui gli Stati membri devono assicurare che «il revisore del gruppo sia pienamente responsabile per la relazione di revisione per quanto riguarda i conti consolidati». In entrambi i testi gli avverbi riferiti alla responsabilità (“interamente” e “pienamente”) sono inediti e sembrano voler alludere ad una responsabilità oggettiva della società di revisione della capogruppo quotata per l'operato degli *auditors*, eventualmente diversi, delle altre società del gruppo.

---

articolo l'applicazione della disciplina prevista per la revisione dei gruppi viene estesa alle società che controllano società con azioni quotate e alle società sottoposte con queste ultime a comune controllo. Il comma 2 attribuisce alla Consob il compito di dettare le disposizioni attuative, determinando, con regolamento, in quali casi le società sottoposte a comune controllo, unitamente ad una società quotata, siano esenti dall'obbligo di revisione previsto sul bilancio consolidato.

#### **4.7 I NUOVI RUOLI AFFIDATI ALLE AUTORITÀ DI VIGILANZA**

Uno delle principali tematiche affrontate dalla legge 262/2005 recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari" risulta essere la riforma della Banca d'Italia. Costituita nel 1893 come società anonima, a seguito della fusione di precedenti istituti di emissione, la Banca d'Italia ha una struttura giuridica ed organizzativa del tutto particolare ed atipica che risente delle sue origini. Essa è un istituto di diritto pubblico, dotata di organi collegiali che in concreto determinano la politica e la volontà dell'ente: l'assemblea generale dei partecipanti; il Consiglio superiore ed il Comitato del Consiglio superiore; il Direttorio (costituito dal governatore, dal direttore generale e da due vice direttori generali); il Governatore. Ha poteri di vigilanza informativa, regolamentare, ed ispettiva pari della Banca Centrale Europea. A seguito dell'emissione dell'euro, non è più l' istituto di emissione monetaria e, dopo il trattato di Maastricht, non ha più il potere di determinare i tassi d'interesse; si limita, pertanto, a mettere in opera la politica monetaria ormai definita dal BCE, emette gli euro destinati a circolare nel territorio italiano e garantisce il buon funzionamento dei sistemi di pagamento sempre nel quadro della BCE. A parte la sua funzione di controllo sul credito e sul risparmio la sua azione è, quindi, puramente esecutiva delle direttive della BCE. Nonostante tali novità può ancora considerarsi la banca

---

di Stato.

Per rispondere alle esigenze di chiarezza e di controlli manifestate dai risparmiatori e dal mercato, dopo oltre due anni<sup>413</sup> dai clamorosi scandali Cirio, Parmalat e Tango bond, dopo il caso Bpi-Fazio il legislatore cerca con la novella 262/2005 e con il successivo decreto legislativo di coordinamento di definire un nuovo volto alla Banca d'Italia.

L'art. 19 della legge 262/2005, in particolare, dopo aver ribadito che la Banca d'Italia è un istituto di diritto pubblico che agisce nell'ambito delle decisioni del BCE, al secondo comma introduce la prima novità, riguardante le quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia, che passerebbero dalle banche private allo Stato e ad altri enti pubblici. Il quarto comma prevede che la Banca debba riferire al Parlamento ed al Governo sulla sua attività, con cadenza semestrale e per iscritto<sup>414</sup>. Il quinto comma statuisce che le decisioni siano sempre motivate, come previsto dalla legge 241/1990. Con il comma 6 si introduce il principio di collegialità dei provvedimenti per i quali il Governatore deve acquisire il parere preventivo del Direttorio. Il comma 7 fissa in sette anni (non rinnovabili) il mandato del Governatore, allineando la Banca d'Italia alla media europea. I commi 8 e 9 contengono disposizioni che stabiliscono i termini per consentire il recepimento delle nuove norme nello Statuto della Banca e per il passaggio delle quote del capitale allo Stato<sup>415</sup>.

---

<sup>413</sup> Il 2005 ha segnato una svolta nella politica italiana: le dimissioni di Fazio da Banca d'Italia e la nomina alla presidenza di Draghi è stato l'evento culminante di una lunga stagione politica iniziata nel 1992-1993 con tangentopoli, che ha visto il progressivo smantellamento delle strutture politico economiche nazionali a favore del capitalismo finanziario globale.

<sup>414</sup> Il D.lgs 303/2006 prevede che la Banca d'Italia debba trasmettere al Parlamento e al Governo entro il 30 giugno di ogni anno una relazione relativa all'attività svolta nell'anno precedente.

<sup>415</sup> Cfr. *L'emendamento del Governo sulla Banca d'Italia nel quadro della riforma del risparmio*, in [www.giuffre.it](http://www.giuffre.it).

---

Le principali novità introdotte dalla legge sul risparmio riguardano proprio la modifica dello statuto della Banca d'Italia<sup>416</sup>. In particolare, si prevede che il Governatore duri in carica sei anni e che il mandato sia rinnovabile una sola volta. Lo stesso termine vale per i membri del Direttorio, costituito dal Governatore, dal Direttore generale e da due Vice Direttori generali, che avranno decorrenze scaglionate per fare in modo che non scadano tutti nello stesso momento. Per quanto riguarda la nomina del Governatore, quest'ultimo viene nominato con decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri, previa deliberazione del

---

<sup>416</sup> È stato l'argomento Banca d'Italia il pomo della discordia che ha tenuta bloccata la riforma per due anni in Parlamento. Ancora fino a prima dell'estate 2005 il fronte pro-Fazio dentro la maggioranza era solido ed in grado di condizionare la stesura del provvedimento, ma gli sviluppi dell'Opa di BPI su Antonveneta, l'arresto del banchiere Giampiero Fiorani e le dimissioni di Antonio Fazio hanno reso possibile lo *sprint* finale e interventi più incisivi rispetto alle aspettative, sia per la Banca d'Italia, sia per il passaggio della concorrenza bancaria all'Antitrust. Tutto iniziò il 17 gennaio 2005, quando la Banca Popolare Italiana, ex Banca Popolare di Lodi, istituto guidato Giampiero Fiorani, annuncia di aver superato il 2% nel capitale di Antonveneta. In realtà poi la Consob chiarirà che la BPL aveva iniziato a rastrellare azioni sin dal novembre precedente attraverso finanziamenti a società alleate. Il 2 maggio la procura di Milano avvia le indagini sulla scalata all'istituto Veneto e apre un fascicolo contro ignoti per aggio (che riguarda la diffusione di notizie che avrebbero provocato l'alterazione del prezzo delle azioni Antonveneta). I pm milanesi sequestrano tutti i titoli dell'istituto padovano detenuti da BPI, e dai concertisti, gli alleati Emilio Gnutti, Stefano Ricucci, i fratelli Lonati e Danilo Coppola. Dal decreto che dispone il sequestro delle azioni emergono alcune intercettazioni di una telefonata tra il Governatore della Banca d'Italia, Antonio Fazio, e Fiorani, che secondo i pm è la prova di un accordo fra i partisti, che avrebbero rastrellato azioni Antonveneta attraverso società finanziate da Bpl. Dopo una nuova ipotesi di reato a suo carico, oltre che di aggio, di *insider trading* e ostacolo all'attività di vigilanza della Consob, Fiorani si dimette dalla carica di amministratore delegato di BPL. Il 29 settembre si apprende che il Governatore della Banca d'Italia è indagato sin dai primi giorni di agosto dalla procura di Roma per abuso d'ufficio nell'ambito dell'inchiesta su Antonveneta e il 10 ottobre viene interrogato. Il 6 dicembre è indagato l'intero Consiglio d'Amministrazione della BPI, i componenti del comitato esecutivo e i sindaci per aggio sui titoli dell'istituto di credito lodigiano. È questo lo sviluppo del nuovo filone di indagine aperto dai pm milanesi. Sotto inchiesta sono finiti il presidente Giovanni Benevento, il vice presidente Desiderio Zoncada, l'amministratore delegato Giorgio Olmo e i consiglieri Francesco Ferrari, Domenico Lanzoni e Domenico Zucchetti. Successivamente, il 7 dicembre, il presidente e amministratore delegato di Unipol, Giovanni Consorte, è indagato dalla procura di Milano, insieme al vice presidente della compagnia assicurativa, Ivano Sacchetti, per concorso in aggio. Secondo i pm milanesi, Consorte, così come il suo vice, avrebbero preso parte al rastrellamento concertato di titoli da parte della cordata della ex BPL. Cfr. CORRIERE DELLA SERA, *Antonveneta: le tappe della vicenda*, in [www.corriere.it](http://www.corriere.it), 16 dicembre 2005.

---

Consiglio dei Ministri, sentito il parere del Consiglio Superiore della Banca d'Italia. Lo stesso procedimento viene previsto anche per il caso di revoca del Governatore. Infine, gli atti emessi dagli organi della Banca d'Italia devono avere forma scritta e devono essere motivati. Viene, inoltre, trasferita al Direttorio la competenza sui provvedimenti con rilevanza esterna. Infine, il testo prevede che per le operazioni di acquisizione e di concentrazione societaria bancaria sono necessarie sia l'autorizzazione della Banca d'Italia, sia l'autorizzazione dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

Al comma 1 dell'art. 20 della l. 262/2005 viene rimesso alle Autorità di vigilanza il compito di individuare, nel rispetto della reciproca indipendenza, forme di coordinamento per l'esercizio delle competenze loro attribuite. Al medesimo fine è istituito, con disposizione contenuta nel comma 2, un comitato di coordinamento composto dal Governatore della Banca d'Italia e dai presidenti della Consob, dell'Isvap, della Covip e dell'Antitrust. Tale comitato è presieduto, a turno, da ognuno di essi per la durata di sei mesi ciascuno. Il Ministro dell'economia e delle finanze può chiedere la convocazione del comitato per comunicazioni rilevanti per l'attività delle Autorità. Si tratta di uno strumento di rafforzamento delle forme di collaborazione e coordinamento tra le Autorità che non può non essere considerato con favore per i benefici che può generare in termini di efficacia e di rapidità di intervento<sup>417</sup>. L'attribuzione al Ministro dell'economia del potere di richiedere la convocazione del Comitato per comunicazioni rilevanti potrebbe prefigurare una ingiustificata forma di interferenza del Governo nell'esercizio dell'attività di vigilanza in contrasto con la esigenza, riconosciuta a livello internazionale, di salvaguardare l'indipendenza dell'autorità medesima<sup>418</sup>.

---

<sup>417</sup> Cfr. VARTO S, *Il disegno di legge in tema di tutela del risparmio: la nuova architettura istituzionale*, in [www.filodiritto.it](http://www.filodiritto.it).

<sup>418</sup> Cfr. Sen. EUFEMI M., *op. cit.*

---

Infine, il comma 3 attribuisce al comitato il compito di determinare le forme di collaborazione fra le Autorità, definire modelli organizzativi appropriati per lo scambio e la condivisione di dati, informazioni e documenti, nonché la facoltà di curare la predisposizione di strumenti e archivi, anche informatici, gestiti congiuntamente da più Autorità con le necessarie garanzie di riservatezza.

L'art. 21 prevede che le Autorità collaborino tra loro, anche mediante scambio d'informazioni, per agevolare l'esercizio delle rispettive funzioni. Le Autorità non possono reciprocamente opporsi il segreto d'ufficio. Tutti i dati, le informazioni e i documenti comunque comunicati da una ad altra Autorità, anche l'inserimento in archivi gestiti congiuntamente, restano sottoposti al segreto d'ufficio secondo le disposizioni previste dalla legge per l'Autorità che li ha prodotti o acquisiti per prima<sup>419</sup>.

La riforma, ferme restando le competenze e l'obbligo di autorizzazione relative alla stabilità creditizia, assegna all'Antitrust le valutazioni relative all'assetto concorrenziale del mercato delle acquisizioni bancarie. L'autorizzazione dell'Antitrust e quella di Banca d'Italia viene emanata entro 60 giorni dalla presentazione dell'istanza completa della documentazione occorrente con un "unico atto". Per esaminare l'operazione, CONSOB ha poi 15 giorni non rinnovabili a disposizione dal momento della presentazione della bozza di documento dell'OpA.

L'art. 22 attribuisce a Banca d'Italia, Consob, Isvap, Covip e Antitrust la facoltà di avvalersi del Corpo della Guardia di finanza nell'esercizio dei loro poteri di vigilanza informativa e ispettiva. In tali ipotesi la Guardia di finan-

---

<sup>419</sup> Tale disposizione integra quanto è previsto in materia di segreto d'ufficio, in particolare, dall'art. 7 «Segreto d'ufficio e collaborazione tra Autorità», comma 5, TUB e dall'art. 4 «Collaborazione tra Autorità e segreto d'ufficio», comma 1, TUF, comprendendo nel



---

za, che agisce con i poteri ad esso attribuiti per l'accertamento dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte sui redditi, utilizzando strutture e personale esistenti in modo da non determinare oneri aggiuntivi, è tenuta a comunicare tempestivamente tutti i dati pervenuti in suo possesso e coperti dal segreto d'ufficio alle Autorità competenti. Al riguardo merita rilevare che l'art. 54 della legge n. 52/1996 già realizza questa forma di collaborazione, di cui l'Antitrust e la Consob si sono ampiamente avvalse. In particolare, in attuazione della disposizione da ultima richiamata, è stato siglato uno specifico protocollo d'intesa tra l'Antitrust e la Guardia di Finanza ed è stato istituito uno specifico nucleo operativo per la tutela della concorrenza, mentre la Banca d'Italia dispone già di un corpo ispettivo adeguato per dimensione e professionalità<sup>420</sup>.

L'art. 23 enuncia alcuni principi generali per la disciplina dei procedimenti di competenza della Banca d'Italia, della Consob, dell'Isvap e della Covip per l'adozione di atti regolamentari e generali. Non è compresa in queste disposizioni l'Antitrust. Per quanto riguarda i procedimenti aventi natura regolamentare o contenuto generale (con eccezione di quelli attinenti all'organizzazione interna) è prescritta la motivazione, limitatamente all'esplicitazione delle scelte di regolazione e di vigilanza che presiedono alla disciplina adottata.

L'art. 23 procede disponendo, al comma 2, che gli atti debbono essere accompagnati da una relazione che ne illustri le conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori, al fine di esplicitare, sulla base dell'istruttoria compiuta, gli effetti attesi dall'applicazione delle disposizioni introdotte. Infine, ai sensi dei commi 3 e 4, viene richiesta la revisione periodica, e co-

---

ciruito informativo anche l'Antitrust.

---

munque almeno triennale, del contenuto degli atti di regolazione, affinché possano essere adeguati all'evoluzione delle condizioni del mercato e degli interessi degli investitori.

L'art. 24<sup>421</sup>, invece, riguarda l'adozione di provvedimenti individuali, e dispone che ai procedimenti della Banca d'Italia, della Consob, dell'Isvap e della Cosvip volti all'emanazione di provvedimenti individuali si applicano, in quanto compatibili, i principi, recati dalla legge 7 agosto 1990, n. 241:

- sull'individuazione e sulle funzioni del responsabile del procedimento<sup>422</sup>;
- sulla partecipazione al procedimento<sup>423</sup>;

---

<sup>420</sup> Cfr. CATRICALA' A., *op. cit.*

<sup>421</sup> Il d.lgs 303/2006 ha modificato parzialmente la l. 262/2005 come segue:

- a) al comma 1 le parole: «i procedimenti sanzionatori sono inoltre svolti nel rispetto dei principi della facoltà di denuncia di parte,» sono sostituite dalle seguenti: «i procedimenti sanzionatori sono svolti nel rispetto dei principi»;
- b) al comma 1, dopo le parole: «all'irrogazione della sanzione.» sono inserite le seguenti: «Le notizie sottoposte per iscritto da soggetti interessati possono essere valutate nell'istruzione del procedimento.»;
- c) al comma 5 le parole: «dall'articolo 195, com-mi 4 e seguenti, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58» sono sostituite dalle seguenti: «dagli articoli 187-septies, commi 4 e seguenti, e 195, commi 4 e seguenti, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58»;
- d) dopo il comma 6 è aggiunto il seguente:  
«6-bis. Nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo le Autorità di cui al comma 1 e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, i componenti dei loro organi nonché i loro dipendenti rispondono dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave.».

<sup>422</sup> Secondo il principio sull'individuazione e sulle funzioni del responsabile del procedimento il dirigente di ciascuna unità organizzativa provvede ad assegnare a sé o altro dipendente addetto all'unità la responsabilità dell'istruttoria e di ogni altro adempimento inerente il singolo procedimento, nonché dell'adozione del provvedimento finale. Il responsabile del procedimento:

- a) valuta, si fini istruttori, le condizioni di ammissibilità, i requisiti di legittimazione ed i presupposti che siano rilevanti per l'emanazione del provvedimento;
- b) accerta di ufficio i fatti e adotta ogni misura per l'adeguato e sollecito svolgimento dell'istruttoria;
- c) cura le comunicazioni, le pubblicazioni e le notificazioni previste dalle leggi e dai regolamenti;
- d) adotta il provvedimento finale ovvero trasmette gli atti all'organo competente per l'adozione.

Cfr. legge 7/8/1990, n. 241, artt. 5 e 6.

<sup>423</sup> Il principio della partecipazione al procedimento prevede che qualunque soggetto, portatore di interessi pubblici o privati, nonché i portatori di interessi diffusi costituiti in associazioni o comitati, cui possa derivare un pregiudizio dal provvedimento, hanno facoltà di intervenire nel procedimento e hanno diritto di:

---

- sull'accesso agli atti amministrativi<sup>424</sup>.

L'art. 25 introduce, attraverso il comma 1, modificazioni al TUB, precisamente:

- all'art. 116, comma 2<sup>425</sup>, viene estesa alla Consob la funzione consultiva, fino a questo momento esercitata dalla sola Banca d'Italia, nei riguardi del Ministro dell'economia per la determinazione dei criteri relativi a commissioni, trasparenza dei rendimenti e ulteriori obblighi di pubblicità nel collocamento dei titoli di Stato;
- all'art. 117, comma 8<sup>426</sup>, viene rimessa alla Consob la determinazione del contenuto tipico dei contratti o titoli con una particolare denominazione;
- all'art. 127 il comma 3<sup>427</sup> è sostituito da uno nuovo, attraverso il quale viene attribuito alla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia o con l'Uic limitatamente agli intermediari iscritti nell'elenco da esso tenuto, il potere di proposta nei riguardi del Cicr relativamente alle deliberazioni previste dal titolo VI «Trasparenza delle condizioni contrattuali»;

- 
- a) prendere visione degli atti del procedimento;
  - b) presentare memorie scritte e documenti che l'amministrazione ha l'obbligo di valutare ove siano pertinenti all'oggetto del procedimento.

*Ibidem*, artt. 9 e 10.

<sup>424</sup> Infine, il principio di accesso agli atti amministrativi prevede che tutti i soggetti privati, compresi quelli portatori di interessi pubblici diffusi, che abbiano un interesse diretto, concreto e attuale, corrispondente ad una situazione giuridicamente tutelata hanno il diritto di prendere visione e di estrarre copia del contenuto di atti detenuti da una pubblica amministrazione e concernenti attività di pubblico interesse, indipendentemente dalla natura pubblicistica o privatistica della loro disciplina sostanziale. *Ibidem*, artt. 22 e seg.

<sup>425</sup> L'art. 116 «Pubblicità» del TUB riguarda, appunto, la pubblicità dei tassi d'interesse, dei prezzi, delle spese per le comunicazioni alla clientela e ogni altra condizione economica relativa alle operazioni e ai servizi offerti.

<sup>426</sup> L'art. 117 «Contratti» del TUB prevede, al comma 8, che la Banca d'Italia possa prescrivere che determinati contratti o titoli abbiano un contenuto tipico determinato.

<sup>427</sup> L'art. 127 del TUB contiene regole generali riguardo alla trasparenza delle condizioni

- 
- all'art. 128, infine, viene sostituito il comma 1 e attraverso la modifica sono trasferiti alla Consob, che può avvalersi della collaborazione della Banca d'Italia e dell'Uic, i poteri di vigilanza informativa e ispettiva previsti dal medesimo articolo, attualmente riservati alla Banca d'Italia<sup>428</sup>.

L'art. 26 dispone una serie di trasferimenti di funzioni ministeriali.

In particolare:

- attraverso il comma 1 sono trasferite alla Banca d'Italia le funzioni del Ministro e del Ministero dell'economia concernenti l'autorizzazione allo stabilimento in Italia della prima succursale di una banca extracomunitaria e la vigilanza sul Fondo interbancario di garanzia;
- il comma 2 trasferisce alla Banca d'Italia o all'Uic, secondo le rispet-

---

contrattuali.

<sup>428</sup> Il successivo comma 2 apporta delle modifiche al d.lgs. 17 marzo 1995, n. 174, di attuazione della direttiva 92/96/CEE in materia di assicurazione diretta sulla vita. Tra le altre, di particolare interesse:

- all'art. 72, comma 1, per quanto riguarda il settore delle assicurazioni, vengono estesi alla Consob i poteri di richiesta d'informazioni già attribuiti all'Isvap;
- all'art. 109, comma 4, viene direttamente trasferito alla Consob il potere di prescrivere alle imprese di fornire informazioni supplementari rispetto a quanto previsto in via generale, qualora ciò risulti necessario alla piena comprensione degli elementi essenziali del contratto da parte del contraente.

Al comma 3 è modificato il d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124, contenente la disciplina delle forme pensionistiche complementari. In particolare:

- all'art. 9-ter, comma 3, per quanto concerne le forme di previdenza complementare, si prevede che la previa comunicazione delle condizioni di polizza dei contratti assicurativi destinati a costituire forme pensionistiche individuali sia rivolta alla Consob, invece che alla Covip come attualmente previsto;
- all'art. 17 dopo il comma 2 è inserito il nuovo 2-bis. Compete sempre alla Consob, invece che alla Covip, di autorizzare preventivamente le convenzioni per la gestione delle risorse dei fondi.

Il comma 5, infine, dispone alcune modifiche alla legge 23 agosto 2004, n. 243. Con l'abrogazione del principio di delega dettato, per la riforma del sistema pensionistico, dall'art. 1, comma 2, lett. h), n. 2) della legge in questione, viene meno l'attribuzione alla Covip del compito di impartire disposizioni volte a garantire la trasparenza delle condizioni contrattuali fra tutte le forme pensionistiche, nonché di disciplinare e vigilare sulle modalità di offerta al pubblico di tali strumenti previdenziali.

---

tive competenze, le funzioni concernenti il provvedimento di applicazione delle sanzioni amministrative previste dal TUB, per cui si procede attualmente nella forma del decreto ministeriale;

- infine, i commi 3 e 4 trasferiscono a Isvap e Covip le funzioni ministeriali di irrogazione delle sanzioni amministrative attribuite rispettivamente al Ministro delle attività produttive e al Ministro del lavoro e delle politiche sociali.

Il comma 1 dell'art. 27 delega il Governo ad adottare, entro diciotto mesi dalla data di entrata in vigore della legge, un decreto legislativo per l'istituzione di procedure di conciliazione e di arbitrato e di un sistema di indennizzo in favore degli investitori e dei risparmiatori, senza nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica. L'articolo in esame individua alcuni principi e criteri direttivi ai quali il Governo deve attenersi. Tra questi:

- previsione di procedure di conciliazione e di arbitrato da svolgere in contraddittorio, secondo criteri di efficienza, rapidità ed economicità, dinanzi alla Consob per la decisione di controversie insorte fra i risparmiatori o gli investitori, esclusi gli investitori professionali, e le banche o gli altri intermediari finanziari circa l'adempimento degli obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali con la clientela;
- previsione dell'indennizzo in favore dei risparmiatori e degli investitori, esclusi gli investitori professionali, da parte delle banche o degli intermediari finanziari responsabili, nei casi in cui la Consob abbia accertato l'inadempimento degli obblighi indicati, ferma restando l'applicazione delle sanzioni previste per la violazione dei medesimi obblighi;

- 
- salvaguardia dell'esercizio del diritto di azione dinanzi agli organi della giurisdizione ordinaria, anche per il risarcimento del danno in misura maggiore rispetto all'indennizzo;
  - attribuzione alla Consob del potere di emanare disposizioni regolamentari per l'attuazione delle disposizioni di cui al presente comma.

E', inoltre, prevista una seconda delega al Governo al comma 2 riguardo l'adozione di uno o più decreti legislativi per l'istituzione di un fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori, senza nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica. Anche qui vengono individuati principi e criteri direttivi:

- destinazione del fondo all'indennizzo, nei limiti delle disponibilità del fondo medesimo, dei danni patrimoniali causati dalla violazione, accertata con sentenza definitiva, al soggetto danneggiato;
- previsione della surrogazione del fondo nei diritti dell'indennizzato, limitatamente all'ammontare dell'indennizzo erogato, e facoltà di rivalsa del fondo stesso nei riguardi della banca o dell'intermediario responsabile;
- legittimazione della Consob ad agire in giudizio, in rappresentanza del fondo, per la tutela dei diritti e l'esercizio della rivalsa;
- il fondo dovrà essere finanziato esclusivamente con il versamento della metà degli importi delle sanzioni irrogate per la violazione della disciplina sull'intermediazione finanziaria, nonché con la quota degli importi derivanti da depositi giacenti non rivendicati devoluti allo Stato;

- 
- attribuzione della gestione del fondo alla Consob;
  - individuazione dei soggetti che possono fruire dell'indennizzo da parte del fondo, escludendo comunque gli investitori professionali, e determinazione della sua misura massima;
  - attribuzione del potere di emanare disposizioni attuative alla Consob.

Infine, il comma 3 delega il Governo ad adottare un decreto legislativo per la redazione dello statuto dei risparmiatori e degli investitori, che individua l'insieme dei diritti loro riconosciuti e definisce i criteri idonei a garantire un'efficace diffusione dell'informazione finanziaria tra i risparmiatori, e per la redazione del codice di comportamento degli operatori finanziari. Questo è un aspetto che è stato fortemente richiamato nel documento conclusivo dell'indagine conoscitiva delle Commissioni riunite Finanze e Attività Produttive della Camera dei Deputati e Finanze e Industria del Senato<sup>429</sup>.

L'art. 28 reca disposizioni in materia di personale della Consob, prevedendo che, al fine di adeguarlo ai nuovi compiti derivanti dalla nuova disciplina in materia di abusi di mercato, esso possa essere aumentato con decreto del Ministro dell'economia.

L'art. 29 introduce nel TUB un nuovo articolo dopo il 128, l'art. 128-*bis*, in materia di risoluzione delle controversie, dove si prevede che banche e intermediari finanziari sono tenuti ad aderire a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con i consumatori, secondo procedure che devono comunque assicurare la rapidità, l'economicità della soluzione delle controversie e l'effettività della tutela. Resta, comunque, non pregiudicata per il

---

<sup>429</sup> Cfr. Sen. EUFEMI M., *op. cit.*

---

cliente la possibilità di ricorrere ad altri mezzi di tutela previsti dall'ordinamento.

#### **4.7.1 I PUNTI SALIENTI DELLA RIFORMA DEL RISPARMIO RELATIVI ALL'ASSETTO ISTITUZIONALE DELLA BANCA D'ITALIA**

Ufficialmente lo scopo di questa riforma, quello per cui era stata sollecitata da tutte le forze politiche in Parlamento, era di abolire il mandato a vita e di introdurre quello a termine per il Governatore dell'istituto di palazzo Koch, così da evitare per il futuro il ripetersi della grottesca situazione verificatasi in questi ultimi mesi, con un Governatore completamente screditato in Italia e all'estero ma inamovibile, se non per propria decisione autonoma. In realtà, la riforma di va ben al di là di questo e costituisce una vera e propria controriforma che rende l'istituto di vigilanza sul credito, che godeva fino ad oggi di una relativa indipendenza, un'emanazione diretta dell'esecutivo e della sua politica economica e finanziaria. Perno centrale di questa controriforma è, infatti, il meccanismo stesso di elezione del Governatore e della sua permanenza al vertice di Bankitalia. Fino ad ora, la nomina avveniva su proposta del Consiglio superiore della banca, un organo collegiale di amministrazione di centotrenta membri di cui almeno i due terzi dovevano partecipare alla votazione e l'elezione stessa del Governatore doveva avvenire con la maggioranza dei due terzi. Il Presidente del Consiglio accoglieva la proposta e la inoltrava poi al Capo dello Stato per il decreto di nomina.

Le nuove norme ribaltano completamente l'ordine gerarchico della procedura di nomina: la nomina del Governatore spetta ora al Presidente del Consiglio previa deliberazione del Consiglio dei ministri. La ratifica viene sempre effettuata per decreto del Capo dello Stato, ma su una nomina proposta dal Governo sentito il Consiglio superiore della Banca d'Italia. Quest'ultimo,



---

quindi, viene relegato a ruolo puramente consultivo e di nessun peso decisivo nella nomina del Governatore. Al Governo spetta anche il potere di revoca del Governatore, il cui mandato non è più a vita ma durerà sei anni (uno di più della durata della legislatura per non accavallare le scadenze), rinnovabile una sola volta per sei anni successivi. La rinnovabilità del mandato ha il chiaro intento di legare ancora di più all'esecutivo il Governatore, il quale avrà tutto l'interesse a compiacere il Governo per assicurarsi la prosecuzione della carica<sup>430</sup>.

Lo stesso termine è esteso agli altri membri del Direttorio, ma per il direttore generale e i due vicedirettori generali attualmente in carica, prevista una fase transitoria. L'obiettivo è quello di garantire la continuità organizzativa di via Nazionale, evitando la decadenza integrale e contemporanea di tutti i vertici dell'istituto.

Ma il testo introduce anche altre importanti novità. Prima fra tutte la collegialità. Infatti, la competenza ad adottare i provvedimenti aventi rilevanza esterna rientranti nella competenza del Governatore e quella relativa agli atti adottati su sua delega sono trasferite al Direttorio, salvo quelli relativi alle decisioni sulle attribuzioni del sistema europeo di banche centrali.

Le deliberazioni del Direttorio sono adottate a maggioranza e in caso di parità dei voti prevale quello del Governatore. Palazzo Koch, che opera nel rispetto del principio di trasparenza, riferisce, poi, del suo operato al Parlamento e al Governo con una relazione semestrale e deve emanare i suoi atti in forma sempre scritta e motivata".

Per quanto riguarda la concorrenza bancaria, le competenze in materia pas-

---

<sup>430</sup> Sito [www.pmji.it](http://www.pmji.it) - PMU, La "riforma" Berlusconi — Tremonti assoggetta Bankitalia al

---

sano, in sostanza, dalla Banca d'Italia all'Antitrust. Nel dettaglio, il provvedimento prevede il condominio delle due autorità per le autorizzazioni sulle acquisizioni e concentrazioni bancarie, lasciando però al palazzo Koch solo le valutazioni di sana e prudente gestione ed invece all'Antitrust le valutazioni sull'assetto concorrenziale del mercato. È stato questo uno dei nodi principali delle discussioni che hanno tenuto banco in sede di stesura del disegno di legge, preoccupando la possibile conseguente nascita di conflitti di attribuzione tra i due soggetti, che si andranno ad aggiungere a quelli con la CONSOB, che in quanto preposta al controllo sulla Borsa, ha anch'essa competenza sulle banche quotate. Quanto agli abusi di posizione dominante e per i cartelli, la vigilanza è tutta in capo alla Consob.

Un altro punto controverso della riforma e sul quale si è preferito prendere tempo è la questione relativa alla proprietà della Banca d'Italia. Resta infatti da chiarire il valore dell'istituto ed è stato per questo stabilito un periodo di moratoria di tre anni per il passaggio in mano pubblica della Banca centrale<sup>431</sup>.

Per ora, comunque, lo Stato non entra in gioco come azionista e la Banca d'Italia resta una società per azioni che appartiene ai gruppi bancari e gruppi

---

governo, 4 gennaio 2006.

<sup>431</sup> Al riguardo, il Presidente dell'ABi, associazione che tutela gli interessi delle banche italiane, ha obiettato che, dal punto di vista giuridico, il trasferimento della proprietà di Bankitalia allo Stato è riconducibile agli articoli 42 e,43 della Costituzione, quelli che regolano l'esproprio e, pertanto, l'applicazione di questi ultimi prevede un giusto indennizzo oltre che ci sia un interesse generale ed una legge che autorizza l'esproprio stesso. Secondo detto presidente, Maurizio Sella, infatti, l'esempio arriverebbe dal passato ed in particolare dalle varie nazionalizzazioni avvenute in Italia, quale quella della Legge bancaria del 1936 con la quale la proprietà della Banca d'Italia fu trasferita dalle banche private a quelle pubbliche. Quanto al giusto valore dell'istituto di via Nazionale si potrebbe arrivare attraverso due criteri: da una parte i dividendi attualizzati e dall'altra quello del patrimonio netto. Nel primo caso il valore della Banca d'Italia sarebbe pari a 14,5 miliardi di euro, nell'altro, invece, supererebbe i 23 miliardi di euro. In ogni caso, conclude Sella, le banche non ci tengono ad essere azionisti della Banca d'Italia, sia perché vi sono un milione di azionisti le cui partecipazioni sono basate sul valore equo di Bankitalia. Sito [www.mineconomia.it](http://www.mineconomia.it), Bankitalia, le banche parlano di esproprio, 22 settembre

---

assicurativi: una quota pari al 44 % è detenuta Intesa- San Paolo, il 17% da Capitalia , e l' 11% da Unicredit.

Queste disegnano un Consiglio superiore che, oltre ad avere competenza formale su alcune materie di amministrazione interna, è uno dei tre soggetti (con il Presidente del Consiglio e il Presidente della Repubblica) coinvolti nella nomina e revoca del Governatore dei membri del Direttorio.

Vi sono in questo disegno, due anomalie: la prima, più di forma che di sostanza, si rinviene nel possesso da parte dei controllati del capitale del controllante; la seconda è la competenza del Consiglio nella procedura di nomina e revoca, che in ogni altro ordinamento appartiene al potere politico.

L'articolo 19 risolve malamente il problema, trasferendo le partecipazioni allo Stato o ad altri enti pubblici e non occupandosi del Consiglio superiore. In tal modo si creano le condizioni per una più sostanziosa lesione dell'autonomia della Banca: il Consiglio superiore sarebbe designato dal Ministero dell'Economia, il quale, come partecipante, interverrebbe anche nella ripartizione degli utili.

Si apre, inoltre, uno spinoso problema di valutazione delle quote da trasferire dalle banche allo Stato. Quella disposizione dell'articolo 19 deve essere certamente soppressa, anche per evitare l'altrimenti certa censura della BCE. Le soluzioni alternative sono tre: la Banca d'Italia riacquista (o converte in obbligazioni) le quote delle banche, sostituendo il Consiglio superiore con un organo simile, ma di nomina esterna; le partecipazioni restano in mano delle banche, ma si elimina l'inutile architettura del Consiglio superiore oppure si lascia inalterata la proprietà dell'azionariato della Banca d'Italia.

---

Un ultimo punto da tenere in considerazione è l'adeguamento dello Statuto della Banca centrale alla riforma-, adeguamento che deve avvenire entro due mesi dalla, entrata in vigore della legge.

#### **4.7.2 Lo statuto della Banca d'Italia**

Proprio in adeguamento alla riforma sulla tutela del risparmio, entrata in vigore il 12 gennaio 2006. il Consiglio superiore di via Nazionale, ha completato il percorso di svolta dell'istituto con l'approvazione del nuovo Statuto. Questo, che recepisce la legge 262/2005, prevede, per le decisioni di rilevanza esterna, la stesura di un verbale e la motivazione in forma scritta degli atti deliberati, nonché una relazione semestrale al Parlamento e al Governo in ordine all'attività svolta dalla Banca d'Italia nelle "materie istituzionalmente affidate alla sua cura", come recita il comunicato emesso dall'istituto al termine del Consiglio. Il nuovo Statuto prevede, poi, l'introduzione del mandato a termine di tutti i membri del Direttorio e una norma transitoria che regola l'avvicendamento degli attuali componenti, fissando in dodici mesi la loro permanenza.

Al di là di una semplice dichiarazione d'intenti resta invece insoluto il nodo della titolarità delle quote del capitale dell'istituto, che verranno disciplinate per legge.

Dopo che il Consiglio ha dato il suo via libera, la palla è passata alla BCE, che ha espresso un giudizio generale positivo sul nuovo Statuto di Banca d'Italia, notando che "la maggior parte dei suggerimenti formulati in occasione delle precedenti consultazioni era stata accolta".

In una nota pubblicata sul sito Internet della BCE, l'istituto centrale europeo

---

accoglie con particolare favore l'introduzione del principio di collegialità e il riferimento allo Statuto del Sistema di banche centrali e della Banca centrale europea (SEBC) per quanto riguarda la nomina, il rinnovo e la revoca del Governatore.

L'Istituto di Francoforte, nel formulare il suo parere, suggerisce miglioramenti in tema di revoca dei membri del direttorio, di trasferimento delle quote del capitale d'Banca d'Italia, di accantonamento di profitti e riserve, di procedura di nomina del Consiglio superiore.

In merito alle disposizioni transitorie del nuovo Statuto di Bankitalia, che hanno stabilito si applichi retroattivamente ai membri del Direttorio in carica al 12 gennaio 2006 un mandato a termine di sei anni rinnovabile una sola volta, la BCE ha commentato positivamente tale soluzione osservando che si tratta di una "soluzione a carattere contingente" per dare vita a "un sistema istituzionale e organizzativo della Banca d'Italia completamente nuovo". Riguardo al Direttorio, poi, la BCE suggerisce che nell'articolo 17 dello Statuto venga inserito un riferimento esplicito sui motivi di revoca dei suoi membri, come già previsto per il Governatore.

Per quanto riguarda il trasferimento delle quote del capitale dell'istituto centrale italiano, per cui il nuovo Statuto prevede un ritorno in mano pubblica dopo una moratoria di tre anni, la BCE suggerisce di introdurre ulteriori garanzie "quali ad esempio il coinvolgimento del direttorio, quanto meno con funzioni consultive".

L'Eurotoret, inoltre, chiede che questo trasferimento avvenga "nel rispetto dei principi stabiliti in merito al finanziamento monetario e alle politiche fiscali" in modo da garantire l'indipendenza finanziaria della banca centrale.

---

Sempre su questo tema, l'istituto guidato da Jean-Claude Trickett, ribadisce che la banca centrale deve avere un ammontare di riserve ordinarie e, se necessario, straordinarie, che ne garantisca l'indipendenza finanziaria. Lo Statuto modificato prevede che il Consiglio superiore accantoni a riserva sino al 20% degli utili netti, mentre la restante somma è destinata allo Stato.

La BCE aggiunge poi, che "alcune disposizioni dello Statuto modificato, in relazione alle quali la stessa aveva già espresso in passato la necessità di maggiore chiarezza e trasparenza, possono trarre beneficio da una ulteriore semplificazione": si tratta delle "assemblee dei partecipanti, le modalità con le quali esse vengono tenute vista la suddivisione in sedi della banca, nonché la procedura per la nomina dei membri del Consiglio superiore".

Sul collegio sindacale, infine, la BCE vorrebbe garanzie sul fatto che l'attività dello stesso non interferisca con il controllo esercitato da revisori esterni indipendenti.

A questo punto l'iter prevede la delibera dell'Assemblea dei partecipanti, convocata in seduta straordinaria e, a seguire, un decreto presidenziale su proposta del Presidente del Consiglio di concerto con il ministro dell'Economia e delle Finanze, previa deliberazione del Consiglio dei ministri<sup>432</sup>.

#### **4.8 LA CONSOB ALL'INDOMANI DELLA LEGGE 262/2005**

La "rivoluzione copernicana" contenuta nella legge di tutela del risparmio e il modo per darle concreta attuazione, in mancanza di un adeguato periodo transitorio, si collocano in cima alle preoccupazioni di CONSOB.

---

<sup>432</sup> Sito [www.miaeconomia.it](http://www.miaeconomia.it), Bankitalia cambia volto, 31 luglio 2006.

---

Nel circolo virtuoso innescatosi nei mercati finanziari a seguito delle riforme, alla CONSOB sono state riconosciute nuove funzioni che si basano fondamentalmente sul potere di: regolamentazione, prevenzione, vigilanza, sanzionare.

Gli interventi della riforma hanno infatti notevolmente potenziato il ruolo della Consob quale Autorità. Per raggiungere tali obiettivi, strettamente collegati tra loro, si è intervenuti sulle seguenti aree:

1. la riduzione degli spazi di opacità che favoriscono condotte irregolari, attraverso l'aumento della quantità e qualità dell'informazione sul mercato;
2. la maggiore responsabilità degli operatori nei confronti di comportamenti che minano piena integrità del mercato;
3. il potenziamento della vigilanza, anche attraverso una migliore ripartizione delle funzioni tra le diverse autorità;
4. la dissuasività e l'efficacia dell'apparato sanzionatore<sup>433</sup>.

Nell'esercizio dei poteri affidatigli dalla riforma, CONSOB può avvalersi della collaborazione con il Corpo della Guardia di Finanza<sup>434</sup>, con la quale è

---

<sup>433</sup> In merito si veda il ruolo della CONSOB nel nuovo assetto legislativo: attività di vigilanza e attività di prevenzione, intervento del Presidente della CONSOB Lamberto Cardia, Milano, 29/03/2006.

<sup>434</sup> Nell'esercizio dei poteri di vigilanza informativa e ispettiva, le Autorità di cui all'articolo 20 possono avvalersi, in relazione alle specifiche finalità degli accertamenti, del Corpo della Guardia di Finanza, che agisce con i poteri ad esso attribuiti per l'accertamento dell'imposta sui valori aggiunti e delle imposte sui redditi, utilizzando strutture e personale esistenti in modo da non determinare oneri aggiuntivi. 2). Tutte le notizie, le informazioni e i dati acquisiti dal Corpo della Guardia di Finanza nell'assolvimento dei compiti previsti dal comma 1 sono coperti dal segreto d'ufficio e vengono senza indugio comunicati esclusivamente alle Autorità competenti.

---

prossima la sottoscrizione di una convenzione che disciplinerà compiutamente le reciproche forme appunto di tale collaborazione.

A tal riguardo la CONSOB ha già cominciato a muovere i primi passi per assolvere al meglio i compiti di tutela degli investitori assegnateli dalla riforma: CONSOB è chiamata a predisporre regolamenti in ben venti materie ed ad emanarli nell'arco di dodici mesi.

La CONSOB in particolare:

- dovrà stabilire criteri di retribuzione e adeguatezza professionale dei revisori;
- potrà vietare l'ingresso in Borsa di una società;
- dovrà stabilire le caratteristiche della finanza etica;
- dovrà entrare nel merito delle adesioni ai codici di autoregolamentazione per valutarne la veridicità<sup>435</sup>.

La legge di riforma ha rafforzato il ruolo di CONSOB anche a tutela diretta degli investitori, attribuendole compiti di definizione di procedure di conciliazione e di arbitrato per la decisione di controversie insorte tra risparmiatori ed intermediari e compiti di gestione del fondo di garanzia per l'indennizzo ai risparmiatori. CONSOB potrà anche agire in giudizio in rappresentanza del fondo per la tutela dei diritti e la rivalsa nei confronti dell'intermediario responsabile.

In materia di vigilanza sugli intermediari, CONSOB dovrà concentrare la propria azione di vigilanza sul settore del risparmio gestito, per la sua rilevanza nei portafogli degli investitori e per la sua funzione strategica negli equilibri economici generali. CONSOB intende a questo proposito rafforzare la tutela degli investitori ricorrendo ad interventi che aumentino la traspa-

---

<sup>435</sup> In merito si veda SABBATINI R., Riforme, la CONSOB cambia pelle, articolo del



---

renza soprattutto in occasione della sollecitazione all'investimento, e che abbiano il risultato di garantire un maggior livello di indipendenza degli organi di gestione.

In materia di vigilanza sui mercati, l'azione di CONSOB mirerà a rafforzare la capacità di raccolta e di analisi delle informazioni, che si presentano sempre più frammentate, sia per la diversificazione delle modalità e delle (forme di negoziazione sia per il moltiplicarsi delle fonti informative.

Le nuove disposizioni introdotte dalla legge 262/2005 consentono esplicitamente la quotazione delle società di gestione dei mercati, superando gli ostacoli finora incontrati nel trovare soluzioni organizzative e procedurali soddisfacenti. Con l'attribuzione diretta a CONSOB del potere di provvedere all'esclusione e alla sospensione delle negoziazioni e di vigilare sul rispetto delle disposizioni del Regolamento del mercato, molti problemi sono stati risolti. Vigeva in capo alle società di gestione l'obbligo di comunicare a CONSOB ogni decisione di ammissione, sospensione o esclusione dalle negoziazioni di strumenti finanziari. CONSOB può vietare l'esecuzione delle decisioni per ragioni legate alla trasparenza, all'ordinato svolgimento delle negoziazioni o alla tutela degli investitori e per fare ciò dispone di cinque giorni dalla data di comunicazione. La brevità di tale termine presuppone, evidentemente, un'efficace collaborazione con la società di gestione del mercato, la quale dovrà trasmettere tempestivamente a CONSOB le informazioni acquisite in sede istruttoria.

Nei confronti degli emittenti, CONSOB dispone di diversi strumenti di controllo per svolgere la sua attività di vigilanza che vanno dal potere di richiesta di informazioni, al potere ispettivo, al potere di impugnativa di bilancio.

---

I principali fattori di rischio che CONSOB prende in esame 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. Si richiede un'attività ordinaria di monitoraggio permanente di tali fattori di rischio attraverso una verifica della qualità dell'informazione finanziaria, basata sulla combinazione di metodi di valutazione dei rischi con approcci campionari o a rotazione.

CONSOB ha così avviato un progetto di analisi finanziaria (SAFIR – Sistema di Analisi Finanziaria e Rating) basato sull'applicazione di criteri di valutazione del rischio ad un insieme di indicatori di bilancio, finanziari e di risultato, classificandosi così fra le prime autorità di vigilanza europee ad allinearsi agli indirizzi forniti dal CESR nell'ottobre 2005.

Infine, l'attività di vigilanza sulle società di revisione sarà caratterizzata dalla verifica periodica almeno triennale dell'indipendenza e dell'idoneità tecnica della società e dei suoi partner disposta dalla riforma del risparmio.

CONSOB adotterà criteri di priorità nelle verifiche che tengano conto delle dimensioni e della struttura organizzativa, della qualità del portafoglio-clienti, delle fasi del processo di revisione che hanno già manifestato irregolarità tecniche. Relativamente alle principali aree di intervento sugli organi di controllo, CONSOB dovrà effettuare un monitoraggio puntuale finalizzato all'eventuale dichiarazione di decadenza dalla carica, in caso di mancanza dei requisiti di onorabilità e professionalità, di inerzia degli organi sociali o di superamento del limite massimo di incarichi stabilito da CONSOB.

Nella materia del governo societario, gli organi di controllo interno rappresentano il primo presidio nel sistema di vigilanza disegnato dalla riforma del risparmio, che vede l'attribuzione a CONSOB di competenze generali di vigilanza.

---

La metodologia da seguire prevede che per ciascuna materia si predisponga una bozza da sottoporre poi all'esame e alle osservazioni di tutti gli operatori di mercato.

C'è da chiedersi se l'*authority* sia in grado di assorbire e soprattutto se sia giusto che le sia attribuito un numero così elevato di competenze. Tra gli aspetti più discussi non vi sono i nuovi poteri affidati a CONSOB quanto, piuttosto, il ruolo di supplenza del mercato che questa viene chiamata a svolgere.

Per assolvere ai nuovi compiti la Commissione sta attuando una profonda riorganizzazione interna che vedrà affiancare alle tradizionali tre divisioni operative di CONSOB nuove poltrone.

Ad appena due anni dalla riforma del risparmio, a dispetto dei poteri che gli sono stati attribuiti, CONSOB vive con affanno il suo nuovo ruolo: importanti suoi funzionari l'hanno recentemente abbandonata, la magistratura con il suo protagonismo sembra relegarla ad un ruolo ancillare nella repressione dei reati finanziari.

Da oltre un anno infatti l'istituzione guidata da Lamberto Cardia passa da un'emergenza all'altra: prima gli adempimenti legati all'introduzione del *market abuse*, poi l'estate delle mancate Opa sulle banche, quindi l'avvento della crisi dei mutui sub-prime che ha sconvolto l'intero mondo finanziario.

Il riordino istituzionale è stato anticipato dal decreto legislativo del Governo che ha introdotto due nuove figure volute dall'attuale presidente della commissione: il ruolo di vicedirettore generale e quello di segretario generale. Vi sono in arrivo poi le figure di ispettorato unico sulla vigilanza e le nuove divisioni sulle relazioni internazionali e informatica oltre al nuovo ufficio studi istituito all'interno della divisione mercati per valutare gli effetti della

---

regolamentazione.

Ci si chiede a chi andranno queste nuove responsabilità. Le nuove poltrone si aggiungono a quelle rimaste vacanti<sup>436</sup>. Al deficit manageriale si associa anche una faticosa ricerca di nuovo personale: l'attuale pianta organica di 458 persone dovrà infatti salire a 615 unità.

Le nuove risorse di personale sono necessarie soprattutto per svolgere le istruttorie sanzionate che la legge ha affidato direttamente alla CONSOB.

Tra nuovo personale e nuove funzioni i costi di CONSOB stanno lievitando ed è sempre più il mercato a farsene carico<sup>437</sup>.

La vigilanza a seguito del venir meno della concentrazione in Borsa degli scambi e quindi di un unico ambito regolamentare in cui vigilare sulla correttezza, si estenderà ai contratti eseguiti su tutti i sistemi di negoziazione che trattano strumenti ammessi alle negoziazioni su un mercato regolamentato. Dovranno per questo essere costruiti protocolli, modalità e regole di comportamento per gli intermediari.

---

<sup>436</sup> Devono ancora essere reintegrati il capo della divisione intermediari ed i responsabili degli uffici delle relazioni internazionali, delle risorse umane, dell'ufficio informazione mercati, dei titoli non quotati e dell'ufficio organizzazione.

<sup>437</sup> Secondo il bilancio preventivo del 2006 le spese, al netto delle parate di giro, giungeranno a 101 milioni e ad esse si farà fronte con contributi pubblici per 13 milioni e contributi dei soggetti vigilati per ben 73 milioni. Alcuni proventi statino per esaurirsi come le quote dei promotori finanziari (10 milioni l'anno) il cui albo sarà "privatizzato". In merito si veda SABBATINI R., La CONSOB perde il passo del mercato, articolo del 21/09/2006 tratto dal quotidiano «Il Sole 24 Ore».

---

## 4.9 CONCLUSIONI

Da quanto si può capire prima della legge sulla tutela del risparmio, la regolamentazione del mercato finanziario italiano si basava su un modello ibrido dato che questo associava i compiti delle autorità in base alle finalità ad esse attribuite.<sup>438</sup>

Questa impostazione tra le autorità di controllo nasceva, con l'istituzione della Consob in origine organo statale che diventa nel 1985 ente pubblico, qualificandosi come tipica autorità amministrativa indipendente facendo parte di quella amministrazione diretta, centrale dello stato di cui non ha mai cessato di essere fattiva componente.<sup>439</sup>

La diarchia fra Banca d'Italia e Consob si evidenziava subito per gli evidenti ambiti di sovrapposizione tra il settore degli strumenti finanziari e l'ordinamento creditizio, creando una assai dubbia linea di demarcazione tra questo e quello: più specifico in materia di controllo sugli intermediari del mercato in quanto veniva affidato alla Consob il compito di vigilare sulla correttezza e trasparenza nel comportamento degli operatori, mentre alla banca d'Italia di vigilare sulla stabilità patrimoniale degli stessi. La forte partecipazione delle banche nel mercato finanziario è stata la ragione, ab origine, che ha suggerito di affidare alla Banca d'Italia, in una posizione di sostanziale parità con la Consob un ruolo di vigilanza e di controllo basato sulla finalità. Quindi prima dell'intervento del legislatore del 2005 la materia di regolamentazione dei mercati finanziari versava in una situazione in cui due autorità a causa del loro mancato coordinamento generava per alcune attività finanziarie un eccesso di controllo mentre per altre attività si rav-

---

<sup>438</sup> Esempio eclatante di questa impostazione risulta essere la vigilanza sostitutiva svolta dalla banca d'Italia riguardante la tutela della concorrenza del mercato bancario nell'ambito di operazione di acquisizione e fusione degli istituti di credito.

<sup>439</sup> Cfr. Bruno Cavallo, in *Mercato Finanziario e tutela del risparmio*, a cura di Francesco Galgano, Cedam, Padova, 2006.

---

visava una carenza di regolamentazione.

L'auspicato coordinamento, mancando nella realtà della prassi si trasforma nel tallone d'Achille dell'intero mercato finanziario. Invero la sovrapposizione delle competenze non si traduce nel tallone d'Achille dell'intero mercato finanziario. Infatti, la sovrapposizione delle competenze non si traduce in una loro puntuale applicazione operativa. Controllare, vigilare tutto due volte, da parte di due autorità indipendenti e distinte non comporta affatto la realizzazione di un mercato solido sotto il profilo economico e corretto nella sua trasparenza.: prova ne sia l'insorgenza, reiterata, di mastodontici scandali finanziari.

La legge 262/2005 e il successivo decreto legge di coordinamento alla legge del risparmio n. 303/2006 hanno previsto un riordino delle autorità di controllo, ridefinendo la distribuzione dei compiti di vigilanza e stabilità, competenza della banca d'Italia e la trasparenza e correttezza del mercato, le competenze della Consob attuando una ripartizione finalit .<sup>440</sup>

La definizione di un quadro di regole organico e adeguato alle crescenti esigenze di tutela degli investitori e l'attribuzione delle responsabilit  tra le diverse autorit  nazionali in modo coerente con le finalit  di ognuna rappresentano infatti gli elementi chiave di un sistema normativo in grado di sostenere lo sviluppo del mercato italiano, ancora sottodimensionato rispetto all'economia reale<sup>441</sup>.

---

<sup>440</sup> La vigilanza per finalit    stata introdotta nel nostro ordinamento per la prima volta dalla l. 1/1991: alla Consob era affidata la trasparenza delle Banche Sim ma limitatamente al campo mobiliare; la vigilanza su banche, assicurazioni e fondi pensione restava affidata ad autorit  specializzate di settore, le quali mantenevano anche compiti relativi alla protezione dell'investitore e della concorrenza; la Banca d'Italia manteneva compiti generali di autorizzazione dell'emissione di obbligazioni e vigilava sulla concorrenza nel sistema bancario.

<sup>441</sup> In merito si veda // ruolo della CONSOB nel nuovo assetto legislativo: attivit  di vigilanza e attivit  di prevenzione, intervento del Presidente della CONSOB Lamberto

---

Banca d'Italia, CONSOB e Antitrust hanno oggi accettato un modello di riferimento e ne chiedono la coerente realizzazione ma c'è da chiedersi se sia possibile vincere le resistenze all'ammodernamento. Perché la necessità di un riordino dei poteri delle diverse Autorità di controllo? L'emergenza nasce dall'obsolescenza del disegno delle responsabilità delle istituzioni di vigilanza (in particolare di Banca d'Italia e di CONSOB) caratterizzato da vuoti regolamentari, sovrapposizioni controproducenti, carenze nel coordinamento così come emerso nel 2004 dagli scandali societari. Occorre quindi emanare una legge che affermi in modo completo e definitivo l'adozione del modello per finalità, che attribuisca pari garanzie di indipendenza e uguali doveri di *accountability*, sancite a livello legislativo e messe coerentemente in atto nei rispettivi assetti di *governance*, per le sole tre Autorità previste e cioè Banca d'Italia per la stabilità, CONSOB per la trasparenza e la correttezza e il Garante per la concorrenza.

---

Cardia, Milano, 29/03/2006.

---

## **CAPITOLO 5**

### **LA RIPARTIZIONE DELLA VIGILANZA E LA PROSPETTIVA DI UN'AUTORITÀ UNICA**

#### **5.1 LA VIGILANZA NEL SETTORE DEI MERCATI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI**

##### **5.1.1 I soggetti istituzionali**

Specifica rilevanza assume il problema del rapporto di collaborazione con le altre istituzioni pubbliche operanti nei mercati degli strumenti finanziari prima, nel complessivo sistema finanziario poi.

Tre sono i soggetti istituzionali preposti alla vigilanza del settore dei mercati degli strumenti finanziari: accanto al Ministero dell'economia e delle finanze, infatti, operano due Autorità indipendenti, Banca d'Italia e CONSOB. Particolarmente importante risulta essere il problema del rapporto tra tali Amministrazioni, necessario per evitare sovrapposizioni, duplicazioni, oneri eccessivi alle imprese operanti sui mercati, scontri o fenomeni di "scaricabarile".

Il legislatore, al fine di regolare il coordinamento delle attività di vigilanza, appresta tre principali metodi: la definizione degli ambiti di competenza, la previsione di strumenti di consulenza e cooperazione, gli obblighi di collaborazione.

##### **5.1.2 La definizione degli ambiti di competenza**

Per quanto concerne l'"actio finum regundorum", va subito precisato che il



---

UF struttura le rispettive sfere interventistiche con una geometria variabile in funzione dei tre ambiti oggetto di vigilanza.

In materia di intermediari, la delimitazione dei poteri tra CONSOB e Banca d'Italia<sup>442</sup> segue oggi<sup>443</sup> il criterio teleologico<sup>444</sup>, anziché quello soggettivo<sup>445</sup>: ciò è previsto in apertura della parte seconda del TUF, laddove l'art. 5 stabilisce che "la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale", cui fanno da contraltare gli aspetti connessi alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti attribuiti, invece, alla CONSOB<sup>446</sup>. Se il quarto comma dell'art. 5 è chiarissimo

---

<sup>442</sup> In realtà i poteri esercitati dai due organismi sono sostanzialmente analoghi: regolamentari ed amministrativi. Essi differiscono, tuttavia, sul piano funzionale. Non va trascurata la circostanza per cui la Banca d'Italia ha storicamente rappresentato l'organismo maggiormente impegnato nella vigilanza in materia di intermediazione, non fosse altro per il ruolo rivestito – accanto all'Ufficio Italiano Cambi – in materia di intermediazione finanziaria non bancaria, prevista dagli art. 106 e 107 del TUB. Proprio la massiccia presenza di banche in tale campo e l'expertise acquisito dalla Banca d'Italia hanno contribuito al riconoscimento ad essa di un ruolo primario nella vigilanza in tale settore. L'Ufficio Italiano Cambi, anche nel settore dei mercati finanziari, assume i compiti di Financial Intelligence Unit nel gruppo EGMONT, competente in materia di riciclaggio: l'UIC è presieduto dal Governatore della Banca d'Italia.

<sup>443</sup> Tale distinzione riproduce parzialmente il sistema adottato per la prima volta dalla l. 1/1991, che, in materia di società d'intermediazione mobiliare, ripartiva le competenze tra CONSOB e Banca d'Italia sulla base della commistione tra il criterio funzionale e quello soggettivo. L'art. 9 comma 1 di tale legge infatti prevedeva che accertamenti, obblighi informativi e altri poteri concernenti trasparenza e correttezza delle banche potevano anche essere esercitati dalla Banca d'Italia su richiesta della CONSOB.

<sup>444</sup> Il criterio è solo tendenziale, perché residuano competenze di trasparenza alla Banca d'Italia, come il già menzionato art. 129 del TUB in materia di emissione di valori mobiliari e di offerte in Italia di valori mobiliari esteri. Competenze che generano conflitti d'interessi e che andrebbero soppresse per T. PADOA-SCHIOPPA, *E' l'ora delle authority gemelle*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 gennaio 2004.

<sup>445</sup> Ciò vuol dire che la CONSOB esercita i suoi poteri, finalizzati alla vigilanza su trasparenza e correttezza dei congegni, anche sugli intermediari di natura bancaria, mentre viceversa la Banca d'Italia opera i propri controlli anche nei confronti degli operatori finanziari. Tale distinzione per funzioni si evince non solo in materia di vigilanza regolamentare, informativa ed ispettiva, ma anche nell'esercizio del potere di proporre provvedimenti la cui assunzione spetta poi al Ministero (artt. 56, 57, 195 del TUB). M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, p. 415, evidenzia come un sistema verticale e soggettivo, basato su riserve di attività, sia incompatibile con la crescente integrazione tra settori. All'interno delle opzioni "orizzontali", poi, ad una distinzione per attività si è preferita una ripartizione tendenzialmente fondata sulle "finalità generali che devono essere perseguite nella vigilanza...", cioè sulla base dei market failures a cui l'intervento dell'autorità di controllo deve porre rimedio".

<sup>446</sup> Da notare come, allo scopo di evitare inutili e perniciose duplicazioni, il quarto comma dell'art. 23 del TUF esclude i servizi d'investimento dall'ambito di applicazione del capo

---

nel prescrivere che ciascuna Autorità “vigila sull’osservanza delle disposizioni regolanti le materie di competenza”, la definizione dei ruoli è poi complicata dall’interazione tra le diverse finalità sancita dal primo comma<sup>447</sup> ed è specificata dalle singole attribuzioni previste in materia di servizi d’investimento e gestione collettiva del risparmio<sup>448</sup>. Trasversalmente a questa demarcazione di poteri, che tuttavia è tale solo in senso tendenziale<sup>449</sup>, si stagliano in questo settore importantissime funzioni, anche regolamentari,

---

primo del titolo sesto del TUB, afferente alla trasparenza delle condizioni contrattuali in materia di operatori e servizi bancari e finanziari

<sup>447</sup> Dove si prevedono, come scopi della vigilanza sugli intermediari, appunto la trasparenza, la correttezza dei comportamenti, ma anche la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati: scopi che, a loro volta, vanno perseguiti “avendo riguardo” alla tutela degli investitori, alla competitività, al buon funzionamento del sistema finanziario e proprio alla stabilità. Secondo F. CAPRIGLIONE e G. MONTEDORO, *Società e borsa (CONSOB)*, cit, 1050, proprio tale disposizione rende evidente come il TUF abbia costituito un punto di svolta in materia di finalizzazione della vigilanza: “si passa da un sistema normativo preoccupato essenzialmente della stabilità degli intermediari finanziari ad un altro che pone a base dell’attività di vigilanza la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, antepoendo quest’ultima alla sana e prudente gestione”.

<sup>448</sup> Numerosissimi sono le attribuzioni specifiche previste per la Banca d’Italia dal TUF. Vanno ricordate, tra le più significative, quelle dell’art. 6 (regolamenti su adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio, organizzazione amministrativa e contabile, modalità di deposito e sub-deposito degli strumenti, norme prudenziali e prospetti contabili degli OICR), dell’art. 7 (convocare organi di gestione, organi di controllo, dirigenti; ordinare o procedere alla convocazione degli organi; ordinare la sospensione o la limitazione di quote o azioni di OICR), dell’art. 8 (richiesta di dati, notizie, atti e documenti), dell’art. 10 (ispezioni), dell’art. 12 (disposizioni sul gruppo o misure specifiche nei confronti della società al vertice del gruppo), dell’art. 19 (autorizzazione a banche e soggetti ex art. 107 del TUB all’esercizio dei servizi d’investimento), dell’art. 26 (regolamenti d’attuazione in materia di operatività transfrontaliera delle SIM). Un ruolo preminente è assunto da Banca d’Italia soprattutto in materia di gestione collettiva del risparmio: ciò è evidente, tra le altre disposizioni del TUF, all’art. 34 (autorizzazione all’esercizio, da parte delle SGR, della gestione collettiva del risparmio e del servizio di gestione individuale di portafogli), agli artt. 36 e 39 (regolamento sui criteri di redazione dei fondi comuni d’investimento), all’art. 38 (regolamento sulle condizioni per essere banca depositaria del fondo), all’art. 43 (autorizzazione delle SICAV), agli artt. 35 e 44 (tenuta di albi di SGR e SICAV).

<sup>449</sup> Ai sensi dell’art. 30 del TUF obbligazioni bancarie e altri prodotti finanziari emessi da banche ed assicurazioni sono sottratti alla disciplina sull’offerta fuori sede, come accade ex art. 100 del TUF in relazione agli obblighi in materia di sollecitazioni all’investimento e ex art. 118 in relazione agli obblighi d’informazione societaria. L. CARDIA, *I rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, cit, parla di incomprensibili “opacità su alcune parti del sistema finanziario” e di “non completa realizzazione della vigilanza per finalità”.

---

ascrisse al Ministero dell'economia<sup>450</sup>.

In materia di società going public, la CONSOB è quasi monopolista della vigilanza: non c'è necessità, allora, di suddividere funzionalmente i poteri attribuiti alle varie istituzioni, essendo conferite esclusivamente singole e residuali funzioni alla Banca d'Italia (vigilanza sulle emissioni e offerte di valori mobiliari per la stabilità del mercato interno e la sua difesa da turbative)<sup>451</sup> e al Ministero dell'economia<sup>452</sup>.

In materia di mercati, infine, è prevista una distribuzione di competenze<sup>453</sup> realizzata sulla base di puntuali attribuzioni alle due Autorità ed all'ex dicastero del Tesoro<sup>454</sup>. Il fatto che i poteri della Banca d'Italia siano concentrati

---

<sup>450</sup> Particolarmente rilevanti sono due ambiti di potere regolamentare attribuiti in materia al Ministero: quelli previste all'art. 18, quinto comma del TUF per il quale, sentite CONSOB e Banca d'Italia, da una parte può individuare "nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi d'investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti... possono esercitare i nuovi servizi" e, dall'altra, deve adottare norme d'attuazione e d'integrazione in materia di riserve di attività per l'esercizio dei servizi d'investimento. Per A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, cit, p. 2969, il potere di incidere sulla riserva di attività, "e pertanto... sulla libertà d'iniziativa economica, solleva qualche dubbio circa il rispetto della riserva di legge imposta dall'art. 41 cost". Inoltre il Ministero dell'economia, con forme diverse d'interazione con le due Autorità (sentite le stesse ovvero su loro proposta), stabilisce i requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali e quelli di onorabilità dei partecipanti di rilievo al capitale di SIM, SICAV e SGR (artt. 13 e 14 del TUF), disciplina l'esercizio del voto per corrispondenza nelle SICAV (art. 46), dispone del potere di scioglimento e di avvio dell'amministrazione straordinaria per SIM, SGR, SICAV (art. 56 del TUF), nonché di quello di revocare l'autorizzazione all'esercizio dell'intermediazione e di disporre la liquidazione coatta amministrativa (art. 57 del TUF). Infine, ed è delega di rilievo, determina i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni d'investimento (art. 37 del TUF).

<sup>451</sup> Si tratta dell'art. 129 del TUB, che tra l'altro crea difficili problemi interpretativi in virtù dell'utilizzo della nozione di "valore mobiliare", espressione ignorata dal TUF. In particolare, la Banca d'Italia stabilisce le caratteristiche dei valori mobiliari e l'importo massimo in virtù dei quali tali prodotti possono essere emessi o offerti in Italia liberamente.

<sup>452</sup> Il Ministero ha il compito, su proposta delle Autorità, di irrogare sanzioni verso i soggetti operanti sul mercato (art. 195 del TUF): tale potere, che le è attribuito quasi per la generalità del sistema dei mercati finanziari, vale anche nei confronti degli emittenti strumenti finanziari quotati ovvero, ai sensi dell'art. 116 del TUF, diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Basti considerare, titolo d'esempio, l'art. 194 dello stesso TUF in materia di deleghe di voto.

<sup>453</sup> Organismi deputati alla vigilanza sulla borsa erano anche, originariamente, Camere di commercio, comitati direttivi degli agenti di cambio, deputazioni di borsa.

<sup>454</sup> Il Ministero dell'economia, ai sensi del TUF, stabilisce i requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza degli esponenti aziendali nonché i requisiti di onorabilità dei partecipanti rilevanti alle società di gestione del mercato (art. 61) e alle società di gestione accentrata dei titoli (art. 80); inoltre disciplina, autorizza e regola i mercati

---

prevalentemente nei settori della liquidazione e della gestione accentrata dei titoli<sup>455</sup>, tuttavia, consente di desumere che il legislatore abbia suddiviso per finalità la vigilanza anche sui mercati, individuando nell'organismo di palazzo Koch l'Autorità deputata al controllo della stabilità e delle modalità di transazioni in danaro e nella CONSOB l'organismo di vigilanza su trasparenza e correttezza dei comportamenti.

### 5.1.3 Gli strumenti di consulenza e cooperazione

La seconda metodologia utilizzata dal legislatore per disciplinare i rapporti tra i diversi soggetti istituzionali operanti nel settore dei mercati di strumenti finanziari, invece, consiste nella previsione di specifiche modalità di consulenza e cooperazione.

Il coordinamento, in molti casi, è assicurato mediante l'attribuzione di poteri – regolamentari o amministrativi che siano – ad un organismo di vigilanza, con la previsione della necessità di “sentire” previamente l'uno o gli altri enti<sup>456</sup>: procedimento, questo, che contemporaneamente evita ultronee sovrapp-

---

all'ingrosso di titoli di Stato (art. 66), dispone lo scioglimento e revoca l'autorizzazione alle società di gestione del mercato (art. 75), scioglie e dichiara la liquidazione coatta amministrativa delle società di gestione accentrata dei titoli (art. 83) e disciplina la gestione accentrata dei titoli di Stato (art. 90).

<sup>455</sup> La Banca d'Italia è destinataria di una pluralità di competenze attribuitele dal TUF: assieme alla CONSOB disciplina i sistemi di garanzia, liquidazione e compensazione dei contratti concernenti strumenti finanziari non derivati (artt. 68 e 69) e quelli di compensazione e garanzia concernenti gli strumenti derivati (art. 70); è destinataria della comunicazione del Ministero circa la sua partecipazione alle negoziazioni sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato e può stabilirne il differimento proprio per ragioni di stabilità (art. 66); vigila da sola sui mercati all'ingrosso di titoli di Stato (art. 76) e sugli scambi organizzati di fondi interbancari (art. 79); assieme alla CONSOB nomina il commissario per la liquidazione delle insolvenze della società di gestione accentrata (art. 72) e vigila sulla stessa, nonché sulla sua regolamentazione (art. 82).

<sup>456</sup> Sulla rilevanza di queste previsioni, A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, cit, p. 2981. E così i regolamenti di cui all'art. 6 del TUF sono emanati dalla Banca d'Italia solo dopo aver sentito la CONSOB (si tratta di regolamenti dal contenuto vario, dall'adeguatezza patrimoniale ai controlli interni, dalle modalità di deposito ai criteri e i divieti dell'attività d'investimento degli OICR, dalle norme di contenimento del rischio ai criteri per valutare i beni in cui è investito il patrimonio) e dalla CONSOB solo in seguito alla consul-

---

posizioni e assicura l'interazione delle diverse sensibilità, prospettive e competenze di cui sono portatrici le Autorità. E' indubitabile, infatti, che l'obbligo di richiedere la consulenza di un altro soggetto istituzionale implica quanto meno la necessità di tener conto delle sue valutazioni e, di conseguenza, quella di motivare accuratamente un'eventuale decisione difforme. Un *quid pluris* rispetto al semplice obbligo di "sentire" altri organismi è previsto in singole fattispecie che prescrivono l'esercizio di un potere da parte di un'Autorità, "d'intesa" ovvero "di concerto" con l'altra, come accade sovente in materia di gestione accentrata<sup>457</sup>: anche a prescindere da istituzioni specifiche d'interazione, infine, CONSOB e Banca d'Italia sono in via generale obbligate ad operare "in modo coordinato" dall'ultimo comma dell'art. 5 del TUF, che correla tale necessità "anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati". Norma, quest'ultima, che, quantunque formalmente disposta solo in materia d'intermediazione, sicuramente permea tutti i settori oggetto di vigilanza.

---

tazione della Banca d'Italia (si tratta dei regolamenti che prevedono procedure, tenuta delle evidenze, contegni da osservare anche in relazione ai conflitti d'interesse, obblighi informativi e che devono essere parametrati alle diverse esigenze ed esperienze degli investitori). Anche i regolamenti della CONSOB previsti dal TUF all'art. 19 (disposizioni su autorizzazione e su decadenza delle SIM dopo il mancato avvio o l'interruzione dei servizi), all'art. 27 (disposizioni sul mutuo riconoscimento e sulle attività non ammesse allo stesso da parte di imprese comunitarie) vanno adottati sentendo la Banca d'Italia, così come quest'ultima Autorità deve tener conto della consultazione della CONSOB nei regolamenti previsti all'art. 11 (disposizioni per l'individuazione del gruppo) e all'art. 26 (disposizioni sul mutuo riconoscimento e sulle attività non ammesse allo stesso da parte di società italiane). Anche il Ministero dell'economia deve sentire le due Autorità nell'esercizio del potere regolamentare, ad esempio in materia di requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza o di individuazione di nuovi strumenti e servizi e di attuazione e integrazione delle riserve di attività. Non mancano, nel TUF, casi in cui tale forma di coordinamento si esplica nell'esercizio del potere amministrativo, soprattutto autorizzatorio: così, ad esempio, la CONSOB autorizza le SIM sentita la Banca d'Italia (art. 19) e la Banca d'Italia autorizza SGR (art. 34), SICAV (art. 43) e dal 2004 fusioni e scissioni della SICAV (art. 49) sentita la CONSOB.

<sup>457</sup> E' il caso, sempre per il TUF, dei regolamenti su capitale minimo e attività strumentali (art. 80) e di attuazione e disciplina dei servizi di gestione accentrata (art. 81), per quanto concerne l'esercizio dei poteri d'intesa; della vigilanza sulle società di gestione accentrata (art. 82), per quanto concerne l'esercizio congiunto del potere.

---

#### 5.1.4 L'obbligo di collaborazione

Terza metodologia per disciplinare il rapporto di coesistenza di una pluralità di istituzioni nella vigilanza sui servizi finanziari è quella concernente l'obbligo di collaborazione, l'inopponibilità del segreto d'ufficio e il coordinamento con le Autorità estere.

L'obbligo di collaborazione con la CONSOB, da adempiere anche mediante lo scambio d'informazioni, coinvolge la Banca d'Italia già in qualità di Authority preposta alla vigilanza nel settore creditizio, e quindi nel sistema finanziario complessivo, ai sensi dell'art. 4 comma 1 del TUF e 7 comma 5 del TUB: tale obbligo si carica di nuovi significati, tuttavia, allorché si consideri la stessa Banca d'Italia quale organo deputato alla verifica della stabilità nel settore specifico dei servizi finanziari. E' lo stesso art. 4 del TUF, infatti, a prevedere che i due organismi collaborino tra loro, con gli organi comunitari, con le Autorità degli altri Stati europei, con istituzioni extracomunitarie (art. 4 commi 2 e 3) e che possono esercitare i loro poteri "anche ai fini della cooperazione con altre autorità e su richiesta delle medesime" (art. 4 comma 7): tutte previsioni, queste, attuative dell'art. 23 della direttiva 93/22 e che confermano come, in un sistema globalizzato, il problema del coordinamento e dell'unificazione delle Autorità non possa prescindere da una dimensione verticale europea. Se a questo si aggiungono l'obbligo di reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate in materia di intermediazione dalle Autorità (ultimo comma dell'art. 5 del TUF), l'inopponibilità del segreto d'ufficio tra loro (art. 4 comma 1) e della CONSOB nei confronti del Ministero dell'economia (art. 4 comma 10), ci si rende conto dell'importanza di questo terzo pilastro della cooperazione. Pilastro che, tuttavia, andrebbe ulteriormente potenziato: la CONSOB negli ultimi mesi ha sovente sollecitato un intervento legislativo volto a co-

---

stituire banche dati coordinate tra le Autorità<sup>458</sup> ed a formalizzare l'accesso della Commissione ed al flusso informativo sulle emissioni obbligazionarie<sup>459</sup>.

### **5.1.5 Demarcazione dei confini e obblighi di cooperazione tra le Autorità dei diversi settori del sistema finanziario**

Il settore del mercato degli strumenti finanziari, tuttavia, rappresenta solo una porzione del più articolato sistema finanziario.

Sistema che, come si è sostenuto nel precedente capitolo, è composto da almeno tre o quattro gambe, a seconda se si consideri come settore autonomo quello dell'intermediazione non bancaria disciplinato dall'art. 106 del TUB. Anche qui sono due gli strumenti utilizzati dal legislatore per coordinare l'operato delle diverse Autorità o semi-Autorità operanti nei diversi ambiti.

Il primo strumento consiste nella demarcazione dei confini dei vari settori: demarcazione che si fonda tendenzialmente sulla distinzione per attività. E così la Banca d'Italia, assieme al Ministro dell'economia e al CICR<sup>460</sup>, è l'Autorità competente nel settore bancario, disciplinato principalmente dal d. lgs. 385/1993 e consistente - ai sensi dell'art. 10 del TUB - nella raccolta del risparmio per l'esercizio del credito: a differenza dell'intermediazione finanziaria, depositanti e finanziati non vengono in contatto, il cliente ha diritto alla restituzione delle somme consegnate alla banca e la vigilanza è fi-

---

<sup>458</sup> In questo caso sarebbe possibile superare specifici problemi che possono insorgere rispetto a singole richieste di collaborazione.

<sup>459</sup> L. CARDIA, *I rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*. Nel corso dell'audizione del 20 gennaio 2004, il presidente CARDIA ha confermato la richiesta di un "ampliamento e un rafforzamento delle forme di collaborazione e di coordinamento".

<sup>460</sup> Al CICR (Comitato Interministeriale del Credito e del Risparmio) è devoluta la funzione di alta vigilanza e, come si è detto, la competenza circa i ricorsi concernenti le delibere della Banca d'Italia. Nella sostanza, il CICR non svolge un ruolo di indirizzo incompatibile con l'indipendenza della Banca d'Italia.

---

nalizzata a stabilità e competitività<sup>461</sup>. Viceversa è l'ISVAP, in combinato con il Ministero delle attività produttive e con il CIPE, l'Autorità che esercita la vigilanza – volta a stabilità e trasparenza – in materia di assicurazioni: controllo su gestione tecnica, finanziaria e patrimoniale, esame e verifica dei bilanci delle imprese, controllo circa l'osservanza di leggi e regolamenti anche da parte degli intermediari sono le principali attribuzioni in un settore in cui in base ai principi attuariali esiste una relazione diretta tra entità dei premi e individuazione del rischio. E' ancora la Banca d'Italia - assieme al Ministero dell'economia e soprattutto all'Ufficio Italiano Cambi, il quale ha poteri acquisitivi ed ispettivi sulla complessità degli intermediari - a vigilare sugli operatori maggiormente rilevanti che compiono intermediazione finanziaria non bancaria: si tratta, ai sensi dell'art. 106 del TUB, dell'“esercizio nei confronti del pubblico delle attività di assunzione di partecipazioni di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di prestazione di servizi di pagamento e di intermediazione in cambi”<sup>462</sup>. A questa quadripartizione può aggiungersi, poi, la specificità del fenomeno dei fondi pensione, su cui la COVIP<sup>463</sup> – assieme al Ministero del lavoro e della pre-

---

<sup>461</sup> Precisamente l'art. 5 del TUB individua, come finalità della vigilanza nel settore bancario, la sana e prudente gestione, la stabilità, l'efficienza e la competitività del sistema finanziario, l'osservanza delle disposizioni in materia creditizia.

<sup>462</sup> L'oggetto è particolarmente ampio, se si considera, a titolo d'esempio, che la concessione di finanziamenti comprende leasing, factoring, crediti al consumo e se si osserva l'elenco previsto nel d.m. 6 luglio 1994, come modificato dal d.m. 28 giugno 1996. E' infatti proprio tale decreto, emanato dall'allora Ministro del Tesoro sentite UIC e Banca d'Italia, a specificare le attività previste dall'art. 106 del TUB e le condizioni affinché sussista l'esercizio nei confronti del pubblico. L'albo di tali intermediari è tenuto dall'UIC, ma va considerato che un albo speciale – cui partecipano gli intermediari maggiormente rilevanti quanto a criteri oggettivi, dimensione, rapporto tra indebitamento e patrimonio, elementi questi individuati dal Ministero dell'economia sentite Banca d'Italia e CONSOB – è tenuto, ai sensi dell'art. 107 del TUB, dalla Banca d'Italia. Così come è bipartita la competenza per la tenuta degli albi, così risulta essere suddivisa la vigilanza: è l'UIC, ai sensi del sesto comma dell'art. 106, a poter chiedere dati, notizie, atti e documenti e a poter effettuare verifiche presso le sedi dei soggetti ex art. 106, ma è la Banca d'Italia ad avere compiti regolamentari, ordinatori, acquisitivi, ispettivi verso gli intermediari di cui all'art. 107.

<sup>463</sup> La COVIP è istituita in materia di previdenza complementare con il d. lgs. 124/1993 e, in virtù delle modificazioni a quest'ultimo apportato, gode oggi di molti requisiti comuni alle Autorità indipendenti, sebbene non possa ancora iscriversi in tale novero. La COVIP, infatti, è persona giuridica di diritto pubblico dopo che la l. 335/1995 (cd. leg-



---

videnza sociale e a quello dell'economia – esercita la vigilanza in materia di previdenza per l'erogazione di trattamenti pensionistici complementari del sistema obbligatorio pubblico, al fine di garantire stabilità e corretta gestione dei fondi e, con essi, sviluppo e solidità del sistema integrativo<sup>464</sup>.

La molteplicità dei soggetti deputati alla vigilanza è ascrivibile alla diversità degli interessi coinvolti, delle metodologie produttive, delle imprese operanti sui rispettivi mercati: tuttavia si assiste ad una crescente interdipendenza tra tali settori, favorita dalla globalizzazione, che rende necessaria la predisposizione di strumenti ulteriori rispetto alla delimitazione dei confini per evitare spiacevoli duplicazioni o lacune di controlli. E così sono previsti obblighi di cooperazione<sup>465</sup> e inopponibilità del segreto d'ufficio tra Autorità

---

ge Dini) l'ha sottratta dall'organizzazione della Presidenza del Consiglio dei Ministri. Inoltre, la COVIP è oggi organo sia di vigilanza e sia di regolazione nel settore dei fondi pensione, atteso che la l. 335/1995 e il d.lgs. 47/2000 le hanno attribuito il potere di emanare schemi-tipo di contratti tra fondi e gestori e criteri omogenei per determinare valore del patrimonio e redditività del fondo. Inoltre, opera in un comparto che è parte integrante dei mercati finanziari e che potrebbe essere interessato da rilevanti processi di privatizzazione. Privatizzazione che sarebbe ancora più interessante di quella avvenuta nelle public utilities, perché determinerebbe la trasformazione di un settore da servizio sociale a servizio collocato nel mercato e dunque di una politica volta alla redistribuzione ad una politica funzionale all'efficienza. E tuttavia, il mancato completamento di tale processo, la vigilanza del Ministero del lavoro, l'assoggettamento alle direttive realizzate di concerto dal Ministro del lavoro e da quello di economia e finanze e la verifica di legittimità sulle singole disposizioni dei regolamenti interni non le concedono ancora il passepartout per l'ingresso tra le Authorities.

<sup>464</sup> Ancora, da un punto di vista strutturale, potrebbe ancora aggiungersi un settore della finanza industriale, oggi trasversale a quello del mercato degli strumenti, bancario e dell'intermediazione non bancaria, ma che potrebbe in futuro acquisire dignità autonoma. Così A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, cit, p. 2950.

<sup>465</sup> In quest'ottica si iscrivono anche le regole specifiche in materia di concorrenza, obiettivo che assume connotati particolari nel sistema finanziario. E se, come si vedrà, sembra eccessiva l'assegnazione della competenza in materia antitrust nel settore creditizio alla Banca d'Italia, va comunque rimarcato che la Banca Centrale deve tener conto del parere dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato (art. 20 l. 287/1990): nel settore assicurativo, più opportunamente, è competente l'Autorità antitrust, ma è prescritta la consultazione obbligatoria e non vincolante dell'ISVAP. Viceversa, nel settore dei mercati finanziari è l'Autorità antitrust a presiedere la concorrenza: se poi si aderisce all'interpretazione soggettiva dell'attribuzione a Banca d'Italia, come sostengono F. CHIAPPETTA e R. D'AMBROSIO, *Opa e disciplina del procedimento*, in *Riv. Soc.*, 2001, p. 463, allora quando è coinvolta una banca la competenza è delle stessa Banca d'Italia. In entrambi i casi, non va assunto il parere della CONSOB. Gli artt. 16 e 17 della l. 287/1990, tuttavia, stabiliscono che quando un'OPA costituisce anche una potenziale concentrazione rilevante, essa va comunicata sia alla CONSOB e sia all'Autorità antitrust, la quale deve informare la Commissione sulle Società e la Borsa dell'avvio

---

ed enti che vigilano nel complessivo sistema finanziario: l'art. 4 comma 1 del TUF, ma allo stesso modo altre disposizioni, prevedono allora che Banca d'Italia, CONSOB, COVIP e UIC “collaborano tra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare le rispettive funzioni”<sup>466</sup> e che “non possono reciprocamente opporsi il segreto d'ufficio”<sup>467</sup>. Anche in quest'ambito, la CONSOB ha chiesto un rafforzamento degli strumenti di cooperazione<sup>468</sup>, con la formalizzazione del suo diritto d'accesso alla Centrale dei Rischi<sup>469</sup>.

---

dell'istruttoria: si aprono due procedimenti paralleli, e tuttavia la sospensione stabilita dall'Autorità della concorrenza non osta alla realizzazione dell'OPA, purché l'acquirente non eserciti poi i relativi diritti di voto.

<sup>466</sup> V. COLANTUONI e T. KRASNA, in *Commentario al D. Lgs. 24/2/1998 n. 58*, a cura di C. RABITTI BEDOGNI, Milano, 1997, p. 43 evidenziano come “nel trasporre il principio di collaborazione...il legislatore ha scelto di non definire il contenuto. Nulla o quasi, infatti, è detto a proposito del contenuto dell'obbligo di collaborazione e della modalità attraverso le quali può estrinsecarsi”: l'assenza di tipizzazione serve a “replicare alla rapida evoluzione dei rapporti economici”, ma anche a responsabilizzare le Authorities, “rimettendo...alla scelta discrezionale di ciascuna di esse il relativo modus operandi”.

<sup>467</sup> Va rimarcato invece come lo stesso art. 4 del TUF, all'ultimo comma, preveda che anche le altre pubbliche amministrazioni sono obbligate alla collaborazione e alla trasmissione di dati, notizie e documenti, ma che nei loro confronti è opponibile il segreto d'ufficio da parte delle Autorità. Fa eccezione a questa regola, come precedentemente illustrato, l'impossibilità da parte della CONSOB di giustificare con il segreto d'ufficio la mancata comunicazione di notizie al Ministero dell'economia e delle finanze.

<sup>468</sup> Rafforzamento della collaborazione ed assenza di sovrapposizioni sono esigenze richiamate dal progetto di revisione dei principi di corporate governance dell'OCSE del 1999, formalizzato il 12 gennaio 2004. Si tratta di principi non vincolanti, fatti propri anche dal Financial Stability Forum, che saranno modificati nel meeting annuale del maggio 2004. Così *OECD invites comment on draft revision of its corporate governance principles*, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

<sup>469</sup> La Centrale dei Rischi è un servizio accentrato sui rischi bancari, tenuto dalla Banca d'Italia ed istituito dal CICR con delibera del 16 maggio 1962. Tale servizio raccoglie due tipi di informazioni provenienti dagli istituti di credito in relazione alle posizioni debitorie dei propri clienti: concerne, infatti, tutti i rapporti di chi è in una posizione di “sofferenza”, ma anche i rischi diretti (fidi) e indiretti (garanzie) di clienti i quali, pur non essendo in posizione di sofferenza, superano determinate soglie, distinte per tipi di operazioni e per diversità di rischio. La richiesta della CONSOB è fondata alla luce della mutata funzione della Centrale: mentre originariamente costituiva solo uno strumento di controllo da parte dell'Autorità bancaria, a partire dalla delibera del CICR 29 marzo 1994 si è eliminato il segreto bancario nei confronti delle banche e degli intermediari ex art. 107 del TUB, in modo da consentire loro di conoscere stato patrimoniale ed economico dei clienti. L.CARDIA, *“Parmalat l'abbiamo scoperta noi”*, cit, invoca una legge o una convenzione interna che consenta l'accesso della CONSOB alla Centrale dei Rischi. Accordo che potrebbe essere siglato prima del marzo 2005, data fissata per l'entrata in vigore di un'intesa, progettata in un memorandum del febbraio 2003, volta a consentire

---

## 5.2 L'AUTORITÀ UNICA PER LA TUTELA DEL RISPARMIO

### 5.2.1 Il dibattito sulla *reductio ad unitatem*

Quello degli attriti è, in realtà, un problema sopravvalutato nella sua portata<sup>470</sup>, essendo stati enfatizzati episodi di reciproca diffidenza pur presenti nella fase di rodaggio degli organismi: più che altro, alla luce della crescente interazione tra i diversi settori, si inizia a discutere a livello di economicità ed efficacia del controllo se sia opportuno conservare l'attuale compartimentazione ovvero se sarebbe più utile istituire un'unica Autorità di vigilanza sull'intero sistema finanziario.

Il dibattito circa la *reductio ad unitatem* degli organismi vive proprio in questa fase storica un intenso fermento: pressoché tutta la dottrina conviene circa la necessità di agganciare il giudizio sull'opportunità dell'unificazione non già ad un modello astratto e ideale, bensì ad una valutazione empirica e pragmatica dell'economia e del grado d'integrazione dei mercati come sono *hic et nunc*<sup>471</sup>. E tuttavia la medesima dottrina differisce proprio in tale valutazione, ritenendo alcuni esponenti che – in virtù del modello della banca universale, della presenza di operatori polifunzionali, delle interazioni tra credito e intermediazione non bancaria, del fenomeno della “bancassicurazione”, dello sviluppo dei prodotti *unit linked* e *index linked* - il sistema ri-

---

lo scambio di informazioni rilevanti tra le Centrali dei Rischi di Italia, Austria, Belgio, Francia, Germania, Portogallo e Spagna.

<sup>470</sup> F. GIAVAZZI, *Catturati dal codice Preda*, cit, riferisce di uno studio – *Governance and bank valuation*, di G. CAPRIO, L. LAEVEN, R. LEVINE – secondo cui assetto della vigilanza, riparto di competenze tra le Autorità e finanche loro indipendenza “sono pressoché irrilevanti”.

<sup>471</sup> Così, ad esempio, F. MERUSI, in *Ex pluribus unum? I termini del problema sull'unificazione dei regolatori finanziari*, p. 423 e G. MANGHETTI, *Quali soluzioni istituzionali nell'Unione Europea?*, p. 435, entrambi in *Banca Impresa Società*, num. 3/2001. Come ricorda M. LAMANDINI, *Due principi per la riforma della vigilanza finanziaria*, *Il Sole 24 Ore*, 8 giugno 2002, anche il Governatore della Banca d'Inghilterra ha sostenuto che “nessuna struttura può essere scolpita nella pietra”.

---

sulta essere sufficientemente integrato<sup>472</sup>, cui si contrappongono altri studiosi che invece evidenziano la persistenza di determinanti specificità.

Non sono indifferenti alla controversia circa la semplificazione dell'attuale policentrismo soggettivo, inoltre, valutazioni afferenti all'impatto che una simile scelta avrebbe sull'assetto istituzionale e costituzionale dell'ordinamento: non va trascurato, infatti, che la creazione di un super-organismo di vigilanza dell'intero sistema finanziario potrebbe sconvolgere il sistema di diffusione dei poteri e, dunque, riproporre quel problema di accountability che oggi è attenuato anche dalla "balcanizzazione" delle Autorità regolative<sup>473</sup>.

### 5.2.2 Le argomentazioni a sfavore

Anche a prescindere dai bilanciamenti d'ingegneria istituzionale, tuttavia, sono davvero tanti gli argomenti addotti dai sostenitori della conservazione dello status quo. Il principale consiste nel ritenere il processo d'integrazione intersettoriale ancora in una fase primordiale, caratterizzata da meri sintomi, di fronte ai quali la creazione di una "large and complex financial institu-

---

<sup>472</sup> Su questa linea di tendenza sembra orientarsi A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, p. 2946.

<sup>473</sup> Così P. CIOCCA, *Vigilanza: una o più istituzioni?*, p. 432 e F. VELLA, *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, pp. 351 e ss, entrambi su *Banca Imp. Soc.*, num. 3/2001. Il primo afferma la necessità di "evitare il coagulo del potere amministrativo, in una materia delicatissima". Lo stesso CIOCCA ritiene, paradossalmente, che "una mega-authority coinvolgerebbe un potere così ampio che difficilmente la politica rinuncerebbe ad una qualche forma di controllo su di essa, di eterodirezione". Il policentrismo della vigilanza, invece, "limita sia l'abuso di quel potere sia la politicizzazione, di diritto o di fatto, della vigilanza. E' l'antico, basilare, insegnamento di Montesquieu". In realtà anche in un'ottica di diffusione o bilanciamento di poteri – oltre che in quella della tradizionale tripartizione degli stessi – la creazione di un unico super-regulator porrebbe evidenti problemi di respousiveness e di legittimazione democratica: la creazione di un unico organismo, infatti, rafforzerebbe eccessivamente l'Autorità di vigilanza nei confronti delle altre istituzioni ordinamentali, condizionandone così i controlli. VELLA ricorda, infatti, che "una allocazione di competenze tra più Autorità è...considerata un buon antidoto contro la diffusissima sindrome del leviata-

---

tion” si rivelerebbe come il classico carro anteposto ai buoi: la sussistenza di spiccate differenze tra settore bancario e finanziario<sup>474</sup>, nonché le peculiarità ancora sussistenti in quello assicurativo<sup>475</sup> ne sarebbero la corroborazione. A ciò i fautori del pluralismo soggettivo aggiungono perplessità circa l’introduzione di una “pletorica organizzazione burocratica”, circa il rischio di conflittualità tra missioni dissimili affidate ad un unico organismo<sup>476</sup>, circa la difficoltà di stimare il rendimento dello stesso incrementando la sua discrezionalità<sup>477</sup>, circa il pericolo di dilapidare esperienze sedimentatesi negli anni<sup>478</sup>. Si affiancano, inoltre, considerazioni concernenti la maggiore efficacia di una vigilanza “spezzettata”<sup>479</sup>, l’opportunità di introdurre concorrenza anche tra i “controllori” e non solo tra i “controllati”<sup>480</sup>, la disorganici-

---

no: e cioè il timore della creazione di grandi apparati visti come centri di interessi auto-referenziali”.

<sup>474</sup> Così P. CIOCCA, *Vigilanza: una o più istituzioni?*, p. 431, il quale sostiene che, “pur di fronte alla mobilità dei confini all’interno della finanza”, “il rischio bancario, ad esempio, resta diverso dal rischio assicurativo, da quello dei fondi pensione”. Concorde T. PADOA-SCHIOPPA, *E’ l’ora delle authority gemelle*, cit, secondo cui “le banche sono operatori speciali: il 90%...della massa monetaria è costituita da depositi” ed esse operano nel sistema dei pagamenti.

<sup>475</sup> G. MANGHETTI, *Quali soluzioni istituzionali nell’Unione Europea?*, cit, p. 435, a proposito dei modelli assicurativi maggiormente caratterizzati da elementi di finanziarietà, nota come tuttavia “un prodotto offerto nell’ambito dei diversi rami del comparto vita non cessa di essere assicurativo in quanto strumento di copertura connesso al ciclo vita. L’assicurato è certamente un investitore, ma soprattutto è o sarà fruitore di una prestazione il cui rischio erogativo è preso in carico dalla compagnia. La ripartizione del rischio è nel tempo, non tra persone”. Lo stesso Autore, inoltre, ricorda la differenza della vigilanza assicurativa, incentrata maggiormente su criteri prudenziali fondati sul mantenimento degli impegni di prestazione da parte dell’impresa con la creazione delle riserve e, ancora, che in Italia “i conglomerati finanziari sono pressoché inesistenti”. Dello stesso avviso F. CERCIAI, presidente dell’ANIA, secondo cui l’ISVAP funziona bene: unica correzione potrebbe essere quella di attribuire alla CONSOB la potestà normativa su polizze unit linked e index linked.

<sup>476</sup> V. VISCO, *Anche la stabilità tutela il risparmio*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 gennaio 2004, secondo cui si correrebbe il rischio di subordinare la correttezza alla stabilità.

<sup>477</sup> Così F. VELLA, *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, cit, p. 372, che evidenzia come “una missione troppo ampia potrebbe contribuire a sottrarre il controllore ad una più attenta verifica della performance e dell’efficienza del suo operato”.

<sup>478</sup> In particolare, di ostacolo è l’attribuzione dei compiti di vigilanza sulla stabilità alla Banca Centrale, istituzione notoriamente rilevante.

<sup>479</sup> Così F. BELLI, *Note a margine della vigilanza*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1998, p. 318, il quale sostiene che “quattro occhi vedono più di due”.

<sup>480</sup> P. CIOCCA, *Vigilanza: una o più istituzioni?*, cit, p. 430, il quale, commentando il sistema statunitense fondato sul pluralismo dei soggetti di vigilanza, riscontra come in America

---

tà del quadro europeo<sup>481</sup>, la specificità di quei Paesi che hanno adottato un unico lead regulator<sup>482</sup>, il gap culturale che contraddistingue i mercati italiani<sup>483</sup>, il “nanismo assicurativo” e della previdenza complementare tipico del Belpaese<sup>484</sup> e l’implementazione del rischio di cattura<sup>485</sup>. Infine, si riscontrano: la conformità al principio di sussidiarietà della maggiore vicinanza alle imprese oggetto di vigilanza; il diverso grado di discrezionalità tecnica implicato dalle differenti finalità cui è preordinato il controllo<sup>486</sup>; la stretta interdipendenza tra funzione monetaria e vigilanza sulla stabilità<sup>487</sup>;

---

“le sovrapposizioni sono accettate, volute, per la dialettica, per la concorrenza, che assicurano fra le diverse istituzioni, evitando ogni monopolio”.

<sup>481</sup> G. MANGHETTI, *Quali soluzioni istituzionali nell’Unione Europea?*, cit, p. 435.

<sup>482</sup> P. CIOCCA, *Vigilanza: una o più istituzioni?*, cit, p. 430, che evidenzia i contesti particolari nei quali si è giunti all’unificazione dell’Autorità di vigilanza nel Regno Unito ed in Giappone. In entrambi i Paesi, infatti, l’istituzione del super-regulator è seguita ad una profonda crisi bancaria e ha sfruttato l’assenza di un’importante banca centrale.

<sup>483</sup> G. CAMMARANO, *Esigenze economiche e modelli organizzativi di vigilanza*, in *Ban. Imp. Soc.*, 2001, p. 413, il quale afferma che in Italia la cultura del mercato è ancora fondata sulla detenzione della proprietà e del controllo e non, come invece nei sistemi anglosassoni, sulla creazione del valore aggiunto. Solo quando “si sarà formato un consenso generale, una cultura comune” sarà possibile la “costituzione di un unico soggetto di vigilanza finanziaria per tutti gli intermediari che la svolgono; eventualmente passando per una fase intermedia che veda la vigilanza ripartita tra due soli organi”.

<sup>484</sup> Così G. MANGHETTI, *Quali soluzioni istituzionali nell’Unione Europea?*, cit, p. 440, che individua nello scarso peso del settore assicurativo italiano rispetto al PIL uno dei fattori di mancata integrazione dei mercati. Prima di unificare la vigilanza, allora, “occorre metter mano al loro sviluppo, affrontandone subito le cause strutturali che ne hanno finora impedito la crescita. E cioè: lo sviluppo dei Fondi pensione, la riforma sanitaria, la copertura dei rischi catastrofali”. La stessa analisi è compiuta da P. CIOCCA, *La nuova finanza in Italia*, Torino, p. 49, il quale sottolinea come la morfologia “della radiografia comparata dei sistemi finanziari” in Italia si è modificata in maniera disorganica negli ultimi venti anni. Mentre nei mercati finanziari l’Italia ha colmato il gap con il resto d’Europa, il divario si è ampliato nella previdenza integrativa, il cui mancato sviluppo costituisce “la principale anomalia che persiste nel sistema finanziario italiano”.

<sup>485</sup> Paradossalmente, infatti, un unico soggetto potrebbe rivelarsi più vulnerabile nei confronti dei condizionamenti della politica e dei soggetti vigilati e, nel contempo, più appetibile agli stessi.

<sup>486</sup> P. CIOCCA, *Vigilanza: una o più istituzioni?*, cit, p. 431, che distingue ontologicamente la vigilanza sulla stabilità, caratterizzata dalla discrezionalità tecnica – nel distinguere illiquidità e insolvenza, nel valutare i rischi di diffusione di una crisi, nell’evitare moral hazard – da quella sulla trasparenza e la correttezza, che “rimanda ad attività amministrative improntate, più che a una discrezionalità tecnica naturale e necessaria, a una responsabilità primariamente orientata al controllo di legittimità”.

<sup>487</sup> Sostenuta, ad onta del trasferimento di competenze sul governo della moneta alla BCE, da P. CIOCCA, il quale sostiene che la complementarità tra le tre funzioni è correlata all’esperienza radicata in quelle materie, al flusso continuo di informazioni, alla correlazione tra il rischio del singolo intermediario e quello sistemico.

---

l'opportunità di conservare il controllo antitrust sul settore creditizio alla Banca d'Italia<sup>488</sup>; le difficoltà, viceversa, proprio dell'Autorità bancaria nel contemperare stabilità e concorrenza quale sintomo dell'impossibilità di concentrare più interessi su un unico soggetto<sup>489</sup>. E, infine, molti autori si chiedono se sia razionale unificare la vigilanza in assenza di una regolamentazione comune<sup>490</sup> e quali possano essere i costi e i tempi della transizione ad un sistema diverso<sup>491</sup>.

### 5.2.3 Le argomentazioni a favore

Argomentazioni, queste, cui si contrappongono le posizioni dei sostenitori della necessità di un restyling dell'impalcatura istituzionale in senso unitario: il raggiungimento di una spiccata interdipendenza tra mercati e operato-

---

<sup>488</sup> Tesi sostenuta sempre da P. CIOCCA, che apprezza la lungimiranza del legislatore italiano nell'affidare competenze antitrust settoriale alla Banca d'Italia, essendo la concorrenza una condizione necessaria per la stabilità di lungo periodo. La creazione di un'unica Authority finanziaria vanificherebbe tale potere, non essendo concepibile sottrarre anche la competenza in materia di strumenti finanziari e assicurazioni all'Autorità garante per la concorrenza e il mercato.

<sup>489</sup> E' la tesi di G. TESAURO, *Il controllo antitrust nel settore bancario*, pp. 443 e ss., in *Banca impresa società*, num. 3/2001. TESAURO, che critica l'anomalia italiana delle competenze antitrust della banca centrale, sostiene che la Banca d'Italia tende a realizzare un controllo troppo cauto in materia di concorrenza, privilegiando la stabilità e realizzando un inconcepibile contemperamento tra due finalità distinte. Quest'argomento può essere assolutizzato e comprovare la difficoltà di assegnare più missioni ad un unico soggetto.

<sup>490</sup> Sintomatico è l'art. 100 del TUF, che esclude dalla disciplina sulle sollecitazioni all'investimento i prodotti bancari ed assicurativi. M. SARCINELLI, *Il risparmio chiede modifiche a tutto campo*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 gennaio 2004, secondo cui il problema della ripartizione della vigilanza è marginale rispetto alla numerosità degli interventi che andrebbero garantiti nel regulatory regime.

<sup>491</sup> Non va trascurata la necessità di trasferimento del personale, di nuovi regolamenti attuativi, di prassi da creare. Per L. CARDIA, *I rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, è "opportuno evitare scossoni traumatici o iniziative di accorpamento, ...che potrebbero tradursi sul piano operativo, almeno in un primo periodo, in un calo di efficienza". T. PADOA-SCHIOPPA, *E' l'ora delle authority gemelle*, cit, sostiene che "una nuova istituzione, nata da una maxifusione, per qualche anno non pensa ad altro che a se stessa".

---

ri<sup>492</sup>, il rischio di contagi e shock sistemici trasversali ai settori<sup>493</sup>, i continui e reciproci trapianti di norme<sup>494</sup>, la necessità di emulare i Paesi a capitalismo più maturo<sup>495</sup>, la diffusione di fenomeni di law shopping<sup>496</sup>, le continue novità delle reti di distribuzione dettate dallo sviluppo tecnologico. E ancora sono rimarcate: l'opportunità di un organismo che abbia una visione d'insieme su stabilità e trasparenza<sup>497</sup>, la duttilità della normazione in contrapposizione al rischio di iper-regolazione, la riduzione dei costi per lo Stato e per le imprese, l'avvenuta separazione tra funzione monetaria e vigilanza sulla stabilità<sup>498</sup>, la necessità di sottrarre alla Banca d'Italia le competenze antitrust in virtù della difficile demarcazione tra prodotti bancari e finanziari<sup>499</sup>. La creazione di un'unica Autorità, infine, porrebbe fine ai rischi di du-

---

<sup>492</sup> Il ruolo delle banche, la moneta unica, la creazione di operatori multi-comparto, le polizze innovative, la formazione di conglomerati, l'internazionalizzazione hanno mutato non solo i confini geografici, ma anche quelli operativi tra i diversi ambiti. Non avrebbe senso, allora, domandarsi se in Italia è ancora presente una compartimentazione dei mercati, perché va considerata la dimensione europea. Constatazione realizzata anche da M. BESSONE, *I mercati mobiliari*, cit, p. 10, che sottolinea come "il regolamento di confini che per una intera fase storica aveva permesso di distinguere in modo lineare tra settore del credito, assicurazioni e mercato dei valori mobiliari infatti non appartiene ormai più alla realtà dell'economia finanziaria" e che, nel rispetto delle regole del mercato, "ormai molto spesso a tutti è consentito fare tutto".

<sup>493</sup> L'interdipendenza dei mercati comporta necessariamente, in caso di crisi, un effetto-domino che un'Authority unica potrebbe governare coerentemente.

<sup>494</sup> Così A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, cit, p. 2949, che parla di "esempi di trasmutazione di disciplina tra settori, fenomeno fondato sulla convinzione che, pur nella diversità degli ambiti, si pongono esigenze di protezione degli interessi coinvolti sostanzialmente simili".

<sup>495</sup> F. MERUSI, *Le leggi del mercato*, p. 118, pone come modello quello della Financial Services Authority e dubita che abbia un senso domandarsi se in alcuni Paesi ci sia un mercato integrato e in altri no.

<sup>496</sup> F. MERUSI, *Ex pluribus unum? I termini del problema sull'unificazione dei regolatori finanziari*, p. 423, in *Banca Impresa Società*, num 3/2001, il quale afferma che, quantunque timidamente, si affacciano fenomeni di "spostamento di prodotti finanziariamente equivalenti sul settore che si ritiene regolato più favorevolmente, con possibile danno della stabilità del sistema e dei consumatori".

<sup>497</sup> F. MERUSI, *Le leggi del mercato*, cit, p. 116, il quale si chiede se "è ancora proponibile la distinzione libresca fra vigilanza finalizzata alla stabilità, che sarebbe propria delle autorità di vigilanza bancaria, e vigilanza finalizzata alla trasparenza del mercato, che sarebbe propria delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari".

<sup>498</sup> F. MERUSI, *Autorità indipendenti*, cit, p. 146, il quale afferma che "è venuto meno l'argomento in base al quale...la funzione di vigilanza del sistema bancario era strumentale al governo della moneta".

<sup>499</sup> G. TESAURO, *Il controllo antitrust nel settore bancario*, cit, p. 443. Secondo TESAURO l'attribuzione di tale competenza alla Banca d'Italia è controproducente per due elemen-



---

plicazioni, alla confusione di responsabilità, ai timori reverenziali di alcuni organismi nei confronti di altri<sup>500</sup>.

#### **5.2.4 L'ipotesi di coordinamento demandato ad un soggetto sovraordinato**

Scartata la scelta del decentramento estremo ed avendo constatato una crescente integrazione dei diversi mercati del settore finanziario, restano dunque allo studio diverse ipotesi: quella dell'Autorità unica, quella del rafforzamento e della formalizzazione della collaborazione tra più organismi suddivisi per ambiti e poi per finalità, quella del coordinamento demandato ad un soggetto sopraordinato. Quest'ultima proposta – avanzata dalla Commissione Sarcinelli nel 1991, che suggeriva al vertice il Ministero del Tesoro ed

---

ti essenziali. Il primo consiste nel fatto che concorrenza e stabilità sono interessi inconciliabili, ad ogni modo non ascrivibili ad una stessa Autorità: la concorrenza, infatti, è fattore che può stimolare eccessivamente le scelte rischiose e, in quanto tale, produrre instabilità, mentre risulta evidente la correlazione diretta esistente fra concentrazione e stabilità. Il secondo motivo consiste proprio nell'integrazione del sistema finanziario: il confine tra le competenze di Banca d'Italia e Autorità garante per la concorrenza è tanto più marcato quanto più le attività bancarie sono nettamente distinguibili da quelle assicurative e finanziarie, per cui la progressiva commistione di elementi dei vari settori rende davvero inadeguata la individuazione di Banca d'Italia come organismo antitrust. Se a ciò si aggiunge il fatto che la Banca d'Italia dà un'interpretazione soggettiva e, dunque, estensiva della sua competenza - radicandola ad ogni operazione, anche non tipicamente bancaria, compiuta dagli istituti di credito -, mentre l'Autorità antitrust considera restrittivamente l'attribuzione alla Banca d'Italia – considerandola, oggettivamente, limitata alle sole attività tipicamente bancarie – ci si rende conto in via generale delle sovrapposizioni possibili in caso di incongruenze e mancata collaborazione tra più organismi del medesimo settore. Analoga impostazione è quella di A. DE NICOLA, *Vigilanza, un arcipelago da rivisitare*, *Il Sole 24 Ore*, 1 febbraio 2002: “chi persegue la stabilità inorridisce all'idea che una banca fallisca, chi cerca la concorrenza, beh, it's the market, baby. La stabilità protegge le imprese, la concorrenza i consumatori: ce n'è abbastanza insomma per tenere i due ruoli separati”. Dello stesso avviso F. GIAVAZZI, *Sulla Centrale dei rischi ha ragione Cardia*, *Il Sole 24 ore*, 28 dicembre 2003, che afferma l'incongruenza dell'anomalia italiana anche sulla base di un altro argomento: la supposta incompatibilità tra competenze antitrust e funzione monetaria. Nel senso del trasferimento delle competenze sulla concorrenza all'Autorità garante per la concorrenza ed il mercato, come si vedrà, tutti i disegni di legge attualmente in discussione al Parlamento.

---

un comitato di saggi<sup>501</sup>; da Padoa-Schioppa, che individuava tale organo nel CICR<sup>502</sup>; dal Parlamento<sup>503</sup> e dal Ministero dell'economia<sup>504</sup>, che rispettivamente nel 2000 e nel 2002 si auto-candidavano come fonte di indirizzi intersettoriali – è rifiutata dalla migliore dottrina, che considera tale disegno istituzionale incompatibile con l'indipendenza delle Autorità: una virtuosa via di mezzo tra il sistema della collaborazione e del coordinamento mediante una struttura apicale può essere rappresentata, invece, dalla valorizzazione dei conflitti d'attribuzione tra i vari organismi, che non pregiudicherebbe la loro indipendenza demandando alla Corte Costituzionale le decisioni<sup>505</sup>.

### 5.2.5 L'integrazione “verticale”: l'ipotesi di un'Authority unica europea

Ad ogni buon conto, il problema dell'architettura istituzionale della vigilanza in rapporto alla crescente integrazione intersettoriale della financial eco-

---

<sup>500</sup> G. MINERVINI, *Coordinamento degli organismi di controllo in sede europea, coordinamento degli organismi di controllo in sede nazionale*, in *Ban. Imp. Soc.*, p. 421, numero 3/2001, che parla di “ancillarità” di ISVAP rispetto a Autorità antitrust e di quest'ultima verso Banca d'Italia.

<sup>501</sup> Tale organo sovraordinato avrebbe dovuto avere compiti di indirizzo e di disciplina ed era individuato nel Ministro del Tesoro, coadiuvato dal direttore generale dello stesso dicastero e da un direttorio composto dai presidenti delle Authorities.

<sup>502</sup> Il CICR avrebbe dovuto rappresentare “la struttura naturale di coordinamento...neutrale rispetto a Banca d'Italia, CONSOB e ISVAP”: la stessa prospettiva, come si vedrà, è adottata dal ddl governativo del 3 febbraio 2004. Contra R. COSTI, *Sul coordinamento fra autorità di vigilanza*, p. 417, *Ban. Imp. e Soc.*, num. 3/2001, che considera il CICR un ente cui sono stati ridotti i poteri proprio in virtù della sua connotazione essenzialmente politica.

<sup>503</sup> *Documento conclusivo dell'indagine sulle Autorità indipendenti*, Commissione Affari Costituzionali della Camera dei Deputati.

<sup>504</sup> *Relazione del Ministero dell'economia e delle finanze al Parlamento*, d'accompagnamento alla relazione annuale della CONSOB per il 2001.

<sup>505</sup> L'unica critica che potrebbe muoversi a tale proposta consiste nel fatto che la delimitazione degli ambiti delle Autorità non è prevista in Costituzione e che quindi la Consulta dovrebbe esprimersi essenzialmente sulla base di leggi ordinarie, scendendo così nell'agone “politico”. Interessante è anche l'intuizione di un Comitato di consultazione permanente tra i vertici delle Autorità, così come previsto nel ddl governativo che sarà esaminato in prosieguo.

---

nomy non può assolutamente prescindere dalla dimensione comunitaria<sup>506</sup> o, almeno, dalle scelte compiute dai legislatori degli altri Paesi europei: l'interdipendenza, infatti, è in maniera crescente anche geografica e peccerebbe di municipalismo chi avesse la pretesa di affrontare il problema in chiave meramente nazionale.

Per quanto concerne l'Unione Europea, né lo status quo, né l'ordinamento che presumibilmente sarà creato con l'eventuale entrata in vigore del Trattato costituzionale prevedono un organismo che anche lontanamente accentri la vigilanza a livello comunitario in relazione all'intero sistema finanziario<sup>507</sup>. Certo, il TUF va interpretato alla luce della normazione comunitaria<sup>508</sup>, l'Europa continua a sfornare nei tre principali ambiti direttive in quantità industriale fondate sul mutuo riconoscimento<sup>509</sup>, nel quadro del

---

<sup>506</sup> Secondo T. PADOA-SCHIOPPA, *E' l'ora delle authority gemelle*, cit, le tre domande ricorrenti e connesse sono: "autorità unica o autorità multiple? Autorità europee o nazionali? Dentro o fuori dalla banca centrale?"

<sup>507</sup> Troppe sono le resistenze nazionali. Va segnalato, tuttavia, che il 12 febbraio 2004 il Parlamento europeo ha approvato all'unanimità una risoluzione non vincolante, conseguente allo scandalo Parmalat, che individua nell'istituzione di un'Autorità europea dei mercati finanziari l'obiettivo cui tendere nel lungo termine.

<sup>508</sup> S. FORTUNATO, in *Testo Unico della Finanza*, commentario diretto da G. F. CAMPOBASSO, Torino, 2002, p. 12, evidenzia come – letto alla luce degli obblighi di collaborazione con le Autorità comunitarie, stabiliti dall'art. 4 del TUF, e del primauté del diritto comunitario - l'art. 2 del TUF acquisisce un quid pluris di significato. Tale disposizione, nell'imporre l'esercizio da parte della CONSOB dei propri poteri "in armonia con le regole comunitarie", andrebbe oltre addirittura all'art. 1 comma 4 della l. 287/1990 in materia antitrust. Infatti, la norma prescrive alla Commissione di osservare l'obbligo "nell'espletamento di qualsiasi attività" ad essa "affidata, a prescindere che si tratti di situazioni rilevanti sul piano comunitario o su quello prettamente nazionale". Non solo, perché prescrive la conformazione non solo alla normazione derivata e alle statuizioni della Corte di Giustizia, ma "anche e soprattutto" a "norme contenute nel Trattato Ce, ... scopi cui esse tendono, ... ratio liberistica che le ha ispirate".

<sup>509</sup> G. MINERVINI, *Coordinamento degli organismi di controllo in sede europea, ccordinamento degli organismi di controllo in sede nazionale*, individua proprio nel sistema dell'home country control uno stadio troppo arretrato rispetto all'unificazione della regolamentazione, presupposto necessario per l'unificazione della vigilanza. "Finchè noi siamo in un regime di armonizzazione minima e di riconoscimento reciproco, e quindi con una pluralità di ordinamenti, avere una autorità di vigilanza europea che non sia di mero coordinamento, è un'utopia. Solo se si andrà avanti nella unificazione dei soggetti, si potrà portare avanti l'ispirazione all'autorità di vigilanza europea". MINERVINI, inoltre, si chiede se in questo contesto il principio di sussidiarietà potrà costituire un ostacolo.

---

SEBC la BCE dispone anche di residuali poteri di vigilanza bancaria<sup>510</sup> ed il CESR si afferma come network delle “CONSOB europee”, ma non esiste né un organismo intersettoriale, né tantomeno una vigilanza direttamente comunitaria nei singoli settori. L’impatto dell’Euro potrebbe essere così sconvolgente da traslare il problema dell’unificazione dell’Autorità di vigilanza a livello europeo, ma si tratterebbe di un fenomeno istituzionale di portata così rilevante da risultare difficilmente realizzabile a breve<sup>511</sup>. Non va trascurata la tendenza sempre più accentuata, nei singoli Paesi europei, all’accentramento della vigilanza dell’intero sistema finanziario in un’unica Autorità: la partecipazione di tutti questi organismi al CESR<sup>512</sup>, la struttura-

---

<sup>510</sup> In particolare, l’art. 105 del Trattato della Comunità Europea prevede prima che il Sistema Europeo delle Banche Centrali contribuisce alla vigilanza delle Autorità nazionali in materia bancaria e di stabilità nei mercati finanziari e poi stabilisce un iter tortuosissimo – approvazione all’unanimità del Consiglio, proposta della Commissione, consultazione della BCE, parere conforme del Parlamento – per attribuire specifici poteri di vigilanza alla BCE. Paradossalmente, insomma, è risultato più semplice trasferire i poteri di governo della moneta al SEBC che radicare sulla BCE il controllo bancario, in relazione al quale tale organismo oggi svolge principalmente una funzione consultiva delle Autorità nazionali.

<sup>511</sup> F. MERUSI, *Le leggi del mercato*, cit. pp. 107 e ss., non esclude tale prospettiva. Il problema della dimensione orizzontale, vale a dire dell’unificazione delle Autorità settoriali, si combinerebbe così con quello della dimensione verticale, vale a dire della creazione di una vigilanza comunitaria. E così, se l’integrazione sarà così forte da individuare come mercato rilevante quello europeo e da scompaginare i confini tra i settori del sistema finanziario, “la vigilanza...dovrà riferirsi a tutti gli operatori che agiscono su un unico mercato. E per naturale conseguenza non potrà che avere un unico centro di imputazione...europeo”.

<sup>512</sup> Del ruolo rivestito dal CESR nella cd. procedura di Lamfalussy per l’attuazione del Financial Services Action Plan si è già parlato nel primo capitolo. Tale comitato è stato istituito il 6 giugno 2001 con decisione della Commissione Europea su sollecitazione del Lamfalussy Report, succede al proto-network FESCO ed è oggi composto da diciassette Autorità di vigilanza sui mercati finanziari. I suoi scopi sono rafforzare il coordinamento tra gli organismi in materia di regolamentazione, consigliare la Commissione Europea nella predisposizione dei progetti di disciplina in materia di mercati finanziari, assicurare l’attuazione uniforme e rapida delle norme comunitarie negli Stati membri, stipulare accordi con i Paesi extracomunitari o con quelli prossimi all’ingresso nell’Unione. Il fatto che da una parte stipuli accordi concernenti l’intero sistema finanziario (ad. es il Multilateral Memorandum of Understanding in sede IOSCO), e dall’altra si strutturi sul modello delle Autorità nazionali – essendo sancita la sua indipendenza, essendo composto da membri degli organismi nazionali, dovendo presentare annualmente una relazione alla Commissione, che poi la trasmette al Parlamento – potrebbero effettivamente costituire delle spie circa un suo futuro di Authority unica. Tale risultato - per D. MASCIANDARO, *Subito l’antidoto*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 gennaio 2004 – può essere raggiunto solo con un intervento di Governi e Parlamenti, che dovranno scegliere tra BCE e CESR: pensare alla creazione di un’Authority unica ed europea, che raccolga 33 organi-

---

zione sempre più solida di questa rete europea con l'istituzione del CESR-POL<sup>513</sup> e del CESR-FIN<sup>514</sup>, la formalizzazione di suoi canali di partenariato con il SEBC – e, in futuro, con il CEBS ed il CEIOPS<sup>515</sup> –potrebbero in qualche modo rappresentare i primi segnali della trasformazione dello stesso CESR in Autorità unica: se è vero che il “Committee of European Security Regulators” ha tra i suoi scopi principali proprio quelli del rafforzamento del coordinamento tra i vari organismi e del controllo circa la coerente esecuzione di principi e regole comunitarie, l'impressione è tuttavia che avanzare oggi previsioni circa il suo futuro sia alquanto avventato<sup>516</sup>. Considerazione, questa, avvalorata dalla recente direttiva 2002/87/CE, approvata dal Parlamento europeo il 20 novembre 2002 in materia di conglomerati finanziari: di fronte all'affermazione di gruppi in grado di offrire servizi e prodotti in vari settori finanziari, anziché prevedere l'obbligo di creazione di un'Authority unica, l'art. 10 di tale direttiva istituisce una “vigilanza sup-

---

smi attuali, sarebbe utopistico. Caricare di troppe aspettative il CESR, infatti, può essere controproducente e provocare un brusco calo della crescita, per cui sarebbe più opportuno “dare al CESR quel che è del CESR, ma non molto di più”.

<sup>513</sup> Si tratta dell'evoluzione dell'ex FESCOPOL ed è un gruppo permanente il cui scopo è assicurare lo scambio di informazioni funzionale all'espletamento delle funzioni ispettive da parte delle Autorità.

<sup>514</sup> E' un gruppo permanente di supporto creato, con il nome di FESCOFIN, nel 2001, finalizzato ad assicurare l'esecuzione coerente e trasparente di standard in tutti i Paesi europei: si tratta della struttura che sta lavorando per il recepimento dei principi contabili IFRS.

<sup>515</sup> B. ROMANO, *Vigilanza UE al traguardo*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 gennaio 2004. Il CEBS ed il CEIOPS sono operativi rispettivamente dal 1 gennaio 2004 e dal 24 novembre 2003 e svolgeranno, nelle materie bancaria ed assicurativa, gli stessi compiti che assolve il CESR nei processi di emanazione ed enforcement delle direttive. Anche nei settori bancario ed assicurativo, insomma, sarà applicata la procedura di Lamfalussy, suddivisa in tre blocchi: l'emanazione di direttive-principio; la regolamentazione di dettaglio; il controllo sull'attuazione. Da una parte, è importante che si avvii un processo di omogeneizzazione del law making comunitario in relazione all'intero sistema finanziario, dall'altra va evidenziato che tale omologazione si fonda pur sempre su tre strutture separate e coordinate.

<sup>516</sup> Per M. SARCINELLI – secondo R. BOCCIARELLI, *Resta il fascino del modello inglese*, *Il Sole 24 Ore*, 30 gennaio 2002 – occorre un'Authority unica europea di sola regolamentazione del sistema finanziario: per i compiti di vigilanza non regolamentare dovrebbero permanere le Autorità nazionali, trasformate in agenzie-organo dell'organismo comunitario. Lo stesso modello, in cui gli organismi nazionali assumerebbero il ruolo attribuito alle “Regional Fed” statunitensi, è suggerito da J. C. ROCHET, intervistato da M. MAGRINI, *“Mercati, serve una FSA europea”*, *Il Sole 24 Ore*, 20 novembre 2003.

---

plementare”. Tale “vigilanza supplementare” sarà affidata, nei Paesi in cui insistono vari organismi, ad un’Autorità coordinatrice, da individuare secondo i criteri fissati dall’art. 13 in relazione ad ogni entità conglomerale: i suoi compiti saranno quelli di operare un *quid pluris* di sorveglianza e di favorire la cooperazione tra i diversi enti preposti al controllo<sup>517</sup>.

### 5.2.6 Il sistema statunitense

Più interessante, allora, risulta esaminare per grandi linee le soluzioni istituzionali adottate nei principali Paesi a capitalismo maturo. L’esperienza americana della SEC (Securities and Exchange Commission), istituita con il Securities and Exchange Act del 1933<sup>518</sup>, ha rappresentato l’archetipo delle Autorità indipendenti<sup>519</sup>, neutrali rispetto al mercato<sup>520</sup> e munite di poteri re-

---

<sup>517</sup> S. G. ZABERT, *Adottate le nuove norme sui conglomerati finanziari*, *Le Società*, n. 4/2003, p. 646.

<sup>518</sup> Come ricordano G. NARDOZZI e G. VACIAGO, *La riforma della CONSOB nel mercato mobiliare europeo*, Bologna, 1994, p. 64, la SEC è la prima Autorità, assieme a quella belga, ad essere stata istituita nel settore dei mercati finanziari. Prefigurata dal Securities Act del 1933 per tutelare gli investitori in un sistema già sviluppato, ma profondamente scosso dalla crisi della Borsa del 1929, la SEC fu istituita formalmente nel 1934 - precisamente nella sezione quarta del Securities Exchange Act - e nel tempo si sviluppò come agency deputata alla garanzia della funzionalità del mercato.

<sup>519</sup> La SEC è composta da cinque membri - che durano in carica cinque anni, ma con un sistema scalettato, per cui ogni anno scade il mandato di un commissario - nominati con investitura presidenziale, per la quale è tuttavia necessaria la ratifica del Congresso: al vertice è collocato un esponente del partito del Presidente statunitense, ma secondo un modello bipartisan non possono più di tre membri essere espressione della stessa forza politica. La Commissione è composta da quattro divisioni - Corporation Finance, Market Regulation, Enforcement, Investment Management -, da diciotto uffici centrali e da undici uffici e distretti regionali e dispone di 3100 dipendenti.

<sup>520</sup> Davvero eloquente è l’esplicitazione della “primary mission” presente in apertura del sito della Commissione, [www.sec.gov](http://www.sec.gov), tesa a evidenziare come la vigilanza sia finalizzata a fornire informazioni, ma non a neutralizzare i rischi e a deresponsabilizzare i risparmiatori. “Investing should not be a spectator sport: the principal way for investors to protect the money they put into the securities markets is to do research and ask questions...All investors... should have access to certain basic facts about an investment prior to buying it”. E così lo scopo è quello di garantire una “timely, comprehensive and accurate information” atta a fornire un “common pool of knowledge for all investors”.

---

golamentari<sup>521</sup> ed amministrativi in materia di mercati finanziari<sup>522</sup>, e come

---

<sup>521</sup> Una panoramica dell'eterogenea congerie degli atti della SEC è offerta da L. D. SODERQUIST e T. A. GABALDON, *Securities Law*, NEW YORK, 2003. I regolamenti della SEC sono gerarchicamente sottordinati alla Costituzione e alle leggi federali: queste ultime si suddividono negli statuti di ambito generale, vale a dire il Securities Act del 1933 e il Securities Exchange Act del 1934, e negli statuti che regolano materie particolari, come l' Holding Company Act del 1935 sulle società di servizio, il Trust Indenture Act del 1939, l' Investment Company Act del del 1940 sui fondi comuni d'investimento e l' Investment Adviser Act del 1940 sulla consulenza. Taluni spazi sono attribuiti al potere legislativo dei singoli Stati, ad esempio in materia di talune frodi, mentre la disciplina del servizio di negoziazione si caratterizza per la sovrapposizione tra la regolamentazione federale e quella degli Stati. Un ruolo fondamentale è svolto dalle norme della SEC. I regolamenti possono essere oggetto di un rinvio generale e "in bianco", come quello previsto nella section 19(a) del Securities Act, risultando dunque atti sostanzialmente indipendenti; altrove, viceversa, sono lo sviluppo di deleghe settoriali in cui il legislatore stabilisce principi e criteri direttivi più o meno ampi. In questi casi le rules assumono una funzione di implementazione della legge, ma talvolta rivestono un ruolo paragonabile a quello delle fonti primarie: così come il TUF stabilisce direttamente taluni casi di inapplicabilità delle regole sulla sollecitazione all'investimento, mentre delega l'individuazione di altri casi alla CONSOB, così la section 2(a) del Securities Act delinea talune fattispecie rientranti nella nozione di "accredited investor", rinviando al rule-making della SEC la prospettazione di altre fattispecie. Taluni regolamenti dell'Autorità, inoltre, assumono forza di legge, mediante la formula secondo cui la violazione di tali norme è considerata "unlawful": accade così in virtù del rinvio operato dalla section 14(a) del Securities Exchange Act del 1934, nonché in altri casi alla cui inottemperanza la section 32(a) della stessa legge del 1934 - così come novellata dal Sarbanes-Oxley Act del 2000 - ricollega particolari sanzioni. La SEC, inoltre, fa un largo uso di atti di moral suasion: delle interpretive letters e delle no-action letters - con cui le Divisioni forniscono raccomandazioni in merito alla legittimità delle soluzioni proposte dagli avvocati degli operatori del mercato - si riferirà successivamente, mediante il parallelismo con le risposte ai quesiti e con le comunicazioni della CONSOB. Merita ricordare, tuttavia, che il panorama degli atti di moral suasion della SEC è più complesso: in alcuni settori la divisione della Corporation Finance pubblica gli "staff legal bulletins", definiti "super no-action letters", mentre formante del diritto sono anche le "interpretazioni telefoniche" fornite in maniera informale dalla stessa Divisione, tanto che la SEC ha pubblicato finanche un manuale di raccolta di tali risposte telefoniche. Atti quasi-normativi di ben altra importanza, invece, sono le "policy and interpretive releases", con cui la Commissione statunitense annuncia indirizzi politici e soluzioni ermeneutiche circa gli Statuti o circa i propri atti normativi ovvero stabilisce procedure per l'emanazione delle proprie pronunce: l'effetto pratico è tale che, secondo SODERQUIST e GABALDON, "a litigator... must consider them not far below the rules in the real-world hierarchy of securities regulation". Funzione nomofilattica e in qualche modo normativa assumono anche gli atti di aggiudicazione della SEC - espressione di una "quasijudicial capacity", emanati dai Commissari e suscettibili di impugnazione presso le Corti d'Appello -, ma effetto pratico assumono perfino prese di posizione e comportamenti non ufficiali della Commissione, che la dottrina usa definire "lore".

<sup>522</sup> La SEC ha compiti regolamentari - che, come si è notato, esercita mediante statutory provisions - e amministrativi in materia di intermediari, emittenti e mercati: tra questi, spiccano i poteri sanzionatori e la legittimazione a proporre azioni civili, come quella preannunciata il 29 dicembre 2003 contro la Parmalat. In quest'ultimo ambito, tuttavia, la sua funzione è di "alta vigilanza" e di controllo sulle self-regulatory organizations, le quali a loro volta controllano i soggetti operanti secondo una logica di sussidiarietà. Il

---

tale continua ad esercitare una considerevole influenza sugli assetti istituzionali europei. Sebbene munita di poteri più pervasivi in seguito agli scandali societari di questi anni, la SEC costituisce un unicum istituzionale: da una parte è un'agency spiccatamente federale e riveste un ruolo assolutamente centrale nella vigilanza sui mercati, dall'altra è parte integrante di un sistema pluralistico che vede ben altri undici soggetti – tra istituzioni federali e complessi di organismi statali - deputati al controllo del sistema finanziario e bancario<sup>523</sup>. La legge Sarbanes-Oxley<sup>524</sup>, votata all'unisono da repubblicani e democratici dopo gli scandali di inizio millennio, ha tuttavia potenziato considerevolmente il ruolo della SEC, attribuendole tra l'altro la vigilanza sulle società di revisione<sup>525</sup>.

---

rapporto di gerarchia sussistente tra SEC e società di gestione dei mercati contribuisce a non recidere completamente il rapporto tra imprese quotate e Commissione, potendo questa abrogare e modificare i regolamenti dei mercati e dovendo comunque i broker-dealers registrarsi presso la SEC.

<sup>523</sup> Nei mercati finanziari esistono, a parte le self-regulatory organizations (ad esempio il New York Stock Exchange ed il NASD), il blocco delle Securities Commissions dei singoli Stati, la National Association of Insurance Commissioners e il blocco di autorità assicurative statali, la Pension and Welfare Benefits Administration e soprattutto la Commodity Futures Trading Commission: è soprattutto con quest'ultima, istituita nel 1974 nel mercato delle commodities, che si creano maggiori problemi di sovrapposizioni. A vigilare sul sistema bancario sono, invece, la Federal Reserve, la Federal Deposit Insurance Corporation (depositi bancari minori), la National Credit Union Corporation (cooperative), l'Office of the Comptroller of the Currency (banche nazionali), l'Office of Thrift Supervision (casse di risparmio), il Banking Department di ogni Stato. La Federal Reserve dispone anche di taluni poteri antitrust.

<sup>524</sup> La riforma ha modificato il sistema di controlli interni (amministratori, membri dell'auditing committee) ed esterni (revisori, agenzie di rating, analisti finanziari): tra le altre modifiche, sono previste limitazioni alla prestazione, da parte delle società di revisione, di servizi di consulenza, una rotazione quinquennale obbligatoria delle stesse, analisi annuali sulla qualità del lavoro per quelle che certificano i conti di oltre cento imprese. Un articolato commento di tale legge è offerto da L. E. MITCHELL, *The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance?*, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Secondo l'Autore, merito di tale legge è l'introduzione a pieno titolo nell'ambito della disciplina della corporate governance di revisori contabili, analisti e avvocati, figure spesso trascurate dalla letteratura. La regolamentazione eteronoma dei conflitti d'interessi di tali soggetti, per alcuni dei quali era prevalente la self-regulation, e la federalizzazione di tale disciplina sono per MITCHELL gli aspetti più interessanti di una riforma che, inoltre, scoraggia la logica dello short-termism.

<sup>525</sup> P. ZUCCA, *Authority, all'estero più poteri*, *Il Sole 24 Ore*, 3 maggio 2003: le riforme hanno determinato il ricambio dei vertici, incrementato a 350 milioni di dollari la dotazione finanziaria ed istituito all'interno della SEC il PAOB (Public Accountability Oversight Board), una polizia contabile privata volta alla vigilanza sulle società di revisione, in precedenza demandata a strutture di autoregolamentazione. Innovazioni che hanno antici-



---

### 5.2.7 La Financial Services Authority

Più suggestivo è, invece, fotografare il quadro europeo: ne risulta un'immagine sicuramente mossa, essendo le legislazioni in sorprendente evoluzione, ma pur sempre sufficientemente nitida per appurare che paradossalmente è l'esperienza britannica ad esercitare il maggiore fascino. Si tratta di un paradosso, da una parte, perché il modello inglese è storicamente fondato sulla self-regulation e sull'attribuzione dei poteri di vigilanza ad un soggetto privato di diritto speciale e, dall'altra, perché il Regno Unito non ha aderito all'Euro e quindi non ha devoluto i poteri di governo della moneta alla BCE. In realtà già il contemperamento tra eteroregolamentazione e autoregolamentazione realizzato con il Financial Services Act del 1986 aveva innescato nel campo della disciplina dell'intermediazione un effetto emulativo, contribuendo a generare la legge SIM italiana: la riforma inglese affiancò alla vigilanza sugli intermediari delle tradizionali SRO – self regulating organizations – quella del Secretary of State for Trade and Industry, che tuttavia trasferì tale funzione alla SIB, una società privata senza fini di lucro<sup>526</sup>. E tuttavia è stata la creazione di un unico organismo di vigilanza sull'intero sistema finanziario, la Financial Services Authority<sup>527</sup> –

---

pato un ulteriore potenziamento della SEC, deliberato nel 2003 dal Congresso, che ha aumentato il budget del 38%, incremento da impiegare per un aumento di organico di ulteriori 800 unità. La SEC, inoltre, ha visto profondamente accresciuti i suoi poteri normativi.

<sup>526</sup> Come ricorda F. ANNUNZIATA, *Il ruolo del Securities and investment board nel sistema inglese a doppio livello*, in *La riforma della CONSOB nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*, p. 181, si trattò di una rivoluzione per l'Inghilterra, abituata al monopolio dell'autoregolamentazione, che provocò dissensi nella City. I poteri di vigilanza furono affidati in prima battuta ad un soggetto pubblico, il Secretary of State, ma con la potestà di devolverli ad una designed agency, che fu nel 1987 individuata nell'antesignano della FSA, il SIB (Securities and Investment Board). Pur potendo il Secretary of State riassumere completamente i poteri, questi divennero propri del SIB anche in assenza di nesso gerarchico: il SIB era una limited company costituita nel 1985 tra un banchiere e un agente di cambio, cui così venivano attribuite funzioni pubbliche e che dunque era assoggettata ad un regime speciale. L'ulteriore particolarità era che la vigilanza si limitava al solo settore dell'intermediazione, non anche ai mercati e alle società going public.

<sup>527</sup> Si tratta di un "independent non-governmental body" ed il suo consiglio è composto da un presidente, un funzionario principale, due manager e ben undici membri non esecu-

---

anch'essa private company, istituita con il Bank of England Act del 1998<sup>528</sup> e rafforzata con il Financial Services and Markets Act (FSMA) del 2000<sup>529</sup> e con altre attribuzioni più recenti<sup>530</sup> – a costituire il vero paradigma per molti legislatori del Vecchio continente. La Financial Services Authority è un unico organismo incaricato di svolgere la vigilanza sul sistema creditizio, finanziario ed a breve assicurativo<sup>531</sup> – in luogo della pletora di Autorità del sistema previgente – e di assicurare sia la stabilità e sia la trasparenza, secondo i principi di economicità, efficienza, responsabilità, proporzionalità,

---

tivi, tra cui uno designato dalla Bank of England. Essa è dotata di 2500 dipendenti e di un budget, di recente aumentato, di 10mila dollari. Alla Banca d'Inghilterra resta la competenza in materia monetaria, che esercita in maniera indipendente solo dal 1997 sempre per "intuizione" del cancelliere Gordon Brown.

<sup>528</sup> In realtà l'unificazione della vigilanza sui mercati finanziari e sul settore creditizio avvenne già il venti maggio del 1997, quando alla SIB vennero attribuiti poteri su emittenti e mercati e fu prefigurato il trasferimento dei poteri di vigilanza bancaria spettanti prima alla Bank of England. Ciò fu possibile anche per la scarsa rilevanza della Banca Centrale, storicamente dotata in maniera prevalente di poteri di soft law, come ricostruisce E. GUALANDRI, *Sistemi finanziari e normative di vigilanza*, Milano, 1987, ma che continua a collaborare con la FSA per la financial stability. La SIB divenne FSA nell'ottobre 1997 e, in esito allo studio di una commissione che definì inefficiente la frammentazione della vigilanza, acquisì i poteri di vigilanza bancaria nel giugno 1998. Come si evince dal sito [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk), è preferibile "a single legal framework instead of the several used by predecessor organization". Il fatto che essa sia affidata ad una società a responsabilità limitata, benché governata da un Consiglio nominato dal Ministro del tesoro, è il prodotto della storia inglese.

<sup>529</sup> Con quest'atto la FSA è divenuta davvero l'unica Authority finanziaria. Sono state, infatti, sopresse la Building Societies Commission, la Friendly Societies Commission, l'Investment Management Regulatory Commission, la Personal Investment Authority, la Securities and Futures Authority e le loro attribuzioni sono state concentrate nella FSA. Va ribadita, tuttavia, la persistenza dell'Occupational Pensions Regulatory Authority, nata dal Pension Act del 1995, e considerato il ruolo di collaboratore assunto in materia di stabilità dalla Bank of England. La FSA è dotata di rilevanti poteri sanzionatori: R. SABBATINI, *Sanzioni, un abisso tra Italia e UK*, *Il Sole 24 Ore*, 4 ottobre 2003, analizza l'irrogazione di una multa da 2, 7 milioni di Euro recentemente irrogata alla banca Lloyds TSB per aver venduto obbligazioni ad alto rendimento senza una chiara esposizione dei rischi, nonché i suggerimenti circa i rimborsi ai risparmiatori, differenziati sulla base della loro esperienza. La FSA reclama un ulteriore allargamento delle sue competenze: richiede, infatti, di poter compiere inchieste dirette sui conti degli emittenti ed interventi sulle società di revisione, ambito questo che è ancora di spettanza del Financial Reporting Review Panel di derivazione governativa.

<sup>530</sup> *A Loundres, la FSA jouit de très grand pouvoirs*, *Le Monde*, 24/11/03. Infatti, la FSA sarà competente anche per i prestiti ipotecari dall'ottobre 2004 e per i contratti assicurativi dal gennaio 2005.

<sup>531</sup> L'FSA ha competenza anche sui fondi pensione individuali, in condominio con l'OPRA (Occupational Pensions Regulator Authority): quest'ultima, tuttavia, vigila in esclusiva sulla restante porzione di previdenza privata.

---

innovazione, internazionalità e competizione<sup>532</sup>.

### 5.2.8 Gli altri Stati membri con un'Autorità unica del sistema finanziario

La scelta inglese di unificare l'Autorità di vigilanza sta facendo proseliti in Europa. La Germania ha istituito, nel marzo del 2002, il BaFin<sup>533</sup>, Autorità di vigilanza e di regolazione unica per i settori bancario, finanziario ed assicurativo finalizzata alla stabilità e alla tutela dei consumatori: precedentemente, il sistema era frammentario, con l'ubicazione a Francoforte della BaWe (l'organo, monocratico, di supervisione dei mercati) ed a Boon della BAK (Bundesaufsichtsamt fuer das Kreditwesen)<sup>534</sup>. La nuova "All Finanz Authority", fortemente voluta dal cancelliere Schroeder dopo lo scandalo del Neur Market, conserva le due sedi, si sostituisce anche al vecchio I-

---

<sup>532</sup> M. HALL, *The evolution of financial regulation and supervision in the UK: why we ended up with the financial services Authority*, in *Banca Impresa e Società*, num. 3/2001. Secondo M. NIA-DA, *I sette anni della FSA, gendarme unico della finanza inglese*, *Il Sole 24 Ore*, 28 dicembre 2003, un settennato è un periodo troppo breve per esprimere un giudizio: sta di fatto che in questo periodo non si sarebbero riproposti scandali delle proporzioni del Barings e della BCCI, che avevano accelerato il processo di unificazione, sebbene il crack della compagnia Equitable Life rappresenti la spia della difficile convivenza con la supervisione del settore assicurativo. Dello stesso avviso A. DE NICOLA, *Vigilanza, un arcipelago da rivisitare*, cit, che suggerisce di non subire la sindrome del "tacchino induttivista" di Bertrand Russell, e cioè di non trarre conclusioni empiriche affrettate dall'osservazione di un'esperienza così breve come quella della FSA. Critico sui risultati è L. CARDIA, secondo cui il numero di insolvenze dichiarate nel Regno Unito, ancora superiore rispetto alla media europea, rappresenta una spia della valenza non taumaturgica della riforma inglese.

<sup>533</sup> J. KRAUSE, *Reinsurance Supervision in Germany*, in [www.bafin.de](http://www.bafin.de). Si tratta del Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, dotato di 1500 dipendenti e istituito dopo un lungo dibattito concernente la compatibilità dell'unificazione intersettoriale con la conservazione di un modello geograficamente decentrato, con apposite commissioni presenti nei Länder. La scelta è avvenuta in seguito ad accurati studi empirici circa l'interdipendenza dei settori finanziari ed è stata favorita da numerosi scandali (Neur Market, Kirch, Holtzman), dal modello tedesco di "banca universale" e dal fatto che la vigilanza sul sistema creditizio non è mai stata affidata completamente alla Bundesbank, la quale svolge prevalentemente la funzione monetaria. Oggi il BaFin vigila su 2.700 banche, 800 istituzioni di servizi finanziari e oltre 700 imprese d'assicurazione.

<sup>534</sup> *En Allemagne le BaFin est de plus en plus présent*, *Le Monde*, 26/11/2003.

---

SVAP tedesco<sup>535</sup> e coopera con la Bundesbank, cui sono devoluti residuali compiti di vigilanza sulla stabilità nel settore creditizio<sup>536</sup>. Il sotto-modello tedesco, tuttavia, si differenzia dal prototipo inglese perché sotto l'egida del BaFin, che costituisce un'istituzione unica, operano in effetti tre organismi comunicanti che da esso si diramano: il BaKred, che controlla il sistema bancario assieme alla Bundesbank, il Bav, deputato alla vigilanza sul settore assicurativo, e il BaWe, gendarme su mercati finanziari<sup>537</sup>. L'architettura istituzionale della vigilanza tedesca, tuttavia, è tutt'altro che assestata: se sembra naufragato - anche per la contemporanea accelerazione dell'armonizzazione europea - il progetto di un'Authority ad hoc sui conglomerati finanziari, che avrebbe dovuto affiancare il BaFin<sup>538</sup>, appare invece imminente la creazione di un'agenzia indipendente di controllo sulla revisione contabile<sup>539</sup>.

Dopo appena un mese, a seguito di un duro scontro tra Parlamento e Corte costituzionale, il FMABG (la legge sulla vigilanza del sistema finanziario) ha istituito in Austria la Financial Market Authority<sup>540</sup> (FMA), anch'essa competente per la stabilità e la trasparenza del settore creditizio, di quello finanziario e di quello assicurativo e dei fondi-pensione. Processo irreversibile che nella Mitteleuropa sta caratterizzando perfino il Belgio, dove già nel

---

<sup>535</sup> Si trattava del Bundesaufsichtsamt für das Versicherung und Baurparwesen.

<sup>536</sup> M. CALDERONI, *Vigilanza, un'Europa con due scuole*, *Il Sole 24 Ore*, 30 gennaio 2002.

<sup>537</sup> Così B. ROMANO, *Nasce la Superauthority tedesca*, *Il Sole 24 Ore*, 1 maggio 2002. Anche per il BaFin un primo, parziale consuntivo sembra essere positivo: pur operando in un contesto ricco di scandali, la nuova Autorità ha "scovato" le gravi lacune che hanno condotto alla scoperta di un ingente ammanco della banca pubblica WestLB, ma anche le irregolarità di importanti società going public come Em.Tv e Comroad. Solo nel primo semestre del solo 2002, il BaFin ha eguagliato, nei mercati finanziari, le ispezioni condotte nel 2001 e ha triplicato i casi rilevati di market abuse. Così A. GERONI, *In arrivo un'agenzia per la revisione*, *Il Sole 24 Ore*, 27 dicembre 2003.

<sup>538</sup> *Sole 24 Ore*, *In Germania allo studio una nuova Authority*, 5 marzo 2003.

<sup>539</sup> A. GERONI, *In arrivo un'agenzia per la revisione*, cit, che informa dell'annuncio realizzato dai Ministri delle finanze e della giustizia tedeschi. La nuova Autorità dovrebbe lavorare a stretto contatto con il BaFin e sarebbe finanziata dai soggetti vigilati sia con un canone fisso e sia con corrispettivi al momento delle ispezioni. Si tratterebbe di un'ulteriore anomalia rispetto al modello inglese, laddove le società di revisione sono ancora assoggettate al controllo di un organismo governativo.

<sup>540</sup> [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)

---

1990 la storica Commission Bancaire, in virtù delle attribuzioni sui mercati finanziari che aveva accumulato nei decenni, è divenuta Commission Bancaire et Financiere (CBF): la novità è costituita dal fatto che sulla base della legge del 2 agosto 2002 a partire dal 2004 la CBF si è fusa con l'OCA (Office de Contrôle des Assurances), divenendo CBFA, Authority unica intersettoriale<sup>541</sup>. E, sempre nel Benelux, già a fine 1998 fu creata la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), nata dalla fusione degli organismi di vigilanza bancario e finanziario del Lussemburgo<sup>542</sup>. Il fenomeno era già presente in Scandinavia: Autorità uniche sono anche il Rahitustarkastus finnico<sup>543</sup>, che però usufruisce della collaborazione della Banca di Finlandia in relazione alla vigilanza sulle banche; il Finansinspektionen svedese, il quale gode di una competenza vastissima su tutta la financial economy, che si estende perfino alla materia penale e all'agiotaggio<sup>544</sup>; il Kredittilsynet norvegese, al quale lo Storginet<sup>545</sup> ha attribuito la "supervisione" su banche, mercati, intermediari, emittenti, compagnie ipotecarie, imprese di assicurazione, fondi pensione. Nel segno dell'unificazione è anche il Finanstilsynet danese, nato dall'aggregazione, avvenuta nel 1990, tra la vigilanza bancaria, assicurativa e dei fondi pensione - a sua volta divise prima del 1988 - e quella finanziaria, settori che tuttavia - similmente a ciò

---

<sup>541</sup> [www.cbfa.be](http://www.cbfa.be). La legge del 2 agosto 2002 aveva istituito un apposito comitato d'integrazione, con il compito di preparare la fusione in questa fase transitoria e di esporre una relazione al Ministro del commercio. Il decreto reale del 23 marzo 2003 ha confermato la creazione della Commission Bancaire, Financiere et des Assurances, entrata a pieno regime nel 2004. Tale Autorità è composta da sette membri e da sei dipartimenti competenti in materia di informazione finanziaria, protezione dei risparmiatori, stabilità di banche e intermediari, stabilità delle imprese assicurative, politica prudenziale, previdenza complementare.

<sup>542</sup> *Qu'est-ce que la CSSF?*, [www.cssf.lu](http://www.cssf.lu). La CSSF è stata creata il 23 dicembre 1998, esercita la vigilanza su banche, mercati finanziari e fondi pensione ed è la risultante della fusione tra il Commissariat au contrôle des banques, istituito nel 1945, e il Commissariat aux Bourses, nato nel 1990. La CSSF è divisa, al suo interno, in vari comitati, tra cui quelli concernenti i vari ambiti aggregati. Esiste, tuttavia, un'autonoma Commissione di vigilanza sulle Assicurazioni.

<sup>543</sup> [www.rata.bof.fi](http://www.rata.bof.fi)

<sup>544</sup> [www.fi.se](http://www.fi.se). L'Autorità di vigilanza svedese è disciplinata dal Finansinspektionens' Regulatory Code ed è stata arricchita di nuovi poteri con le leggi 14/1998, 7/2002, 11/2002.

<sup>545</sup> Si tratta del Parlamento norvegese.

---

che accade in Germania - restano affidati a tre consigli interni diversi<sup>546</sup>: non si tratta, tuttavia, di Autorità tecnicamente indipendente, essendo imperniata su un sistema ministeriale.

Analogo processo ha attraversato l'Islanda, laddove la Financial Supervisory Authority ha aggregato la frammentazione preesistente<sup>547</sup>. E nel segno dell'unità è anche la riforma del sistema irlandese, entrata in vigore il 1 maggio 2003, che tuttavia porta alle estreme conseguenze il sotto-modello tedesco: rispetto alla congerie di istituzioni prima presenti<sup>548</sup>, è stato introdotto un complesso organismo, la Central Bank and Financial Services Authority, che si scinde poi in due blocchi comunicanti, ma parzialmente autonomi, appunto la Banca centrale e l'Irish Financial Service Regulatory Authority (IFSRA).

### **5.2.9 L'AMF francese: razionalizzazione senza unificazione**

Il trend in atto, tuttavia, non ha investito i Paesi, particolarmente rilevanti, situati sul Mediterraneo: in molti casi, tuttavia, la segmentazione di Autorità non è il prodotto di riforme, bensì della conservazione di soluzioni istituzionali presenti a volte da decenni.

Non è il caso della Francia<sup>549</sup>, notoriamente in grado di condizionare le scelte degli Stati vicini, laddove è stata una recentissima legge – la l. 706 del 1 agosto 2003 - ad operare una sensibile razionalizzazione degli organismi

---

<sup>546</sup> [www.ftnet.dk](http://www.ftnet.dk). Oggi il Finanstilsynet è un segretariato di tre consigli – il Det Finansielle Virksomhedsrad in materia finanziaria, il Fondsradet in materia bancaria e il Pensionsmarkedssradet in materia di previdenza – ed è fortemente legato al Ministero degli affari economici.

<sup>547</sup> [www.fme.is](http://www.fme.is)

<sup>548</sup> Tra le tante istituzioni prima presenti, il sito [www.ifsra.ie](http://www.ifsra.ie) sottolinea che le maggiori sovrapposizioni si creavano tra la Banca Centrale, il Dipartimento delle Imprese, del Commercio e del Lavoro, l'Ufficio del direttorio dei contratti dei consumatori, l'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari.

<sup>549</sup> M. CALCATERRA, *Cambia la Borsa di Parigi: Authority unica, nuovo CAC 40*, *Il Sole 24 Ore*, 22 novembre 2003.

---

preesistenti, senza tuttavia adottare lo schema dell’Autorità unica<sup>550</sup>. Riforma necessaria, se è vero che lo status quo ante era caratterizzato da una polverizzazione estrema<sup>551</sup>. La vera giungla era nel settore dei mercati finanziari, laddove primeggiava la COB (Commission des Opérations de Bourse, modello seguito per la CONSOB)<sup>552</sup>, cui erano affidati: il potere regolamentare su assets management, mercati e intermediari, ma in questi ultimi due campi in coabitazione con il CMF (Conseil des Marchés Financiers); la vigilanza sulla trasparenza, ma in relazione alle società emittenti assieme al CDGF (Conseil de Discipline de la Gestion Financière); il potere autorizzatorio, solo in quest’ultimo settore, in quanto invece nei mercati spettava in esclusiva al CECEI (Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d’Investissement) e nell’intermediazione a CECEI e CMF.

La riforma semplifica considerevolmente il quadro: istituisce l’AMF (Autorité des Marchés Financiers), che unifica le funzioni di COB, CMF e CDGF ed è destinataria anche di poteri aggiuntivi di vigilanza sugli strumenti finanziari; crea la CCAMIP (Commission de Contrôle des Assurance, Mu-

---

<sup>550</sup> Il presidente dell’AMF M. PRADA, in *Francia, nuova autorità alla prova*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 gennaio 2004, attribuisce a tre motivi la scelta dell’accorpamento solo parziale delle Autorità: evitare i conflitti d’interessi tra le funzioni, non trascurare alcuni settori, dar vita ad una struttura più snella e meno burocratica.

<sup>551</sup> Si distinguevano: nel settore bancario il CRBF (Comité de la Réglementation Bancaire et Financier) per la regolamentazione, la Commission Bancaire per la vigilanza su trasparenza stabilità e il CECEI (Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d’Investissement) per le autorizzazioni; per il settore assicurativo, ai poteri regolamentari ed autorizzatori del Ministro delle Finanze si affiancava la vigilanza della CCA (Commission de Contrôle des Assurance); schema che si ripeteva per i fondi pensione, in cui tuttavia operavano il Ministero degli Affari Sociali e la CCMIP (Commission de Contrôle des Mutuelles et Institution de Prévoyance).

<sup>552</sup> La COB fu istituita con l’ordinanza 833 del 1967, quando il mercato finanziario non era ancora sviluppato e – come ricordano G. NARDOZZI e G. VACIAGO, *La riforma della CONSOB nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*, cit, p. 72 – nacque non solo per garantire le regole del gioco e per far arretrare lo Stato, ma in maniera originale anche con un’impronta equitativa che tuttavia, nel tempo, è andata attenuandosi. La particolarità, rispetto alla CONSOB, è che la COB originariamente era competente solo in materia di borse, non anche di società per azioni. Come evidenzia A. BARZAGHI, *La funzione di “alta vigilanza” della Cob nel modello multipolare francese*, in *La riforma della CONSOB nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*, p. 123, sia prima e sia dopo della prima grande riforma – la l. 59/1989, seguita alla l. 70/88 di riforma della Borsa valori – la COB si è sempre caratterizzata per una difficile demarcazione di competenze rispetto ai tanti organismi ad essa contigui.

---

tuelles et Institutions de Prévoyance), che diventa Autorità unica delle assicurazioni e dei fondi pensione in luogo rispettivamente di CCA (Commission de Contrôle des Assurances) e CCMIP (Commission de Contrôle des Mutuelles et Institutions de Prévoyance); dimezza il numero dei comitati presenti nei settori finanziari<sup>553</sup>. L'AMF diviene "organisme public indépendant" finalizzato alla protezione del risparmio, alla tutela dell'informazione e al buon funzionamento dei mercati finanziari, con competenze regolamentari, autorizzatorie, di "sorveglianza" e sanzionatorie: è composto, oltre che da speciali commissioni, da un collegio di sedici commissari, di nomina diversa come nella tradizione transalpina, e da una commissione sanzionatoria, composta da dodici membri, presieduta da un magistrato e divisa dall'organo deliberante per evitare una commistione di ruoli diversi<sup>554</sup>. Il sistema, ancorché profondamente razionalizzato<sup>555</sup>, è tuttavia

---

<sup>553</sup> Ad esempio, nasce il Comité Consultatif du Secteur Financier, risultato della fusione tra il Conseil National du Crédit et du Titre, il Comité Consultatif, la Commission Consultatif de l'Assurance. E ancora, il Comité Consultatif de la Législation et de la Réglementation Financières è il prodotto dei vecchi Comité de la Réglementation bancaire et financier e del Conseil National de Assurance. Per quanto concerne la revisione contabile, in linea con il modello inglese – che tuttavia la FSA ha richiesto di modificare – viene istituito presso il Ministero della Giustizia un Consiglio per la Contabilità.

<sup>554</sup> Secondo la l. 706/2003, l'AMF è un'Autorità dotata di personalità morale (art. 2), di autonomia finanziaria (art. 7) e di poteri di autoregolamentazione (art. 8), nonché di un proprio ruolo del personale: a differenza della COB, può reclutare professionisti di diritto privato. E' competente su regolarità e informazione di servizi d'investimento, gestione collettiva del risparmio, mercati, loro regolamenti, gestione accentrata, stanze di compensazione, operatori del mercato, promotori, agenzie di "notation", vendite a domicilio. La competenza esclusiva sui suoi atti spetta alla Corte d'Appello di Parigi (art. 17). Il suo presidente, attualmente PRADA in continuità con la COB, è nominato dal Presidente della Repubblica, dura in carica cinque anni, ma non è riconfermabile. Gli altri quindici membri sono (art. 3): un esponente del Consiglio di Stato, nominato dal suo vicepresidente; un consigliere della Cassazione, nominato dal primo presidente; un consigliere capo della Corte dei Conti, nominato dallo stesso giudice della contabilità; un rappresentante della Banca di Francia, nominato dal Governatore; il presidente del Consiglio Nazionale di contabilità; tre membri, nominati rispettivamente da Senato, Presidente dell'Assemblea Nazionale e Presidente del Consiglio economico e sociale; sei membri frutto della concertazione tra i vari soggetti del mercato, sulla base di consultazioni promosse dal Ministro dell'economia; un membro espressione dei sindacati dei lavoratori. Si tratta, come si può notare, di un sistema di diffusione fondato sulla dispersione dei poteri e sull'accountability diffusa.

<sup>555</sup> *Naissance de l'Autorité des Marchés Financiers*, Le Monde, 24 novembre 2003. Alla presentazione della nuova Autorità, il ministro dell'Economia MER ha evidenziato come la semplificazione favorisca l'intelligibilità, la fiducia e la rilevanza sul piano internaziona-



---

impiantato sempre su tre gambe: nel settore creditizio, la vigilanza spetta alla Commission Bancaire e il potere autorizzatorio al CECEI; nel settore assicurativo e della previdenza integrativa, la CCAMIP è Autorità unica, quantunque le autorizzazioni spettino a dicasteri diversi; nei mercati finanziari, potere regolamentare e di vigilanza sulla trasparenza spettano alla neonata AMF, il controllo sulla stabilità è attribuito alla Commission Bancaire e il potere autorizzatorio è esercitato dal CECEI.

### 5.2.10 Il modello mediterraneo e l'allargamento

La stessa tripartizione è presente in Spagna, laddove la vigilanza sul complessivo sistema finanziario è suddivisa – secondo un criterio soggettivo – tra il Banco de Espana, competente nel settore creditizio, la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), presente nei mercati finanziari, e il DGS, il direttorato generale ministeriale che controlla il settore assicurativo e quello della previdenza complementare. In verità anche nel Paese iberico è in atto una disputa circa l'unificazione delle Autorità, essendo particolarmente sconvenienti le sovrapposizioni di intervento in un sistema che attribuisce agli organismi di vigilanza su banche ed assicurazioni procedimenti molto formalizzati e, viceversa, al CNMV una struttura molto più flessibile<sup>556</sup>: disputa che tuttavia sembra essersi conclusa con la vittoria del sistema tripartito<sup>557</sup>, atteso che recenti riforme – principalmente la l. 37/1998, ma

---

le. *Il Sole 24 Ore, Borsa francese, Authority unica, 18 luglio 2003*, evidenzia come tuttavia sia trascorso esattamente un anno dall'annuncio dell'istituzione della riforma alla formalizzazione della stessa.

<sup>556</sup> *The financial services sector in Europe* in Freshfield Bruckhaus Deringer, September 2002.

<sup>557</sup> In particolare, la Banca di Spagna ha i poteri di tenuta degli albi, regolamentare, ispettivo – quest'ultimo ordinario o speciale, anche delegato dal Ministero dell'economia -, acquisitivo, informativo, sostitutivo e sanzionatorio sugli enti di credito. La DGS, invece, non è ancora dotata di spiccata autonomia e detiene minori poteri sul settore assicurativo e dei fondi pensione.

---

anche le leggi 44/2002 e 26/2003, di impianto europeista<sup>558</sup> – hanno rafforzato i poteri della CNMV senza procedere, però, ad aggregazioni di competenze. La Comision Nacional del Mercado de Valores, d'altra parte, è istituzione recente rispetto alle sue omologhe europee: istituita con la l. 24/1988, nel quadro di una più complessiva riforma dei mercati, ha assunto poteri che fino ad allora spettavano alla Direzione Generale del Tesoro in collaborazione con la Juntas sindacaes de la Bolsas de valores. Questa tradizione interventista, nonché la verde età della CNMV spiegano una particolarità dell'organismo spagnolo: nonostante i correttivi apportati dalle recenti riforme, essa è ancora più impegnata nella vigilanza informativa ed ispettiva rispetto a quella regolamentare, che esercita mediante “circulares” non equiparabili ai regolamenti della CONSOB e che è compressa tra il potere normativo del Parlamento, del Governo e del Ministero dell'economia e l'autoregolamentazione degli organismi di governo delle borse<sup>559</sup>.

Un'analogia segmentazione della vigilanza sui diversi settori del sistema finanziario si ha negli altri Paesi mediterranei: in Portogallo la Commissao do Mercado de valores mobiliarios (CMVM), istituita addirittura con decreto legge 142/1991<sup>560</sup>, ed in Grecia la Capital Market Commission, nata con l.

---

<sup>558</sup> M. CORICELLI, *Debutta a Madrid la nuova governance*, *Il Sole 24 Ore*, 4 gennaio 2004; la l. 26/2003 ha incrementato il budget della CNMV e ha previsto la pubblicazione sul relativo sito Internet delle informazioni rilevanti di mercato.

<sup>559</sup> Si tratta di un profilo particolarmente evidente alla sua istituzione, come ricorda A. BARZAGHI, *Le funzioni di regolamentazione e di controllo della Cnmv nel modello gerarchico spagnolo in La riforma della CONSOB nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*, cit. p. 145. Ma è connotazione ancora presente, perché – sebbene sia stato ridotto il quasi-monopolio governativo sulla normazione secondaria – le circulares possono essere emanate solo laddove richieste per l'esecuzione e lo sviluppo dei decreti reali e degli ordini del Ministero dell'economia. Per contro, la CNMV gode di importanti poteri di richiesta d'informazioni, registrativi, acquisitivi, sostitutivi. Per quanto concerne i poteri sanzionatori, essi sono limitati alle infrazioni meno gravi, mentre per il resto sono attribuiti a Ministero dell'economia e Consiglio dei ministri. L'ambito di competenza concerne gli intermediari – distinti in *instituciones de inversion colectiva*, *sociedades* e *agencias de valorose* e *sociedades gestorese de cartera* -, i mercati – soprattutto quelli secondari, vale a dire le borse di Madrid, Barcellona, Bilbao e Valencia, ma anche quello primario e quelli di options e futures – e gli emittenti.

<sup>560</sup> [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt) La vigilanza bancaria spetta alla Banca Centrale e quella assicurativa ad un Istituto delle assicurazioni.

---

148/1967<sup>561</sup>, risultano essere competenti solo in materia di mercati mobiliari. Il “modello mediterraneo” fondato sul pluralismo nella vigilanza, tuttavia, non è seguito nel resto dell’Unione – con l’eccezione dell’Autoriteit Financiële Markten olandese<sup>562</sup> – e ciò potrebbe creare problemi di coordinamento in futuro, a meno che tale particolarità non sia giustificata empiricamente da una specificità del sistema finanziario dell’Europa meridionale. Dunque, se alla luce dei notevoli progressi di questi anni<sup>563</sup>, sembra plausibile “il doppio salto mortale” del CESR – assunzione di poteri di vigilanza propri e estensione della competenza a banche, assicurazioni e fondi pensione – permangono gli ostacoli delle resistenze nazionali all’unificazione verticale, del modello di vigilanza pluralista mediterranea e dell’imminente allargamento a nuovi Paesi dell’Unione Europea. Se è vero che anche questi ultimi stanno approntando considerevoli riforme sul piano della vigilanza – basti pensare alla legge polacca del 21 agosto 1997 istitutiva del KTWG (Komisja Papierow Wartosciowych i Gield)<sup>564</sup> e alla legge slovacca 96/2002 istitutiva dell’UFT (Urad pre Financy Trh) –, le rispettive Autorità, benché pienamente indipendenti, sono generalmente competenti sui soli mercati

---

<sup>561</sup> Come risulta dal sito [www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr), le modifiche a tale legge – apportate con leggi 1969/1991, 2166/1993, 2324/1995, 2396/1996 – non hanno inciso sulla separazione della vigilanza tra i vari settori della financial economy. I maggiori mercati assoggettati al controllo della CMC sono l’Athens Stock Exchange e l’Athens Derivates Exchange. La vigilanza bancaria, invece, è svolta dalla Banca Centrale e quella assicurativa da un direttorato ministeriale.

<sup>562</sup> *Supervision of the market*, in [www.afm.nl](http://www.afm.nl). Alla luce del Wte del 1995, la legge sulla vigilanza sui mercati finanziari, come profondamente modificata anche nel 2002, l’Autoriteit Financiële Markten è competente sui mercati e gli intermediari, mentre la vigilanza prudenziale è affidata alla Nederlandsche Bank e quella assicurativa ad un’Authority ad hoc. Tale architettura è stata confermata anche successivamente allo scandalo Ahold.

<sup>563</sup> Basti pensare che G. MANGHETTI, Quali soluzioni istituzionali nell’Unione Europea?, cit, p. 439, escludendo quei Paesi nei quali la vigilanza assicurativa risulta essere assoggettata a condizionamenti governativi, appena due anni fa individuava solo in Svezia ed Inghilterra i Paesi con Authority unica.

<sup>564</sup> [www.kpwig.gov.pol](http://www.kpwig.gov.pol). Tale Autorità ha rappresentato il modello per molti organismi omologhi dell’Est europeo ed è composta da nove membri. Il presidente è nominato dal Primo Ministro su richiesta del Ministro delle finanze e del presidente della Banca di Polonia e dopo un parere espresso dalle commissioni parlamentari.

---

mobiliari<sup>565</sup>: solo quattro dei dieci nuovi membri, infatti, dispongono di un'Authority unica<sup>566</sup>.

---

<sup>565</sup> Dato ascrivibile anche alla minore compenetrazione intersettoriale dei sistemi finanziari appartenenti all'ex blocco sovietico.

<sup>566</sup> Si tratta di Ungheria, Lituania, Estonia e Malta. Viceversa, hanno istituzioni separate, oltre a Polonia e Slovacchia, anche Repubblica Ceca, Slovenia, Lituania e Cipro.

---

## BIBLIOGRAFIA

- A.A.VV., *A user's Guide to the facilities of the Public Reference Room*, SEC 2255 (2-95).
- AA.VV., *Insider Trading in Junk Bonds*, in *Harv. Law Rev.*, 1992.
- AA.VV., *The Work of the SEC*, Office of Public Affairs, Policy Evaluation and Research, United States Securities and Exchange Commission, June 1997.
- AA.VV., *User's Guide to the Facilities of the Public Reference Room*, SEC 2225 (2-95).
- ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca borsa*, 1992, I.
- ACOCELLA, *Esercizi e complementi di politica economica*, ed. Kappa. 1993.
- AKASHI, *Regulation of insider trading in Japan*, 89 *Columbia L. Rev.* 1296, 1989.
- ALESSANDRI, *Confisca nel diritto penale*, in *Dig. Pen.*
- AMATO G., *Autorità semi-indipendenti e autorità di garanzia*, in *Autorità indipendenti e principi costituzionali*, Padova, 1999.
- AMATO G., *Le Autorità indipendenti in Storia d'Italia - Legge Diritto giustizia*, Torino, 1998.
- AMATO G., *Rapporti fra norme primarie e secondarie (aspetti problematici)*, Milano, 1962.
- AMODIO, *Commentario del Nuovo Codice di Procedura Penale*, vol. III, 2, Milano, 1990.

- 
- ANNUNZIATA F., *Interpretare o "legiferare"? Le comunicazioni persuasive delle autorità di controllo sui mercati finanziari*, in *Riv. Soc.*, 1995, pp. 908 ss.
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2003.
- ANNUNZIATA F., *Il ruolo del Securities and investment board nel sistema inglese a doppio livello*, in *La riforma della CONSOB nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*, a cura di G. NARDOZZI e G. VACIAGO.
- ANTOLISEI F., *Manuale di diritto penale-leggi complementari*, Milano, 2002.
- ANTOLISEI F., *Manuale di diritto penale*, Milano, 1982.
- ARCURI R. e PARDOLESI R., voce *Analisi economica del diritto*, in *Enc. del Diritto Aggiorn. VI*.
- ARCURI R. e VAN DER BERGH R., *Metodologie di valutazione dell'impatto della regolamentazione: il ruolo dell'analisi costi-benefici*, in *Merc. Reg. Conc.*, 2001, pp. 223 ss.
- ASSONIME, *La sollecitazione all'investimento nel Testo Unico della Finanza: il commento dell'Assonime*, in *Riv. Soc.*, 2001, pp. 217 e ss.
- AZZALI, *Aggiotaggio*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1958, vol. I.
- BALDASSARRE A., *Diritti della persona e valori costituzionali*, Torino 1997.
- BALDASSARRE A., *Iniziativa economica privata*, in *Encicl del Dir. XXI*.
- BANCA D'ITALIA, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, tenuta in Roma il 31 Maggio 2004.
-

- 
- BANCA D'ITALIA, *La Banca d'Italia e i problemi della moneta e del credito: organizzazione e funzioni della Banca Centrale! Banca d'Italia*; a cura di A. Finocchiaro e A.M. Contessa (quarta edizione), Roma, Bancaria Editrice, 1994.
- BANCA D'ITALIA, *La normativa sulla Banca d'Italia* (seconda edizione), a cura della consulenza legale Roma - Bari Laterza, 1992.
- BARBERA A., *Atti normativi o atti amministrativi generali delle Autorità garanti?*, in *Regolazione e garanzia del pluralismo*, Milano, 1997.
- BARBERA e COCOZZO e CORSO, *Il principio d'eguaglianza*, in *Manuale di diritto pubblico*, Bologna, 1984.
- BARSELLA, *Insider trading e obblighi di divulgazione delle informazioni sui mercati finanziari*, in *Consob, Quaderni di Finanza*, 1990, n. 1.
- BARTALENA, *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO e PORTALE, Utet, Torino, 1994.
- BARTALENA, *Il regolamento CONSOB in tema di insider trading*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1991, I.
- BARTALENA, *La legge sull'insider trading*, in *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, 1991, I.
- BARTALENA, *L'abuso d'informazioni privilegiate*, Milano, 1989.
- BARTULLI e ROMANO, *Sulla disciplina dell'insider trading (legge 17 maggio 1991, n. 157)*, in *Giur. Comm.*, 1992. I.
- BARTULLI e ROMANO, *Profili penali dell'insider trading*, in *Riv. Soc.*, 1989.
- BARTULLI e ROMANO, *Comportamenti economici e legislazione penale*,
-

- 
- Milano, 1979.
- BARTULLI e ROMANO, *L'insider trading nella prospettiva penale*, in AA.VV.
- BARZAGHI A., *La funzione di "alta vigilanza" della Cob nel modello multipolare francese*, in *La riforma della CONSOB nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*.
- BARZAGHI A., *Le funzioni di regolamentazione e di controllo della Cnmv nel modello gerarchico spagnolo*, in *La riforma della CONSOB nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*.
- BASEL e STEIN, *The value of information: interferences from the profitability of insider trading*, in *Journ. Fin. Quan. Anal.*, 1979.
- BELLI F., *Note a margine della vigilanza*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1998.
- BENSTON e HAGERMAN, *Determinants of Bid-Ask spreads in the OTC market*, *Journal of Financial Economics*, 1987, 3.
- BERGMANS, *Inside information and securities trading*, London, 1991.
- BERNARDINI P., *L'applicazione degli usi del commercio internazionale ai contratti internazionali* in *Fonti e tipi del contratto internazionale*, Milano, 1991.
- BESSONE M., *Il diritto privato europeo dei mercati finanziari*, [www.studiocelentano.it/lenuovevocideldritto](http://www.studiocelentano.it/lenuovevocideldritto), 2003.
- BESSONE M., *I mercati mobiliari*, Milano, 2002.
- BESSONE M., *Imprese e società*, Bari, 2001.
- BESSONE M., *Mercato dei valori mobiliari e tutela del risparmiatore: l'esperienza CONSOB*, in *L'innovazione finanziaria: tecniche contrattuali*, Roma, 1988.
-



- 
- BETTIOL e BETTIOL, *Istituzioni di Diritto e Procedura Penale*, Cedam, 1993.
- BIANCHI L.A., in "*Consob, niente due diligence sui prospetti*", in *Il Sole 24 Ore*.
- BIANCHIERI C., commento al documento dell'IOSCO *Objectives and principles of securities regulation*, in *Banca Imp. Soc.*, 1999, p. 161.
- BIELLI F., *Note a margine della vigilanza*, in *Intermediari finanziari e società quotate*, a cura di A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI e V. SANTORO, Torino, 1999.
- BLASI, *Matematica per le applicazioni economiche e finanziarie*, ed. Kappa, 1997.
- BOCCIARELLI R., *Resta il fascino del modello inglese*, *Il Sole 24 Ore*, 30 gennaio 2002.
- BRESCIA MORRA M.C., *Le fonti del diritto finanziario in Europa e il ruolo dell'autoregolamentazione*, in *Quaderno di ricerche n. 44*, 2002.
- BRICOLA, *Il diritto penale del mercato finanziario*, in *Contatto e impresa*, 1992.
- BRIGGS, *Insider trading and the prospective investor after Chestman decision*, in *Sec. Reg. Law Journ.*, 1992.
- BRIVIO E., *Via libera alla nuova OPA europea*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 novembre 2003.
- BRUZZONE G., *La regolazione intrusiva oggi*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2002.
- BUFACCHI I., *Minervini: nella vigilanza più ispezioni e moral suasion*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 dicembre 2003.
-

- 
- BUFACCHI I., *Una Super Authority per il risparmio*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 dicembre 2003.
- BUTA G., *Testo unico finanza*, Commentario a cura di G.F. CAMPOBASSO, UTET, 2002, pagg.48, 57 e ss.
- CABIDDU M.A., commento alla sent. 460/2000 della Corte Costituzionale, in *Banca Borsa Titoli Cr.*, 2000, p. 400.
- CALCATERRA M., *Cambia la Borsa di Parigi: Authority unica, nuovo CAC 40*, *Il Sole 24 Ore*, 22 novembre 2003.
- CALDERONI M., *Vigilanza, un'Europa con due scuole*, *Il Sole 24 Ore*, 30 gennaio 2002.
- CAMMARANO G., *Esigenze economiche e modelli organizzativi di vigilanza*, in *Ban. Imp. Soc.*, 3/2001, pp. 413 e ss.
- CAPARVI R., *Il nuovo mercato mobiliare italiano*, Milano, 1997.
- CAPRIGLIONE F. e MONTEDORO G., *Società e borsa, CONSOB* in *Encicl. del Dir. Aggiorn VI*.
- CAPRIGLIONE F., *Borsa (mercati di)*, in *Encicl. del Dir. Aggiorn V*.
- CAPRIGLIONE F., *Commentario al Testo unico delle disposizioni i materiali di intermediazione finanziaria*, G.ALPA-F.CAPRIGLIONE, Padova, Cedam, 1998, pag 839 e ss.
- CAPRIGLIONE F., *Diritto delle banche degli Intermediari Finanziari e dei Mercati*, Cacucci Editore, Bari.
- CAPRIGLIONE F., *La DISCIPLINA degli intermediari e dei mercati finanziari: commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di Francesco Capriglione, Padova, Cedam, 1997.
- CAPRIGLIONE F., *Poteri della controllante e organizzazione interna di*
-

- 
- gruppo*, in *Riv. Soc.*, 1990.
- CARBONARA A. e SCARPA F., *Autoregolazione, decentralizzazione e incentivi nella riforma dei mercati di Borsa*, in *Banc. Imp. Soc.*, 1998, pp. 383 e ss.
- CARBONE, *Commento alla legge 17 maggio 1991, n. 157*, in *Nuove leggi civili commentate*.
- CARBONE, *Tutela del mercato e insider trading*, vol. 1 e 2, Cedam, 1993.
- CARBONE, *Nuovi illeciti attinenti alla negoziazione di «valori mobiliari». Profili della disciplina. Spunti critici*, in *Foro it.*, 1991, V.
- CARBONE, *La tutela del risparmiatore nei mercati finanziari. Profili civilistici*, in *Corr. Giur.*, 1990.
- CARBONETTI F., *Acquisto di azioni proprie e insider trading*, in *Riv. Soc.*, 1989.
- CARBONETTI F., *CONSOB*, in *Encicl. Treccani*.
- CARCANO, *Insider trading e analisi finanziaria in una sentenza statunitense*, in *Riv. Soc.*, 1985. *La direttiva CEE sull'insider trading*, in *Riv. Soc.*, 1989.
- CARDI E. e VALENTINO P., *L'istituzione CONSOB. Funzioni e struttura*, in  *Mercati finanziari*, testi e materiali a cura di M. BESSONE.
- CARDI E., *Commento agli artt. 1-4 della legge 281/1985*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 1990.
- CARDIA L., *Indagine conoscitiva su "I rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio "*, Audizione presso le Commissioni riunite VI e X di Camera e Senato, 20 gennaio 2004.
- CARINGELLA F., *Corso di diritto processuale amministrativo*, Milano,
-

- 
- 2003.
- CARINGELLA F., *Corso di diritto amministrativo*, Milano, 2001.
- CARLASSARRE L., *Regolamento, Enc. del Dir. Aggiorn. V.*
- CARLTON e FISCHER, *The regulation of insider trading*, in *Stanford Law Review*, 1983, vol. 35 (5).
- CARRIERO, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA-CAPRIGLIONE, Cedam, 1998, vol. III.
- CARRIERO, *Informazione, mercato, bona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992.
- CARRIERO, *L'insider trading nella disciplina comunitaria*, in *Le Soc.*, 1990.
- CARRIERO, *Il problema dell'insider trading*, in *Foro it.*, 1988, V.
- CARULLO A., voce Appalti pubblici in *Encicl. del Dir.*
- CASELLA, *La legge sulla repressione dell'Insider Trading*, in *Giur. comm.*, 1991, I.
- CASSESE S. e FRANCHINI C. (a cura di), *I garanti delle regole*, Bologna, Il Mulino, 1996.
- CASSESE S. e FRANCHINI C., *I garanti delle regole: le autorità indipendenti*, Bologna, Il Mulino, 1996.
- CASSESE S., *Mercati finanziari, Stato e Regioni*, in *Banca Imp. Soc.*, 2003 n. 1, pp. 3 e ss.
- CASSESE S., *La crisi dello Stato*, Bari, 2002.
- CASSESE S., *La nuova costituzione economica*, Bari, 2002.
- CASSESE S., *L'arena pubblica*, in «Rivista trimestrale di diritto pubblico»,
-

- 
- 2001, n. 3, pp. 601-650.
- CASSESE S., *Le reti come figura organizzativa della collaborazione*, in PREDIERI A.-MORISI M.(a cura di), *L'Europa delle Reti*, Torino, Giappichelli, 2001.
- CASSESE S., *Le basi costituzionali*, in *Trattato di diritto amministrativo*, Milano, 2000.
- CASSESE S., *Soffocati da troppe regole*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 novembre 1998.
- CASSESE S., *Poteri indipendenti, Stati, relazioni ultrastatali*, in «Il Foro italiano», CXXI (1996), parte V, pp. 7-13.
- CASSESE S., *La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa-CONSOB e i poteri indipendenti*, in *Riv. Soc.*, 1994, pp. 412 e ss.
- CASSESE S., *La Consob e i poteri indipendenti*, Bollettino Consob ed. spec. 3/94.
- CATALANO G., *Nota a sentenza n. 11279/1997 della Corte di Cassazione*, in *Foro it.*, 1998, p. 3292.
- CAVAZZUTI F., *La Consob e la regolazione dei mercati finanziari*, Roma, Istituto poligrafico e Zecca di stato, Quaderni di Finanza, 2000.
- CAVAZZUTI F., *La CONSOB e la regolazione dei mercati finanziari*, in *Quaderni di Finanza* n. 38, maggio 2000, [www.CONSOB.it](http://www.CONSOB.it).
- CECI IAPICHINO, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA - CAPRIGLIONE, Cedam, 1998, vol. III.
- CELANO B., *Open texture: l'interpretazione del diritto tra formalismo ed anti-formalismo*, [www.unipa.it](http://www.unipa.it).
-

- 
- CERA M., *L'attività d'intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca Bor. Tit. Cr.*, 1994, pp. 34 e ss.
- CERA M., in *CONSOB: L'istituzione e la legge penale*, a cura di G. Flick. Atti del Convegno sulla giornata di studio (Roma, 6 maggio 1986). Relazioni di G. Rossi, Milano, Giuffré, 1987.
- CERA M., *La consob. Prefazione di Guido Rossi*, Giuffré, Milano, 1984.
- CERRI, *L'eguaglianza nella giurisprudenza della Corte costituzionale. Esame analitico ed ipotesi ricostruttiva*, Milano, 1976.
- CERRI, *Nuove note sul principio di eguaglianza*, in *Giur. cost.*, 1971, pagg. 973 ss.
- CERULLI IRELLI V., *Aspetti costituzionali e giuridici delle Autorità*, in *L'indipendenza delle Autorità*, Bologna, 2001.
- CERULLI IRELLI V., *Audizione davanti alla I Commissione (Affari Costituzionali)*, 12 maggio 1999.
- CERVATI A., *Commento all'art. 70*, in *Commentario della Costituzione*, Bologna, 1995.
- CHEESEMAN, *The Legal and Regulatory Environment of Business*, Macmillan, New York 1985.
- CHERCHI A., *Un Codice per i segreti dei cittadini*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 dicembre 2003.
- CHIAPPETTA F. e D'AMBROSIO R., *Opa e disciplina del procedimento*, in *Riv. Soc.*, 2001, pp. 463 e ss.
- CHIASSONI P., *Il fascino discreto della common law*, in *I metodi della giustizia civile*, a cura di M. BESSONE, E. SILVESTRI e M. TAFURRO, Padova, 2000.
- CICCODICOLA C., *La Consob risponde per omessa vigilanza se il pro-*

- 
- spetto informativo è falso*, 2001, Archivio CERADI, [www.luiss.it](http://www.luiss.it).
- CINTIOLI F., *I regolamenti delle Autorità indipendenti nel sistema delle fonti tra esigenze della regolazione e prospettive della giurisdizione*, relazione al *Convegno sulle Autorità amministrative indipendenti*, Roma, Consiglio di Stato, 9 maggio 2003, in [www.giustizia-amministrativa.it](http://www.giustizia-amministrativa.it).
- CIOCCA P., *Vigilanza: una opìù istituzioni?*, in *Ban. Imp. Soc.*, 2001, n. 3, pp. 432 ss.
- CIOCCA P., *La nuova finanza in Italia*, Torino, 2000.
- CLARICH M., *Garanzia del contraddittorio nel procedimento*, relazione al *Convegno sulle Autorità amministrative indipendenti*, Roma, Consiglio di Stato, 9 maggio 2003, in [www.giustizia-amministrativa.it](http://www.giustizia-amministrativa.it).
- CLARICH M., *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, in *Riv. Impr. Soc.*, 2003, pp. 39 e ss.
- CLARICH M., *La responsabilità della Consob nell'esercizio della funzione di vigilanza: due passi oltre la sentenza della Cassazione n. 500/1999*, in *Danno e Responsabilità*, 2002, p. 226.
- CLARICH M., *Un approccio madisoniano*, in *L'indipendenza delle Autorità*.
- COHEN, *Struttura, funzionamento e compiti della SEC*, in *Riv. Soc.*, 1977.
- COLANTUONI V. e KRASNA T., in *Commentario al D. Lgs. 24/2/1998 n. 58*, a cura di C. RABITTI BEDOGNI, Milano, 1997.
- COMPORTI C., *Lezione sull'armonizzazione dei mercati finanziari*, Università La Sapienza, 24 marzo 2003.

- 
- CONFORTI B., *Diritto internazionale*, Napoli, 2002.
- CONSO e GREVI, *Profili del nuovo codice di procedura penale*, Padova, 1996.
- CONTI R., *Lesione dell'interesse legittimo: la Cassazione a tutta birra sulle ali della "500" del 1999*, in *Danno e Resp.*, 2003, p. 484.
- CONTI, *Rialzo e ribasso fraudolento di prezzi o valori*, in *Nov. dig. it.*, Torino, 1968, vol. XV.
- COPELAND, *A model of Asset Trading under the Assumption of Sequential Information Arrival*, *Journal of Finance*, 1976, XXXI (4).
- CORAPI, *Inside information e insider trading prospettive di intervento legislativo*, in *L'informazione societaria*.
- CORICELLI M., *Debutta a Madrid la nuova governance*, *Il Sole 24 Ore*, 4 gennaio 2004.
- CORRADO R., *I contratti di Borsa*, Torino, 1960.
- COSTI R., *Le priorità? La class action e un giro di vite sui revisori*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 gennaio 2004.
- COSTI R., *Regioni e credito: i profili istituzionali*, in *Banca Imp. Soc.*, 2003 n. 1, pp. 9 e ss.
- COSTI R., *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2001.
- COSTI R., *Sul coordinamento fra autorità di vigilanza*, *Ban. Imp. e Soc.*, num. 3/2001, pp. 417 e ss.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000.
- CRESPI e STELLA e ZUCCALÀ, *Commentario breve al codice penale*, Padova, 1992, sub art. 361 c.p.
- CRESPI, *Insider trading e frode sul mercato dei valori mobiliari*, in *Riv.*
-



- 
- soc, 1991.
- CRISPI, *Rilievi preliminari intorno ad un disegno di legge sulla repressione penale dell'attività di insider trading*, in *Riv. Soc.*, 1989, pag. 34 ss.
- CRISAFULLI V., *Lezioni di diritto costituzionale I*, Verona, 1993.
- CRISAFULLI V., *Lezioni di diritto costituzionale II*, Verona, 1993.
- CRISAFULLI, *Eguaglianza dei sessi, requisiti e sindacato della Corte*, in *Giur. cost.*, 1958, pagg. 862 ss.; *Ancora in tema di eguaglianza*, in *Giur. cost.*, 1959.
- CRISTIANI E. e DIMUNDO F., nota alla sentenza 3132/2001 della Corte di Cassazione, in *Danno e responsabilità*, 2001, p. 509.
- CRUGNOLA E.R., *L'attività del giudice nel nuovo "processo societario" di cognizione di primo grado: fissazione dell'udienza, istruzione, fase decisoria*, in *Le Società*, 2003, pp. 781 e ss.
- DACREMA P., *L'evoluzione della banca in Italia. Profili storici e tecnici*, Egea, 1997
- DAMASKA M., *I due tipi di Stato e gli scopi del processo*, in *I metodi della giustizia civile*, cit.
- D'ATENA A., *Materie legislative e tipologia delle competenze*, in *Quaderni costituzionali* 2003/1, pp. 15 e ss.
- DE GAETANO POLVEROSI, *Il testo unico della intermediazione finanziaria (Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di RABITTIBEDOGNI, Giuffrè, 1998.
- DE MICHELE, voce «Indizio», in *Digesto delle discipline penalistiche*, vol. VI, Torino, 1992.
- DE MINICO G., *Antitrust e CONSOB. Obiettivi e funzioni*, Padova, 1997.
-

- 
- DE NICOLA A., *Vigilanza, un arcipelago da rivisitare*, *Il Sole 24 Ore*, 1 febbraio 2002.
- DE SIERVO U., *La diversità fra le varie autorità*, in *Autorità indipendenti e principi costituzionali*.
- DE VITIS T., *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, Commentario al d.lgs. 58/98 a cura di C. RABITTI BEDOGNI, pag. 615 e ss.
- DENNERT, *Insider Trading*, in *Centro di Ricerche Finanziarie Gruppo I-MI*, marzo 1991, n. 10.
- DENOZZA F., *Discrezione e deferenza: il controllo giudiziario sugli atti delle autorità indipendenti "regolatrici"*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2000, pp. 484 e ss.
- DI BENEDETTO P., voce *ISVAP*, in *Encicl. Giur. Treccani, Aggiorn.*
- DI CHIO G., *Gli intermediari: il sistema di vigilanza e l'esercizio dei servizi di investimento*.
- DOLMETTA A.A. e MINNECI U., *Borsa (contratti di)*, in *Encicl. del Dir. Aggiorn. V.*
- DONATO e PORTOLANO, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA - CAPRIGLIONE, Cedam, 1998, vol. III
- DRAETTA U., *Internet e commercio elettronico*, Milano, 2001.
- DUBEY e GEANAKOPOLOS e SHUBIK, *The Revelation of Information in Strategic Market Games*, in *Journal of Mathematical Economics*, 1987, vol. 16.
- EASTERBROOK e FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, in *Harvard University Press*, 1991.
- EATWELL J., *A World Financial Authority*, in *Global Financial Crises*.

- 
- Lessons from recent events*, New York, 2000.
- ENRIQUES L., *Dalle attività d'intermediazione mobiliare ai servizi d'investimento*, in *Riv. Soc.*, 1998, pp. 1034 e ss.
- ERMETES, *U testo unico della intermediazione finanziaria (Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di RABITTI BEDOGNI, Giuffrè, 1998.
- FABRIZIO e TROVATORE, *Il testo unico della intermediazione finanziaria (Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di RABITTI BEDOGNI, Giuffrè, 1998.
- FABRIZIO S., *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, Commentario al d.lgs. 58/98 a cura di C. RABITTI BEDOGNI, pag. 537 e ss.
- FALZEA, *Apparenza*, in *Enc. dir.*, Milano, 1958, vol. II.
- FAMA, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in *Journ. Fin.*, 1970, vol. 25.
- FAUCEGLIA G., *Patti par asociali*, in *Encicl. Del Dir. Aggiorn. V.*
- FAZIO A., *Indagine conoscitiva su "I rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio"*, Audizione presso le Commissioni riunite VI e X di Camera e Senato, 20 gennaio 2004.
- FERRARA R., *Introduzione al diritto amministrativo*, Bari, 2002.
- FERRARESE R., *Le istituzioni della globalizzazione*, Bologna, 2000.
- FERRARINI G. e LISANTI M., *Quali difese e per chi nelle OPA ostili?*, in *Mercati Conc. Reg.*, 2000, pp. 139 e ss.
- FERRARINI G., *Trattato delle S.p.A.*, in G. COLOMBO-C. PORTALE, vol. 10/2, Utet, 1993.
- FERRARINI G., *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e*
-

- 
- tutela degli investitori*, Milano, 1986.
- FERRI, *Banca d'Italia*, in *Enc. dir.*, Milano, 1959, vol. V.
- FERRI-LUZZI P., *Azioni: gestione accentrata o dematerializzazione; partecipazione all'assemblea*, in *Riv. Soc.*, 2002, pp. 488 e ss.
- FINNERTY, *Insiders and Market Efficiency*, in *Journ. Fin.*, 1976, vol. 31.
- FINZI, *Il possesso dei diritti*, Milano, 1968.
- FLICK G.M., *Consob. L'istituzione e la legge penale*.
- FLICK G.M., *Intervento su economia ed etica nell'Europa della globalizzazione*, Roma, seminario, 2 aprile 2003.
- FLICK G.M., *Lezione sull'Europa di fronte alle sfide della criminalità economica*, Università LUISS, 19 maggio 2003.
- FOFFANI, *La nuova disciplina dell'insider trading e delle frodi nel mercato mobiliare*, in *Riv. trim. dir. pen. dell'econ.*, 1991.
- FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica nel diritto penale*, Milano, 1994.
- FORTUNATO S., in *Testo Unico della Finanza*, commentario diretto da G. F. CAMPOBASSO, Torino, 2002.
- FRANCHINI C., *Le autorità indipendenti come figurative organizzative nuove*, in *I garanti delle regole*, Bologna, 1996.
- FREGO LUPPI S.A., *Provvedimenti CONSOB e giurisdizione: il caso delle sanzioni interdittive*, in *Banca Bor. Tit. Cr.*, 2002, pp. 688 e ss.
- FRENI E., *Autorità per le garanzie nelle comunicazioni*, in *Enc. Giur. Trecani*.
- FRESHFIELD BRUCKHAUS DERINGER, *The financial services sector in Europe*, settembre 2002.
-

- 
- FRIEDMAN A., *Soldi in Tasca*, 4 febbraio 2004, [www .miaeconomia.it](http://www.miaeconomia.it).
- GABRIELLI M., *Capire la finanza: guida pratica agli strumenti finanziari*, Milano, Il Sole 24 ore, 2004.
- GAILLARD (ed.), *Insider Trading. The Laws of Europe, The United States and Japan*, Deventer-Boston, 1992.
- GALANTI E., *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione mobiliare*.
- GALANTI E., *Norme delle Autorità indipendenti e regolamenti del mercato: alcune riflessioni*, in *Quad. di Ric. Giur. Cons. Leg. Banca d'It.*, 1996, pp. 32 e ss.
- GALGANO F., *Lex mercatoria*, in *Encicl. del Dir Aggiorn V*.
- GALGANO F., *Gruppi di società, insider trading, OPA obbligatoria*, in *Contratto e impresa*, 1992.
- GALGANO F., *Rapporti economici II*, in *Commentario della Costituzione*, Bologna, 1982.
- GALLI, *Insider trading: l'inizio di una giurisprudenza di merito «statunitense»?*, in *Giur. comm.*, 1996,II.
- GALLI, *Repressione della «market manipulation»: la prima pronuncia italiana in base alla legge n. 157 del 1991*, in *Giur. Comm.*, 1996, II.
- GALLI, *Insider Trading: un primo commento*, in *Giur. comm.*, 1991, I.
- GALLO, *Dolo (dir. pen.)*, in *Enc. dir.*, vol. XIII, pag. 750.
- GAURRACINO F., *Commentario al Testo unico delle disposizioni i materiali di intermediazione finanziaria*, G.ALPA-F.CAPRIGLIONE, Padova, Cedam, 1998, pag. 1054 e ss.
- GERBINO M., *Organizzazione Mondiale del Commercio*, in *Encicl. del*
-

---

*Dir.*

GERONI A., *In arrivo un'agenzia per la revisione*, *Il Sole 24 Ore*, 27 dicembre 2003.

GHIDINI G., *Ripensare il sistema a partire dalla "indipendenza"*, in *L'indipendenza delle Autorità*.

GIANNINI M.S. *Regolamento*, in *Encicl. del Dir.*

GIANNINI M.S., *CONSOB*, in *CONSOB. L'istituzione e la legge penale*, Milano, 1987, a cura di G.M. FLICK.

GIANNINI M.S., *Consob*, in *CONSOB: L'istituzione e la legge penale*, a cura di G. Flick. Atti del Convegno sulla giornata di studio (Roma, 6 maggio 1986), relazioni di G. Rossi, Milano, Giuffrè, 1987

GIANNINI M.S., *Istituti di credito e servizi d'interesse pubblico*, in *Moneta e credito*, 1949, pp. III e ss.

GIAPPICHELLI C., *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti*, Torino, Giappichelli, 1999.

GIARDA, *L'insider trading, aspetti processuali*, in *Collana dei convegni di studio «Enrico De Nicola»*.

GIAVAZZI F., *Catturati dal codice Preda*, in [www.lavoce.it](http://www.lavoce.it), 5 febbraio 2004.

GIAVAZZI F., *Sulla Centrale dei rischi ha ragione Cardia*, in *Il Sole 24 ore*, 28 dicembre 2003.

GILSON e KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Va. Law Rev.*, 1984, vol. 70.

GIURGOLA M., *La direttiva sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari: l'epilogo di una lunga attesa*, in *Le Società*, 2003,

---

p. 103.

GIVOLY e PALMON, *Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence*, in *Journ. Bus.*, 1985, vol. 58.

GODANO, *La direttiva comunitaria sull'insider trading*, in *Foro it.*, 1990, IV, c. 41.

GONSON, *An Overview of Federal Securities Laws*, *Business Law Today*, July-August 1995.

GONSON, *Securities Regulations in the United States*, Course Materials for Fundamentals of Federal Securities Regulation, Securities and Exchange Commission, Fall-Winter 1995-1996.

GRASSINI F.A., *I perché dell'indipendenza*, in *L'indipendenza delle Autorità*.

GROSSMAN e STIGLITZ, *Information and Competitive Price System*, in *American Economic Review*, 1976, vol. 66.

GROSSMAN, *An Introduction to the Theory of Rational Expectations under Asymmetric Information*, in *Review of Economic Studies*, 1981, XLVIII.

GUALANDRI E., *Sistemi finanziari e normative di vigilanza*, Milano, 1987.

GUARINO G., *Le Autorità Garanti nel sistema giuridico*, in *Autorità indipendenti e principi costituzionali*.

GUARINO G., *Lezioni di diritto delle Comunità Europee*, LUISS, anno accademico 2000-2001.

GUARINO G., *Atti Parlamentari*, seduta del 30 gennaio 1999.

GUELPA e RATTI, *Teoria dell'agenzia, regime ottimale di proprietà e management buy-out*, *Finanza Imprese e Mercati*, Il Mulino, n.

- 
- 1, Aprile 1992.
- HAGEN, *Insider Trading Under Rule 10b-5: The Theoretical Bases for Liability*, in *Bus. Law*, 1988.
- HALL M., *The evolution of financial regulation and supervision in the UK: why we ended up with the financial services Authority*, in *Ban. Imp. e Soc.*, num. 3/2001, pp. 377 e ss.
- HAYEK, *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Routledge, 1978.
- HEINKELL e KRAUS, *The Effect of Insider Trading on Average Rates of Return*, in *Can. Journ. Econ.*, 1987, vol. 20.
- HELLER, *Chiarella, SEC, Rule 149-3 and Dirks: Fairness versus Economic Theory*, in *Bus. Lawyer*, 1982.
- HOPT, *The European Insider Dealing Directive*, in HOPT-WYMEERSCH (edd.), *European Insider Dealing Law and Practice*, Butterworths, 1991.
- HU e NOE, *Insider Trading, Costly Monitoring, and Managerial Incentives*, in *Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 97-2*, May 1997.
- IL SOLE 24 ORE, *Borsa francese, Authority unica*, 18 luglio 2003.
- IL SOLE 24 ORE, *In Germania allo studio una nuova Authority*, 5 marzo 2003.
- IL SOLE 24 ORE, *Stretta CONSOB sugli emittenti*, 30 dicembre 2003.
- IL SOLE 24 ORE, *Un'Autorità unica per il risparmio*, 23 ottobre 2003.
- Indagine conoscitiva sull'attuazione del T.U.F.*, Audizione prof. L. Spaventa Pres. Consob del 20/03/2002.
- IRTI N., *Codice civile e società politica*, Bari, 1999.
-



- 
- IRTI N., *Notazioni esegetiche sulla vendita a domicilio dei valori mobiliari*, in *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Milano, 1986.
- JAEGER, *Introduzione a «caso Tomè e la repressione dell'insider trading negli Stati Uniti»*, nota a SEC v. Tomè, Leati ed altri, pubbl. a cura di GALLI, in *Giur. comm.*, 1986, II.
- JAFFE, *Special Information and Insider Trading*, in *Journ. Bus.*, 1974, vol. 47.
- JANNARELLI A., *Commentario al Testo unico delle disposizioni i materiali di intermediazione finanziaria*, G.ALPA-F.CAPRIGLIONE, Padova, Cedam, 1998, pag. 862 e ss.
- JANNUZZI A., *La Consob: caratteri e funzioni, l'informazione societaria, le borse, controlli e sanzioni*, Milano, Giuffrè, 1990.
- JANNUZZI A., *La CONSOB*, Roma, 1985.
- JONES, *Storia degli Stati Uniti*, Bompiani 1997.
- KEOWN e PINKERTON, *Mergers Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation*, in *Journ. Fin.*, 1981, vol. 36.
- KING e ROELL, *Insider Trading*, in *Economic Policy*, 1988 vol. 6.
- KIRZNER, *Competition & Entrepreneurship*, in *The University of Chicago Press*, 1973.
- KRAAKMAN, *The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States*, in *European Insider Dealing* a cura di HOPT-WYMEERSCH, 1991.
- KRAUSE J., *Reinsurance Supervision in Germany*, in [www.bafin.de](http://www.bafin.de)
- KYLE, *Continuous Auctions and Insider Trading*, in *Econometrica*, 1985,
-

---

53 (6).

LA SPINA A. e MAJONE G., *Lo Stato Regolatore*, Bologna, 2000.

LACAITA, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA - CAPRIGLIONE, Cedam, 1998, vol. III.

LAFFONT e MASKIN, *The Efficient Market Hypothesis and Insider Trading on the Stock Market*, in *Harvard University*, 1989.

LAMANDINI M., *Due principi per la riforma della vigilanza finanziaria*, *Il Sole 24 Ore*, 8 giugno 2002.

LANDIS J., *The administrative process*, New Haven, Yale University Press, 1938.

LANGEVOORT, *Insider Trading Regulation*, Clark Boardman Company Ltd, 1990.

LANGEVOORT, *Insider Trading Handbook*, in *Securities Law Series*, Clark Boardman, 1987

LANGEVOORT, *Insider trading: regulation, enforcement and prevention*, New York, 1987.

LANOTTE M., *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di C. RABITTIBEDOGNI.

LANUCARA, *Insider trading: un reato a tutela del risparmiatore?*, in *Temi Romana*, 1991.

LARIZZA, *Pene accessorie*, in *Dig. Disc. Pen.*, Torino, vol. IX, 1995.

*Lavori preparatori al T.U.F.*, Roma, Istituto poligrafico e Zecca di stato, Quaderni di Finanza, 1998.

LAZZARA P., *La potestà regolamentare della Commissione Nazionale per le società e la borsa in materia d'intermediazione finanziaria*, in

- 
- Riv. Amm. e delle Acque Pub*, pp. 703.
- LE MONDE, *En Allemagne le BaFin est de plus en plus présent*, 26 novembre 2003.
- LE MONDE, *Londres, la FSA jouit de très grands pouvoirs*, 24 novembre 2003.
- LE MONDE, *Naissance de l'Autorité des Marchés Financiers*, 24 novembre 2003.
- LEMETRE F., *Autorità indipendenti e tutela delle situazioni giuridiche soggettive*, [www.filodiritto.com](http://www.filodiritto.com).
- LEMME, *Riflessioni sul bene giuridico tutelato nelle incriminazioni di agiotaggio*, in *Cass. pen.*, 1987.
- LETTA E., *Conclusioni: le riforme necessarie*, in *L'indipendenza delle Autorità*.
- LETTA E., *Una prova di maturità per l'Italia*, in *Lo schema Tanzi*, Roma, 2004.
- LOCATELLI F., *Il dirigismo di Bankitalia è finito*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 febbraio 2004.
- LOCATELLI F., *Parmalat l'abbiamo scoperta noi*, in *Il Sole 24 Ore*, 23 dicembre 2003.
- LORIE e BREALEY, *Modern Developments in Investment Management*, Hinsdale, 1972.
- LOSS e SALIGMAN, *Securities Regulations*, 1991, pagg. 3596-7; HILER, *Dirks v. SEC - A study in cause and effect*, in *Mod. Law Rev.*, 1984.
- LOSS, *The Fiduciary Concept as Applied to Trading by Corporate «insiders» in the United States*, in *Mod. Law Rev.*, 1970, vol. 33.
-

- 
- LOTITO P.F., *Il testo unico in materia di intermediazione finanziaria*, in *Osservatorio sulle fonti 1998*, Milano, 1998, p. 54.
- LUPO N., *Dalla legge al regolamento*, Bologna 2003.
- MACCABRUNI, *Insider trading e analisi economica del diritto*, in *Giur. Comm.*, 1995, I.
- MACCARI, in *Il testo unico della finanza*, a cura di BELLI, MAZZINI e TEDESCHI, Milano, 1998.
- MACCHIATI A., *Appunti per una nuova governance delle Autorità*, in *L'indipendenza delle Autorità*.
- MACCHIATI A., *Poca deferenza e molta discrezione (ma dei giudici)*, in *Mercato Conc. Reg*, 2001, pp. 363 e ss.
- MAGRINI M., *Mercati, serve una FSA europea*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 novembre 2003. MALINCONICO C., in *I garanti delle regole*, Bologna, 1996.
- MALINCONICO, in *I garanti delle regole*, Bologna, 1996.
- MALLON e JOHNSON, *Insider trading in non-equity securities*, in *Rev. of Secur. & Commod. Reg.*, 1993.
- MANFRELLOTTI R., *Esercizio di funzioni normative e partecipazione dei soggetti privati: a proposito dei regolamenti della società di gestione della borsa*, in *Riv. Ital. Dir. Pubbl. Comun.*, 2000, pp. 1021 e ss.
- MANGHETTI G., *Quali soluzioni istituzionali nell'Unione Europea?* in *Banca Impresa Società*, num. 3/2001, pp. 435 e ss.
- MANNE, *Insider trading and the Stock Market*, in *The Free Press.*, New York 1966.
- MARCHESE S., *Il diritto delle imprese nei mercati internazionali: limiti e*

- 
- necessità*, al XXXI Congresso Nazionale Ragionieri Commercialisti, Taormina, 2 ottobre 2003.
- MARINI, *Note sulla legge 17 maggio 1991*, n. 157, in *Riv. trim. Dir. pen. Ec.*, 1994.
- MARTIN, *Insider trading and the misappropriation theory: has the Second Circuit gone too far*, in *St. John Law Rev.*, 1986.
- MARZADURI, *Misure cautelari personali (principi generali e disciplina)*, in *Dig. Disc. Pen.*, Torino, vol. VIII, 1994.
- MARZONA N., *I poteri normativi delle Autorità indipendenti*, in *I garanti delle regole*.
- MASCIANDARO D., *Controllo e controllori*, *Il Sole 24 Ore*, 28 dicembre 2003.
- MASCIANDARO D., *Subito V antidoto*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 gennaio 2004.
- MASERA, *Le privatizzazioni in Italia*, *Notiziario di B.P.S.*, n. 74, Agosto 1997.
- MASI P., *Testo Unico della Finanza*, commentario diretto da G.F. CAMPOBASSO.
- MATTURRI, *Considerazioni sul progetto di legge sull'insider trading*, in *Riv. soc.*, 1989.
- MAVIGLIA, *L'attuazione delle condizioni di efficienza del mercato mobiliare: gli aspetti istituzionali*, in *Il diritto del mercato mobiliare*, a cura di RABITTI BEDOGNI, Milano, 1997.
- MAVIGLIA, *Insider Trading: una fattispecie di non agevole formulazione*, Mimeo 1991.
- MAZZARELLA M., *Commentario al Testo unico delle disposizioni i materiali di intermediazione finanziaria*, G.ALPA-F.CAPRIGLIO-

- 
- NE, Padova, Cedam, 1998, Pag. 1046 e ss.
- MAZZONI A., *Le fonti del diritto commerciale tra memorie storiche e scenari futuri*, in *Riv. Soc.*, 2001, pp. 880 e ss.
- McKOWN, *Government Law Enforcement of Federal Securities Laws, Fundamental of Federal Securities Regulations*, SEC In House Securities Course, Lecture 18, April 1, 1996.
- MERLI A., *Sulla Centrale dei rischi ha ragione Cardia*, *Il Sole 24 Ore*, 28 ottobre 2003.
- MERUSI F. e PASSARO M., *Le Autorità indipendenti*, Bologna, 2003.
- MERUSI F. e PASSARO M., *Le autorità indipendenti. Un potere senza partito*, Bologna, Il Mulino, 2003.
- MERUSI F. e PASSARO M., *Le leggi del mercato*, Bologna, 2002.
- MERUSI F. e PASSARO M., voce *Autorità Indipendenti*, in *Encicl. del Dir. Aggiorn. IV*.
- MERUSI F., in *Ex pluribus unum? I termini del problema sull'unificazione dei regolatori finanziari*, in *Banca Impresa Società*, num. 3/2001, pp. 423 e ss.
- MERUSI F., *Democrazia e Autorità indipendenti*, Bologna, 2000.
- MERUSI F., *Democrazia e autorità indipendenti*, Bologna, Il Mulino, 2000.
- MERUSI F., *Commentario della Costituzione*, Bologna, 1980.
- MICOSSI S., *Convegno sull'autodisciplina*, Università LUISS, 18 marzo 2003.
- MICOSSI S., *Il conflitto tra governati e governanti*, in *L'indipendenza delle Autorità*.
- MINERVINI G., *Coordinamento degli organismi di controllo in sede euro-*

- 
- pea, coordinamento degli organismi di controllo in sede nazionale*, in *Ban. Imp. Soc.*, 3/2001, num.421 e ss.
- MINERVINI G., *La CONSOB. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Liguori, 1991.
- MINERVINI G., *La Consob: lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, Liguori, 1989.
- MITCHELL L.E., *The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance?*, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- MONATERI P.G., *Digesto italiano, IV edizione*.
- MORAN, *Insider Trading in the Stock Market: an Empirical Test of the Damage to Outsiders*, in *Centre for Study of American Business*, St. Louis 1984, W.P., n. 89.
- MORTATI, *Istituzioni di diritto pubblico*, Padova, 1976, vol. II.
- MOSCHELLA, *Contributo alla teoria dell'apparenza*, Milano, 1963.
- MOSCO G.D., incontro *L'attività collaborativa della CONSOB*, Università LUISS - Cattedra di Metodologia dell'Analisi Casistica.
- MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995.
- MUCCIARELLI, *L'art. 326, 3° co. c.p., e Vinsider trading: un'anticipazione consapevole?*, in *Giur. comm.*, 1991, I.
- MUSCO, *I reati di insider trading e le frodi sul mercato dei valori mobiliari*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO e PORTALE, Torino, 1994, 9, I.
- MUSCO, *I reati di insider trading*, in *Riv. Pen. Economia*, 1993. *Le frodi sul mercato dei valori mobiliari*, in *Tratt. soc. per az.*, diretto da COLOMBO e PORTALE, Torino, 1994, vol. 9, I.
- NARDOZZI G. e VACIAGO G., *La riforma della CONSOB nel mercato*
-

- 
- mobiliare europeo*, Bologna, 1994.
- NEGRI, *Il sistema politico degli Stati Uniti. Le istituzioni costituzionali*, Nistri Lischi, Pisa 1969.
- NIADA M., *I sette anni della FSA, gendarme unico della finanza inglese*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 dicembre 2003.
- NICCOLAI S., *I poteri garanti della Costituzione e le Autorità indipendenti*, Pisa, 1996.
- NICODANO, *Insider Trading, distribuzione del reddito ed efficienza del mercato azionario*, in *Politica Economica*, anno VI, n. 2, agosto 1990.
- NICODEMO S., *Gli atti normativi delle Autorità indipendenti*, Padova, 2000.
- NIGRO M., *Studi sulla funzione organizzatrice*, Milano, 1966.
- NOE, *Insider Trading and the Problem of Corporate Agency*, in *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 95-2*, May 1995.
- OCSE e dell'Unione Europea *Seminario sull'Analisi della regolamentazione*, L'Aquila, 6 giugno 2003.
- ONADO M., *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2004, pp. 535.
- ONADO M., *Mercati e intermediari finanziari*, Bologna, 2000.
- ORNAGHI L., *Dall'istituzionalizzazione dei rapporti economici, politici e sociali alla deregulation*, in *Treccani*, 2000.
- ORTINO S., *Banca d'Italia*, in *Enc. Giur. Treccani*.
- PADOA-SCHIOPPA T., *E' l'ora delle authority gemelle*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 gennaio 2004.
-



- 
- PADOA-SCHIOPPA T., *Relazione per l'anno 1997 della CONSOB*.
- PAGANO, *Logica de' probabili*, Napoli, 1824.
- PAPPALARDO A., *Le autorità antitrust indipendenti. Il caso dell'Italia e del Belgio in Autorità indipendenti e principi costituzionali*.
- PARDOLESI R. e PORTOLANO A., *All'ombra delle piramidi*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2001, p. 67 e ss.
- PARDOLESI R. e TASSONE B., *I giudici e l'analisi economica del diritto privato*, Bologna, 2003.
- PATRONI GRIFFI A., *Commentario al Testo unico delle disposizioni i materiali di intermediazione finanziaria*, G.ALPA-F.CAPRIGLIONE, Padova, Cedam, 1998, pag. 594 e ss.
- PEDRAZZI, *Riflessioni sull'insider trading in ambito corporativo*, in *Riv. Soc.*, 1991.
- PELOSO e BURKE, *The «Misappropriation Theory» of Outsider Trading Liability*, *Securities & Commodities Regulation*, vol. 30, n° 1 January 15 1997.
- PENATI A., *Convegno sull'autodisciplina*, Università LUISS, 18 marzo 2003.
- PENMAN, *Insider Trading and Dissemination of Firms' Forecast Information*, in *Journ. Bus.*, 1982, vol. 55.
- PERA A., *Appunti sulla riforma delle Autorità di regolazione e concorrenza*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2002, pp. 339 e ss.
- PERA A., *Autorità di regolazione e controllo nei settori economici*, in *L'indipendenza delle Autorità*.
- PERLINGIERI P. e MARINARO M., *Commento della Costituzione italiana*, Napoli, 2001.

- 
- PERNA R., *Alla ricerca della regulation economicamente perfetta*, in *Merc. Conc. Reg.*, pp. 49 e ss.
- PERRONE A., *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003.
- PERRONE A., *Falsità del prospetto e responsabilità della Consob*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2002, II, p. 19.
- PETRONE, *L'insider trading: tecniche sanzionate e posizione della Consob*, in *Cass. pen.*, 1991.
- PIGA F. e SEGNI M.A., *Società e borsa (CONSOB)*, in *Encicl. del Dir.*
- PIGA F., *Conclusioni*, in *CONSOB. L'istituzione e la legge penale*.
- PINELLI C., *Le regole sulla qualità della legislazione e il principio di sussidiarietà*, in *Riv. Dir. Cost.*, pp. 297 e ss.
- PINGEL, *Insider Trading. The Laws of Europe, The United States and Japan*, Deventer-Boston, 1992.
- PISA, *Pene accessorie*, in *Enc. Giur.*, Roma, vol. XXII, 1990.
- PISANI L., *Testo unico finanza*, Commentario a cura di G.F. CAMPOBASSO, Utet, 2002, pag. 54 e ss.
- PISAPIA A., *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Le Società*, 2003, p. 1470.
- PISCITELLO P., in *Testo Unico della Finanza*, commentario diretto da G. F. CAMPOBASSO.
- PISCITELLO P., *Testo unico finanza*, Commentario a cura di G.F. CAMPOBASSO, Utet, 2002, pag. 48 ss.
- PITT e GROSKAUFMANIS, *A tale of two instruments: insider trading in non-equity securities*, in *Bus. Lawyer*, 1993.
- PIZZORUSSO A., *Delegificazione*, in *Encicl. del Dir Aggiorn. III*.
-

- 
- PIZZORUSSO, *Lezioni di diritto costituzionale*, Roma, 1984.
- PORTOLANO A., *Un'analisi economica della passivity rule nel Testo Unico della Finanza*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2000, pp. 39 e ss.
- PRADA M., in *Francia, nuova autorità alla prova*, *Il Sole 24 Ore*, 30 gennaio 2004.
- PRATT e DE VERE, *Relationship between Insider Trading and Rates of Return for NYSE Common Stock, 1960-66*.
- PREDIERI A., *La posizione istituzionale della CONSOB nell'apparato amministrativo*, in *CONSOB. L'istituzione e la legge penale*.
- PRENTICE, *The impact of Dirks on outsider trading*, in *Sec. Reg. Law Journ.*, 1985.
- PROVIDENTI S., *Commentario al Testo unico delle disposizioni i materiali di intermediazione finanziaria*, G.ALPA-F.CAPRIGLIONE, Padova, Cedam, 1998, pag. 1063 e ss.
- QUIRICI M.C., *Il "Big Bang della Borsa italiana"*, in *Il nuovo mercato mobiliare italiano*.
- RABITTI BEDOGNI C., *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, Commentario al d.lgs. 58/98, a cura di C. RABITTI BEDOGNI, pag. 60 e ss.
- RABITTI BEDOGNI C., *Incontro sui poteri della CONSOB*, LUISS - Cattedra di Diritto civile (metodologia dell'analisi casistica), 13 gennaio 2003.
- RANDISI, *Il testo unico della intermediazione finanziaria (Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di RABITTI BEDOGNI, Giuffré, 1998.
- RESCIGNO U., *La redazione degli atti normativi*, [www.cnf.it](http://www.cnf.it)
-

- 
- RIDER, *The Regulation of insider Trading. A comparative Analysis*, London, 1977, vol. III.
- ROLLA G.C., *L'autonomia dei comuni e delle province*, in *La Repubblica delle autonomie. Regioni ed enti locali nel nuovo Titolo quinto*, Torino, 2001.
- ROMAGNOLI U., *Le norme su opa e ops nel regolamento CONSOB sugli emittenti*, in *Le Società*, 1998, pp. 1253 e ss.
- ROMANO B., *Vigilanza UE al traguardo*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 gennaio 2004.
- ROMANO B., *Nasce la Superauthority tedesca*, *Il Sole 24 Ore*, 1 maggio 2002.
- RORDORF R., *La CONSOB come autorità indipendente nella tutela del risparmio*, in *Il Foro Ital.*, Parte V, 2000, pp. 148 e ss.
- RORDORF R., *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Il Foro Ital.*, Parte V, 2001, pp. 266 e ss.
- ROSSANO, *L'eguaglianza giuridica nell'ordinamento costituzionale*, Napoli, 1966.
- ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano, Adelphi, 2003.
- ROSSI G., *Antitrust e teoria della giustizia*, in «*Rivista delle società*», XL (1995), n. 1, pp. 1-21.
- ROSSI, *La tutela delle maggioranze, la Consob e il giudice*, in *Consob l'istituzione e la legge penale*, Milano, 1987, già in *Riv. soc.*, 1986.
- ROSSI, *L'informazione societaria al bivio*, in *Riv. soc.*, 1986.
- ROSSI, *L'informazione societaria e l'organo di controllo*, in *L'informazione societaria*, Milano, 1982.
- SA VINO M., *L'indagine conoscitiva del Parlamento*, in *L'indipendenza*
-

- 
- delle Autorità.*
- SABBATINI R., *Consiglieri di minoranza nei cda*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 febbraio 2004.
- SABBATINI R., *Sezioni specializzate, un'idea da rilanciare*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 gennaio 2004.
- SABBATINI R., *Sanzioni, un abisso tra Italia e UK*, *Il Sole 24 Ore*, 4 ottobre 2003.
- SAMUELSON, *The prevention of insider trading: a proposal for revising Section 16 of the SEA 1934*, in *Harv. Journ. Leg.*, 1988.
- SANGIORGIO G., *ISVAP*, in *Enc. Giur Treccani*.
- SANGUINETTI A., *Le società di gestione del risparmio: novità legislative, prodotti, modalità di controllo dei limiti di contenimento del rischio, regole di comportamento, segnalazioni di vigilanza*, Milano, Giuffrè, 2004.
- SANTAMARIA, *Reato diabolico senza maggiori poteri alla Consob*, in *Il Fisco*, 1993.
- SANTONI G., in *Testo Unico della Finanza*, commentario a cura di G. CAMPOBASSO.
- SANTONI G., *Testo unico finanza*, Commentario a cura di G.F. CAMPOBASSO, Utet, 2002, pag. 39, 57, 83 ss.
- SANTOSUOSSO F., *Introduzione*, in *Autorità indipendenti e principi costituzionali*.
- SAPORITO G., *Consulenze tecniche e discrezionalità*, [www.giust.it](http://www.giust.it)
- SARCINELLI M., *Il risparmio chiede modifiche a tutto campo*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 gennaio 2004.
- SARCINELLI M., *Governare la banca tra modelli e realtà*, in *Quaderno di*
-

---

*moneta e credito*, marzo 1997.

SARTORI G., *Democrazia. Cos'è*, Milano, Rizzoli, 1993.

SAVINI G., *L'impatto della regolamentazione nella nuova direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri del 21 settembre 2001*, [www.amministrazioneincammino.luiss.it](http://www.amministrazioneincammino.luiss.it)

SCASSELLATI SFORZOLINI G. e BONSIGNORE R., *Modello americano per i titoli esteri*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 febbraio 2004.

SCHINAIA M.E., *Il controllo giurisdizionale, Convegno sulle Autorità amministrative indipendenti*, Roma, Consiglio di Stato, 9 maggio 2003, in [www.giustizia-amministrativa.it](http://www.giustizia-amministrativa.it).

SCHLESINGER P., *La riforma Draghi: le novità per le società quotate*.

SCHLESINGER P., *Natura e limiti delle responsabilità delle Autorità*.

SCHUMPETER J., *Capitalismo, socialismo e democrazia*, Milano, 1994.

SCHWARTZ, *Equity Markets, Structure Trading and Performance*, Harper and Row, 1988.

SCIULLO G., *Potere regolamentare, potere "pararegolamentare" e pubblica amministrazione: gli orientamenti del giudice amministrativo dopo la legge n. 400 del 1988*, in *Le Regioni*, 1993, pp. 1277 e ss.

SEGNI A., *I mercati e i valori mobiliari*, in *Trattato di Dir. Amm.*, a cura di S. CASSESE, Milano, 2003.

SEMINARA, *L'insider trading nella prospettiva penalistica*, in *Giur. comm.*, 1991, I.

SEMINARA, *Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading*, in *Riv. it. dir. proc.pen.*, 1990.

SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, Giuffré.

- 
- SEMINO G., *Il regime di pubblicità dei patti parasociali relativi a società quotate alla luce del D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in *Le Società*, 2003, pp. 1459 e ss.
- SEPE M., *Commentario al Testo unico delle disposizioni i materiali di intermediazione finanziaria*, G.ALPA-F.CAPRIGLIONE, Padova, Cedam, 1998, pag. 584 e ss.
- SEYHUN, *The effectiveness of the insider-trading sanctions*, in *Journ. of Law and Econ.*, 1992.
- SEYHUN, *Insiders Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency*, in *Journ. Fin. Econ.*, 1986, vol. 16.
- SILVESTRI G., *La ridefinizione del sistema delle fonti. Osservazioni critiche*, in *Pol. del dir*, 1987, pp. 150 e ss.
- SIRACUSANO P., *La nuova (e "vera") svolta della Cassazione sulla cd. risarcibilità dell'interesse legittimo: i doveri di comportamento della pubblica amministrazione verso la logica garantistica del rapporto*, in *Foro Amm. CDS*, 2003, pp. 480 e ss.
- SODERQUIST L.D. e GABALDON T.A., *Securities Law*, NEW YORK, 2003.
- SOLDATI N., *Osservazioni a margine degli strumenti alternativi di risoluzione delle controversie nella riforma del processo societario*, in *Le Società*, 2003, pp. 792 e ss.
- SOLIMENA, *La Direttiva sull'insider trading*, in *Giur. Comm.*, 1989, I.
- SPAVENTA L., *Convegno sull'autodisciplina*, Università LUISS, 18 marzo 2003.
- SPAVENTA L., *Relazione CONSOB per l'anno 2002*.
- SPAVENTA L., *Relazione CONSOB per l'anno 2001*.
-

- 
- SPAVENTA L., *Incontro annuale con il mercato finanziario*, 2001.
- SPAVENTA L., *La CONSOB come Autorità amministrativa indipendente*,  
Audizione presso la Commissione I della Camera dei Deputati il  
18 novembre 1999.
- STIGLER J.,  *Mercati, informazione, regolamentazione*, Il Mulino, 1994.
- STIGLER, *Imperfection in the Capital Market*, ivi, n. 75, 1967.
- STIGLER, *The Economics of Information*, in *Journal of Political Economy*  
n. 69, 1961, pag. 220 ss.
- STIGLITZ J., *Roaring Nineties, Seeds of Destruction*, New York, 2003.
- TAMPIERI, *L'insider Trading in Italia: analisi di tre proposte di legge*, in  
*Dir. Ec.*, 1989.
- TASSONE A.R., *Diritto amministrativo*, Bologna, 1993.
- TESAURO G. e TODINO M., *Autorità garante per la concorrenza ed il  
mercato*, in *Encicl. del Dir. Agg. VI*.
- TESAURO G., *Diritto comunitario*, Padova, 2001.
- TESAURO G., *Il controllo antitrust nel settore bancario in Banca impresa  
società*, n. 3/2001, pp. 443 e ss.
- TORCHIA L., *Gli interessi affidati alla cura delle autorità indipendenti*, in  
*I garanti delle regole*.
- TROVATORE G., *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia-  
li di intermediazione finanziaria*, G.ALPA-F.CAPRIGLIONE,  
Padova, Cedam, 1998, pag. 1074 e ss.
- VALLEBONA A., *Istituzioni del diritto del lavoro I*, Roma, 2002.
- VARIAN, *Microeconomia*, Cafoscarina 1988.
- VASSALLI, *La punizione dell'insider trading*, in *Studi in memoria di F. Pi-*
-



- 
- ga, Milano, 1992, Giuffr , II, vol. II, 1993.
- VELJANOVSKI C., *The Regulation Game*, Londra, 1991.
- VELLA F., *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, in *Banc. Imp. Soc.*, n. 3/2001, pp. 351 e ss.
- VENTURA R., *La cartolarizzazione dei crediti nell'ordinamento giuridico italiano: un primo commento alla L. 30 aprile 1999, n. 130*, in *Giur. It*, 1999, pp. 1993 e ss.
- VERDE G., *Incontro sui poteri della CONSOB*, LUISS - Cattedra di Diritto civile (metodologia dell'analisi casistica), 13 gennaio 2003.
- VESPERINI G., *Consob e l'informazione del mercato mobiliare*, Padova, Cedam, 1993.
- VINCENZI S., *Mercato finanziario e armonizzazione europea*, Roma, 2003.
- VISCO V., *Anche la stabilit  tutela il risparmio*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 gennaio 2004.
- VISENTINI G. e BERNARDO A., *La responsabilit  della CONSOB per negligenza nell'esercizio dell'attivit  di vigilanza*, Archivio Ceradi, [www.luiss.it](http://www.luiss.it).
- VISENTINI G., *Un'opacit  colpevole con molti padri*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 dicembre 2003.
- VISENTINI G., *Economia mista ed economia di mercato: il caso italiano*, in *Bollettino semestrale Ceradi*, n. 4, 2001, p. 66.
- VISENTINI G., *La CONSOB   indipendente e deve rispondere al mercato*, in *La Repubblica*, 16 marzo 2001.
- VISENTINI G., *Lezioni di teoria generale del diritto*, Padova, 2000.
- VISENTINI G., *Osservazioni sulla recente disciplina delle societ  aziona-*
-

- 
- rie e del mercato mobiliare*, in *Riv. Soc.*, 1998, pp. 172 e ss.
- VISENTINI G., *La legalità nell'organizzazione dell'economia*, Milano, 1995.
- VISENTINI G., *L'evoluzione del sistema finanziario italiano. I problemi attuali*, Milano, 1995.
- WU, *An Economist Looks at Sec. 16 of the Securities Exchange Act of 1934*, in *Columb. Law Rev.*, vol. 68.
- XIX RAPPORTO BNL, *Il risparmiatore cerca fiducia*, Centro Einaudi sul risparmio e sui risparmiatori in Italia, a cura di A. Beltratti, Milano Guerini e associati, Roma, BNL Edizioni, 2001.
- XXII RAPPORTO BNL, *Il risparmiatore guarda avanti*, Centro Einaudi sul risparmio e sui risparmiatori in Italia, Milano, Guerini e associati, 2004.
- ZABBAN F., *L'incidenza della riforma del diritto societario sulle società quotate*, [www.notarlex.it](http://www.notarlex.it).
- ZABERT S.G., *Adottate le nuove norme sui conglomerati finanziari*, *Le Società*, n. 4/2003, pp. 646 e ss.
- ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, 1988.
- ZANNINO, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica, Ila Parte*, in *Dir. Comm. Intern.*, 1997.
- ZUCCA P., *Authority, all'estero più poteri*, *Il Sole 24 Ore*, 3 maggio 2003.

---

*Articoli tratti da riviste*

ABADESSA P., *La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio*, in *Società*, n. 3/2005, p. 284.

ABRIANI N., *Dal caso Parmalat alle nuove regole a tutela del risparmio*, in *Società*, n. 3/2004, p. 269.

ARTICOLO, *Poca voglia di borsa. Crescono i pessimisti*, in *Il Mondo*, 19 marzo 2004, p. 57.

BRUNO L.G., *Sistemi di governance, informazione societaria e falso in bilancio nell'ambito dell'U.E.*, in *Società*, n. 4/2005, p. 531.

CAPRIGLIONE F., *Riflessioni a margine del DDL governativo recante "Provvedimenti sulla tutela del risparmio"*, in *Mondo bancario*, gennaio-febbraio 2004, p. 19.

CAVAZZUTI F., *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca Impresa Società*, a. XXIII, n. 3, 2004, p. 419.

COLCERA E., *I sistemi di vigilanza delle società italiane quotate nei mercati regolamentati: il Sarbanes-Oxley Act, un modello per l'Italia?*, in *Società*, n. 6/2005, p. 791.

FERRAINI G., *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in *Banca Impresa Società*, a. XXIII, n. 3, 2004, p. 411.

FIMMANO' F., *I gap di informazione e controllo nei crac Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in *Società*, n. 4/2004, p. 401.

FORTUNATO S., *I fallimenti nel sistema dei controlli sui mercati finanziari (a margine del d.d.l. sulla tutela del risparmio)*, in *Società*, n. 8/2004, p. 929.

- 
- GUARINO G., *Osservazioni sul disegno di legge preventivo avente ad oggetto: "Provvedimenti per la tutela del risparmio"*, in *Mondo bancario*, gennaio-febbraio 2004, p. 11.
- MONTALENTI P., *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Società*, n. 3/2005, p. 294.
- MONTI C., *I presidi del mercato finanziario nelle loro linee evolutive*, in *Mondo bancario*, gennaio-febbraio 2004, p. 37.
- OLIVIERI G., *Tutela del risparmio e concentrazioni bancarie: il ruolo dell'Antitrust*, in *Banca Impresa Società*, a. XXIII, n. 3, 2004, p. 439.
- ONADO M., *La tutela del risparmio in Italia e l'assetto ottimale della regolamentazione*, in *Bancaria*, n. 10/2004, p. 28.
- PAGNONI E., *Le novità contenute nel d.d.l. per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, in *Società*, n. 7/2004, p. 907.
- PANZANI L., *Le linee guida della riforma della tutela del risparmio. Introduzione al dibattito*, in *Società*, n. 3/2005, p. 277.
- PARDOLESI R., A.M.P., PORTOLANO A., *Latte, lacrime (da cocodrillo) e sangue (dei risparmiatori). Note minime sul caso Parmalat*, in *Mercato Concorrenza Regole*, a.VI, n. 1, aprile 2004, p. 193.
- PENATI A., *Governo societario, tutela degli investitori ed efficienza del mercato dei capitali*, in *Banca Impresa Società*, a. XXIII, n. 3, 2004, p. 471.
- PRESTI G., *Il sistema dei controlli esterni sull'attività sociale*, in *Società*, n. 3/2005, p. 302.
- SAPONARO A., *Market abuse: disciplina a tutela dei mercati finanziari*, in *Società*, n. 6/2004, p. 767.
-

---

SCHLESINGER P., *La riforma delle tutele del risparmio. Il progetto del Governo*, in *Corriere giuridico*, n. 3/2004, p. 285.

SEMINARA S., *Considerazioni penalistiche sul disegno di legge in tema di tutela del risparmio*, in *Società*, n. 4/2004, p. 509.

TEDESCHI F., *Ci vorrebbe SuperConsob*, in *Economy*, n. 52, 4 gennaio 2006, p. 35.

VELLA F., *Nuove regole di corporate governance e tutela degli investitori*, *Fin Banca Impresa Società*, a. XXIII, n. 3, 2004, p. 463.

VIETTI M., *La tutela del risparmio e la riforma del diritto societario*, in *Società*, n. 3/2005, p. 286.

#### ***Articoli tratti da quotidiani***

BERSELLI E., *Bnl, sotto inchiesta tutta l'Unipol*, in *La Repubblica*, n. 304, 30 dicembre 2005, p. 11.

BUFACCHI L., *Collegialità e mandato, ok dalla Bce*, in *Il sole 24 ore*, n. 347, 24 dicembre 2005, p. 2.

LONGO M., *Così Lodi giocava con il mercato*, in *Il sole 24 ore*, n. 340, 17 dicembre 2005, p. 5.

MIRAGLIA R., *Governatore tradito dalla telefonata sull'Opa*, in *Il sole 24 ore*, n. 340, 17 dicembre 2005, p. 2.

MONTI M., *Bpi, aggio anche sulla Lodi*, in *Il sole 24 ore*, n. 321, 26 novembre 2005, p. 35.

NEGRI G., *Con il blitz sul falso in bilancio sanzioni soft e querela diparte*, in *Il sole 24 ore*, n. 347, 24 dicembre 2005, p. 3.

- 
- OLIVIERI A., *I 42 milioni «mancati» a Unipol*, in *Il sole 24 ore*, n. 351, 30 dicembre 2005, p. 6.
- ONADO M., *Quella riforma incompleta*, in *Il sole 24 ore*, n. 307, 12 novembre 2005, p. 7.
- PENATI A., *Finita la dittatura della discrezionalità*, in *Il sole 24 ore*, n. 347, 24 dicembre 2005, p. 4.
- PICCHIO N., *Riforma del risparmio al traguardo*, in *Il sole 24 ore*, n. 347, 24 dicembre 2005, p. 3.
- SERAFINI L., *Anche Bpi finanzia l'Opa Unipol*, in *Il sole 24 ore*, n. 348, 27 dicembre 2005, p. 2.
- STATERA A., *Il restauro di Bankitalia*, in *La Repubblica*, n. 304, 30 dicembre 2005, p. 4.
- LANGEVOORT, *Insider trading: Regulation, Enforcement and Prevention*, New York, 1992.
- LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading: una regolazione difficile*, Bologna, 2002.
- BARUCCI E., FARALLI V., *Una metodologia per l'individuazione di fenomeni di market abuse nei mercati finanziari*, tratto da Banca Impresa Società, numero 3, anno 2004.

### ***Sitografia***

[www.assbb.it](http://www.assbb.it) Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa.

[www.assonime.it](http://www.assonime.it) Associazione fra le società italiane per azioni

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

---

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it) Commissione nazionale per le società e la borsa

[www.corriere.it](http://www.corriere.it) Sito del quotidiano “Il corriere della sera”

[www.diritto.it](http://www.diritto.it) Il portale giuridico italiano

[www.europa.eu](http://www.europa.eu) Sito ufficiale dell’unione europea.

[www.europa.eu/scadplus/](http://www.europa.eu/scadplus/) Sintesi della legislazione europea

[www.faculty.som.yale.edu](http://www.faculty.som.yale.edu) University of Yale

[www.ferpi.it](http://www.ferpi.it) Federazione relazioni pubbliche italiana.

[www.fiscooggi.it](http://www.fiscooggi.it) Notiziario fiscale dell’Agenzia delle entrate

[www.ice.gov.it](http://www.ice.gov.it) Istituto nazionale per il commercio estero.

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.ilsole24ore.it](http://www.ilsole24ore.it) Sito del quotidiano “Il sole 24 ore”

[www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

[www.magistra.it](http://www.magistra.it) Settimanale di diritto bancario e finanziario

[www.reatisocietari.it](http://www.reatisocietari.it) Rivista sul diritto penale d’impresa

[www.repubblica.it](http://www.repubblica.it) Sito del quotidiano “La repubblica”

*ADB Analisi Dati Borsa:* <http://www.adbsim.com/>

*Borsa Milano:* <http://www.borsaitalia.it/ita/index.html>

*Cedborsa:* <http://www.cedborsa.it/>

*CONSOB:* <http://www.consob.it>

*EDGAR:* <http://www.sec.gov/edgarhp.htm>

*Federal Reserve Bank of Atlanta:* <http://www.frbatlanta.org>

---

---

*Federal Reserve Board:* <http://www.bog.frb.fed.us>

*Find Law Internet Legal Resources:* <http://209.1.22.7/>

*Find Law Legal Minds:* <http://209.1.22.6/>

*IGIER - Bocconi:* <http://www.igier.uni-bocconi.it/>

*IL Notiziario di BPS Agosto 97:* <http://www.popso.it/not/Agosto97.html>

*Il Sole 24 Ore:* <http://www.ilsole24ore.it/>

*Imi Sigeco:* <http://www.imisigeco.it/>

*Insider Watch:* <http://www.cda.com/investnet>

*Istituto Mobiliare Italiano:* <http://www.imispa.it/>

*Istituto per la Documentazione Giuridica CNR:* <http://www.idg.fi.cnr.it/>

*Italia Oggi:* <http://www.italiaoggi.it>

*Journal of Finance:* <http://www.cob.ohio-state.edu/dept/fin/journal>

*Law Crawler International:* <http://209.1.22.8/>

*Lexis-Nexis:* <http://www.lexis-nexis.com/lnc/>

*Listing of State Courts:* <http://www.weblawl.com/statecourts.htm>

*London Business School:* <http://www.lbs.lon.ac.uk/>

*London School of Economics:* <http://www.lse.ac.uk/>

*Milano Finanza:* <http://www.milanofinanza.it>

*New York Institute of Finance:* <http://www.nyif.com>

*New York Stock Exchange:* <http://www.nyse.com>

*Profili in Linea:* <http://www.pawws.com>

*R&S-Mediobanca:* <http://www.mbres.it/ita/index.htm>

*Securities and Exchange Commission:* <http://www.sec.gov>

---



---

*United States Department of Justice: <http://www.usdoj.gov/>*

*Università Bocconi: <http://www.uni-bocconi.it/>*

***Altre fonti consultate***

*Banca dati interna del centro documentazione e studi de Il Sole 24 Ore.*

*Bilanci e Relazioni 1991 Banca Fideuram.*

*Bilancio e Relazioni esercizio 1990 Banca Manusardi.*

*Bollettino ufficiale Consob*

*Calepino dell'Azionista, Mediobanca, 1992/1993.*

*CODELUPPI, Dizionario di Economia, Banca e Borsa, 24 ORE SEME,  
1994.*

*DE FRANCHIS, Law Dictionary, 1984.*

*Dictionnaire Pratique Français, Hachette, 1987.*

*Dictionary of Business Terms, Baron's 1987.*

*Dizionario Essenziale di Finanza, Il Sole 24 Ore, 1994.*

*Enciclopedia dell'Economia Garzanti, Garzanti Ed., 1995.*

*Gli Indici Aziendali, Il Sole 24 Ore, 1997.*

*IBES, International Broker Estimate Service.*

*Il chi è delle principali 600 banche italiane, Supp. al n. 137 di MF  
dell'11/7/1992.*

*Le Principali Società Italiane (1991), a cura di Mediobanca.*

*Nuovo dizionario di economia, Il Mondo, RCS, 1989.*

---

*Taccuino dell'azionista*, Sasip - Databank, 1992/1993.

*Tutta la Borsa*, Supp. a *Mondo Economico* n. 14 dell' 11/4/1992.