

RIASSUNTO

IL CONTENZIOSO SUI PROVVEDIMENTI SANZIONATORI DELLA CONSOB

Lo stimolo ad una riflessione sul contenzioso concernente i provvedimenti sanzionatori della CONSOB è nato dal desiderio di enucleare, alla luce degli arresti giurisprudenziali, le problematiche di maggior rilievo sottese al principale sistema di *enforcement ex post* del diritto dell'intermediazione finanziaria, integralmente rimesso al potere applicativo dell'Autorità.

Oggi giorno, il rapporto con il responsabile della condotta illecita si risolve, con un automatismo sempre più frequente, solo all'esito della fase patologica innanzi al giudice dell'opposizione, assurta da mera eventualità a costante di un impianto punitivo caratterizzato da un rigoroso livello di afflittività.

Diversi sono i fattori che hanno contribuito all'innalzamento del tasso di impugnabilità delle sanzioni irrogate dall'Autorità. In via esemplificativa, essi sono da rinvenirsi nella generalizzata recrudescenza degli importi edittali ad opera della l. n. 262/2005; nell'inapplicabilità del beneficio oblativo di cui all'art. 16, l. n. 689/1981, escluso per la quasi totalità delle condotte illecite sanzionabili dal TUF; nell'estensione soggettiva della responsabilità alle persone fisiche, eventualmente in concorso tra di loro; al regime del "doppio binario punitivo", che determina il concorso materiale di sanzioni amministrative e penali per gli illeciti in materia di *market abuse*, disciplinati nel Titolo I- *bis*, della Parte V del TUF.

Il percorso argomentativo che connota la ricerca si snoda lungo sei capitoli e l'esperienza contenziosa, con il prezioso bagaglio costituito dalle pronunzie e dagli orientamenti espressi innanzi alle sedi giudiziarie ordinarie, cui lo stesso G.A. non potrà che ispirarsi, funge da cornice all'intero suo sviluppo. Essa costituisce la lente d'ingrandimento attraverso cui approfondire diversi temi, molti dei quali sono stati e sono tuttora oggetto di espressa contestazione e di conseguente scrutinio nelle sedi giudiziarie. Le controversie instaurate avverso i provvedimenti sanzionatori irrogati dall'Autorità costituiscono, infatti, il privilegiato terreno di elezione di diversi tra i profili di criticità o degli spunti di possibile evoluzione su cui si è inteso soffermarsi.

Si è cercato di rinvenire un loro criterio ordinatore, innanzitutto, evidenziando gli elementi caratterizzanti la potestà sanzionatoria della CONSOB, il cui archetipo normativo di riferimento è rappresentato dalla l. n. 689/1981. Nel corso dell'analisi si sono colti alcuni fattori che, rispetto a tale paradigma, la connotano in modo peculiare, quanto all'impianto strutturale, alle modalità procedurali di esplicazione e processuali di impugnazione.

Sono stati, quindi, evidenziati i molteplici aspetti che qualificano l'impianto comminatorio in termini di particolare afflittività.

È forse fin troppo semplicistica la constatazione che la tutela del mercato – luogo in cui il risparmiatore diviene investitore e le imprese si finanziano senza ricorrere alle istituzioni creditizie – merita una speciale attenzione, per lo spessore degli interessi coinvolti. Esso vive di tempistiche di risposta accelerate al variare frenetico delle condizioni; ed esige in capo all'Autorità di vigilanza capacità d'indagine e d'intervento parimenti immediate ed adeguate al livello di complessità tecnica dei fenomeni ed alla delicatezza delle situazioni. Il legislatore ha conseguentemente commisurato il sistema di *enforcement ex post* in modo consono rispetto all'ampio spettro di funzioni regolamentari, di controllo, investigative, di intervento attribuitele nell'esercizio dell'*enforcement ex ante*.

Come riscontrato dalla più recente dottrina, sussiste un rapporto di complementarietà e di consequenzialità tra tutte le modalità attraverso cui si esplica l'*enforcement* della CONSOB. Le funzioni di vigilanza e sanzionatoria, pur rimanendo distinte quanto a strutture e contenuti, si snodano secondo una relazione sinergica tesa a garantire la regolamentazione e l'ordinato svolgimento delle attività di settore, per la protezione di interessi collettivi positivizzati, fondati nei valori espressi o impliciti della Costituzione. In tale ottica, il rigore dell'attività di vigilanza non poteva che essere confermato dalla fermezza del susseguente meccanismo punitivo.

La ricerca ha permesso di rilevare le connotazioni peculiari assunte dal principio di legalità sostanziale nel settore finanziario, stante la conformazione *multi-level* e la provenienza *multi-compartment* delle sue fonti, alcune delle quali, inizialmente prive di forza cogente, poiché afferenti al campo della *soft law*, ispirano la successiva produzione normativa comunitaria e nazionale. L'esperienza del contenzioso ha individuato nel rispetto del principio di legalità procedurale, con l'osservanza del contraddittorio e della separazione tra funzioni istruttorie e decisorie che ne costituiscono la maggiore espressione, il canone imprescindibile per l'esercizio legittimo dei poteri dell'Autorità e condizione di garanzia della sua stessa *accountability*.

L'analisi comparatistica ha, quindi, evidenziato la modalità di attuazione di tali principi presso altri ordinamenti dalla matura tradizione finanziaria (USA, UK, Francia), a volte indicati in sede contenziosa e da parte della dottrina, quali esempi cui tendere. In generale, i sistemi stranieri esaminati appaiono ispirati ad una logica non solo punitiva-retributiva, ma anche deterrente, stante la presenza di alcuni istituti che tendono a privilegiare il componimento transattivo, la collaborazione istruttoria, la deflazione procedimentale, la soddisfazione diretta degli investitori danneggiati dalle condotte devianti. Alcuni di questi aspetti connotano il modello sanzionatorio adottato dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato, cui in parte si è ispirato il legislatore nell'adozione della l. n. 217/2011, entrata in vigore in concomitanza con le fasi conclusive della presente ricerca.

Tra i criteri di delega enunciati nell'art. 6, comma 2, lett. l), di tale legge, che attendono di trovare luce e concretezza nelle adottande disposizioni attuative, è indicata la finalità deflativa del contenzioso. Tale *ratio* è sottesa all'estensione del principio del *favor rei*, in caso di *ius superveniens*, e del pagamento in misura ridotta; all'introduzione di altri «*strumenti deflativi*» (tra cui potrebbero rientrare forme di patteggiamento e di componimento transattivo) nonché degli «*impegni*», di cui all'art. 14-ter, l. n. 287/1990 (legge *antitrust*), per le violazioni di natura organizzativa e procedurale previste nella disciplina degli intermediari e di mercato.

Dall'impianto generale della novella si coglie un profilo evolutivo e proteiforme della sanzione irrogabile nel settore finanziario. Vi si riconoscono elementi sintomatici di una sua rivisitazione, in termini più promozionali del diritto e conformativi delle condotte degli operatori del mercato che punitivo-retributivi. In particolare, la mutuazione dal diritto *antitrust* degli «*impegni*» di fatto ridisegnerà la logica sottesa all'esercizio del potere sanzionatorio, avallando uno schema auto-correctivo e sollecitatorio dell'osservanza spontanea della condotta lecita e posticipando, in caso di violazione degli obblighi assunti, il momento prettamente castigatore. Gli altri istituti, ispirati ad una logica deflativa primariamente procedimentale, sottendono la ricerca di un risparmio di energie, auspicabilmente spendibili nel perseguimento di illeciti maggiormente lesivi. In generale, sembra prospettarsi un notevole ridimensionamento del perimetro di operatività della potestà sanzionatoria della CONSOB e dell'impugnabilità dei suoi provvedimenti.

Sullo sfondo di tale novella si pone l'interrogativo di quale sia la migliore modalità attuativa dell'*enforcement ex post* da parte della CONSOB. Tutte le leggi pregresse snodatesi dal momento della sua istituzione, passando per il TUF, la l. n. 62/2005, la l. n. 262/2005, per citare le più rilevanti, hanno ad essa attribuito, più di ogni altra Autorità di vigilanza nel settore finanziario, estesi poteri regolamentari, di controllo ed indagine, accrescendo anche la dimensione soggettiva del suo margine di intervento, su intermediari, mercati, emittenti e su persone persino estranee al loro novero. Nel corso degli anni, l'incremento delle prerogative di vigilanza si è accompagnato ad un irrobustimento del potere sanzionatorio, con il superamento del modello dicotomico – in precedenza condiviso con il Ministero dell'economia e delle finanze – e l'attribuzione diretta dell'irrogazione delle relative misure, con la previsione di nuove condotte illecite e con l'aumento dei limiti edittali.

Nell'attesa di verificare come il legislatore delegato intenderà attuare i principi contenuti nell'ultima novella, sembra a chi scrive, che la sanzione non dovrebbe comunque perdere il suo carattere di strumento di garanzia dell'effettività del diritto. Conseguentemente, non ne dovrebbero essere alterati i fondamentali connotati di appartenenza al *genus* delle misure punitive. In tale ottica, se, da un lato, sono da accogliersi positivamente istituti che consentono forme di recupero diretto degli investitori danneggiati dalle condotte devianti o modelli di collaborazione (invero, non espressamente menzionate nei criteri di delega), con

effetti premianti per il trasgressore, in vista dell'accertamento degli illeciti più insidiosi; dall'altro, non dovrebbe essere sminuita la portata dissuasiva del complessivo impianto repressivo affidato alla CONSOB.

Occorre, peraltro, tener conto che i progetti di riforma delle normative comunitarie in tema di *Mifid*, *Transparency* e *Market abuse*, tuttora oggetto di negoziato, sono diretti nel senso di un'armonizzazione della disciplina sanzionatoria, all'insegna di misure che, in ogni Stato membro, siano munite dei caratteri dell'efficacia, della proporzionalità, della dissuasività, onde evitare pericolosi fenomeni di arbitraggio normativo.

È auspicabile che tale logica di irrobustimento dell'impianto comminatorio sia tenuta in debita considerazione dal legislatore delegato, all'atto della rimodulazione delle cornici edittali di alcuni illeciti, nonché dell'indicazione delle condotte trasgressive da ammettere al beneficio oblativo o ad adottande forme di patteggiamento [art. 6, comma 2, lett. l), l. n. 217/2011]. Per converso, laddove di tali istituti fosse stabilita un'applicazione generalizzata, senza adeguati contro-bilanciamenti, la deflazione procedimentale e processuale pagherebbe lo scotto della percezione di un sistema sanzionatorio tendenzialmente blando, improntato al pagamento anticipato di importi ridotti, in cui il *payoff* della violazione verrebbe ritenuto positivo ed addirittura superiore rispetto a quello della condotta osservante.

In sede attuativa, pertanto, gli indirizzi ricevuti dal legislatore dovrebbero essere modulati in modo da preservare la complessiva incisività dell'azione sanzionatoria. Questa dovrebbe pur sempre essere avvertita come uno spettro da cui guardarsi e non come un rischio previamente calcolabile o addirittura ammortizzabile da parte dei trasgressori. Altrimenti, potrebbero incentivarsi comportamenti di *moral hazard* in capo agli operatori dei mercati, che determinerebbero effetti lesivi sulla credibilità dell'intero sistema di *enforcement* affidato all'Autorità.

La ricerca ha inoltre evidenziato la centralità del momento della giurisdizione, che rappresenta lo snodo in cui si realizza, per il tramite dell'applicazione della legge, la funzione definitoria dei conflitti ed, al contempo, la garanzia di tutela per i consociati colpiti da una misura punitiva. La recente introduzione del Codice del processo amministrativo ha segnato una riforma epocale nel regime di impugnabilità degli atti delle *Authorities*, ivi compresa la CONSOB, e dei relativi provvedimenti sanzionatori. La cognizione di questi ultimi, prima rimessa alle Corti d'Appello diffuse sul territorio nazionale, è oggi affidata alla giurisdizione esclusiva del G.A., estesa al merito con riguardo alle sanzioni amministrative pecuniarie, ed alla competenza funzionale inderogabile del Tar del Lazio.

A seguito del descritto riordino, il G.A. assurge a nuovo *rex* del contenzioso economico-finanziario, avendo sottratto al G.O. un'ampia fetta delle controversie ad esso in precedenza devolute. La nuova architettura impugnatoria è, al momento in cui si scrive, ancora *sub judice*, stante la pendenza di un giudizio di legittimità costituzionale che dovrà deciderne la compatibilità con la Carta fondamentale. Per quanto siano ignoti i possibili esiti e comprensibili le critiche

rivolte da parte della dottrina avverso il mutamento repentino del pregresso sistema di impugnazione, lungamente rodato e discretamente efficiente, una riflessione si è imposta circa l'attitudine del G.A. a sindacare i provvedimenti sanzionatori in esame, alla luce degli strumenti e degli istituti processuali posti nella sua disponibilità.

Egli è, oggi, in grado di assicurare una tutela piena, effettiva e celere ed offre adeguate garanzie di cura delle situazioni giuridico-soggettive coinvolte. L'estensione al merito della giurisdizione sulle sanzioni pecuniarie sollecita un sindacato che travalica la legittimità, per comprendere anche la sostenibilità economica in relazione ai presupposti e agli effetti della pronuncia, ed una valutazione complessiva della capacità deterrente ed afflittiva. È, quindi, accolta la concezione di una giurisdizione amministrativa assoluta, che cumula ed esaurisce in sé la cognizione su tutte le modalità di tutela nei confronti dell'uso autoritativo del potere nel settore dell'intermediazione finanziaria. Dall'altro, viene positivizzata la fisionomia di un plesso giurisdizionale specializzato, che si auspica "legalmente corretto" ed "economicamente pertinente", abilitato ad esercitare, con la rideterminazione del *quantum* ingiunto, un tipico potere di amministrazione attiva.

Sullo sfondo, si è colto l'intento legislativo di conferire al G.A. piena dignità ed equiordinazione rispetto al G.O. – emancipandolo dalla collocazione ancillare in precedenza ritagliatagli – nell'ottica di efficienza, tempestività ed unitarietà funzionale della risposta giurisdizionale. Le disposizioni codicistiche hanno dato nuovo abbrivio alla sua graduale e sempre più marcata trasformazione da giudice dell'interesse legittimo in giudice tendenzialmente naturale della P.A.. Conseguentemente, si ridimensiona il rapporto regola - eccezione che ha storicamente connotato la relazione tra giurisdizione generale di legittimità sull'atto ed esclusiva impingente sul rapporto sottostante, con la progressiva «*concentrazione*» delle tutele innanzi ad esso esperibili. Tale visione non deve, però, essere intesa in termini evocativi di un privilegio giustamente contrastato dalla Corte Costituzionale, perché discordante rispetto alla Carta fondamentale, ma in una funzione di più razionale e riconoscibile suddivisione del lavoro con il G.O., al di là del tradizionale e problematico criterio di riparto secondo la natura della situazione soggettiva coinvolta.

La ricerca ha, infine, evidenziato la connessione sussistente tra i giudici nazionali ed i giudici della Corte di giustizia dell'Unione europea e della Corte europea dei diritti dell'uomo. In particolare, è emerso il ruolo insostituibile da costoro svolto nell'applicazione del "diritto sanzionatorio" nel settore finanziario. Essi costituiscono parte di un *network* integrato ed il confronto con gli orientamenti giurisprudenziali espressi è continuo. Ciò accade specialmente nelle sedi giudiziarie, in cui sono sollevate eccezioni fondate sull'interpretazione di norme di derivazione comunitaria o si reclama l'applicabilità al procedimento sanzionatorio domestico di disposizioni contenute nella Convenzione per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali (CEDU).

Sono queste occasioni importanti, in cui l'interprete coglie l'opportunità di testare la robustezza dei principi che governano l'esercizio della potestà punitiva dell'Autorità o di altre "consorelle" straniere; per rivisitarne le modalità procedurali di esplicazione; per definire una panoramica chiara delle condotte lecite e di quelle devianti in capo alla platea degli operatori di mercati finanziari ormai privi di confini.

Il "diritto sanzionatorio" nel settore finanziario fuoriesce, così, dal perimetro strettamente domestico. I suoi principi, in un processo di armonizzazione circolare di *cross - fertilisation*, assurgono ad un rango sovranazionale, per venir poi riproiettati all'interno dei singoli ordinamenti, influenzando sulla relativa normazione, nella prospettiva di realizzare adeguati ed efficienti livelli di tutela, consoni alle aspettative che l'appartenenza ad un sistema comune richiede.