



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI SALERNO

DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE (SCUOLA DI GIURISPRUDENZA)

Dottorato di Ricerca in “Diritto pubblico, teoria delle istituzioni nazionali ed europee e filosofia giuridica”.
Curriculum - “Teoria delle istituzioni dello Stato tra federalismo e decentramento” XIV ciclo

Tesi di Dottorato

Semplificazione strutturale e razionalizzazione della regolazione

COORDINATORE

Ch.mo Prof.

Enzo Maria Marenghi

TUTOR

Ch. mo Prof.

Enzo Maria Marenghi

DOTTORANDO

Francesco D’Ambrosi

Mat. 8886800024

Anno accademico 2015/2016

ABBREVIAZIONI

'40 Act	Investment Company Act of 1940.
“the 1974 Act”	Commodity Futures Trading Commission Act of 1974
AEG	Accounting Experts Group
AEV	Autorità di Vigilanza
AFM	Authority for the Financial Markets
AGCM	Agenzia Garante della Concorrenza e del Mercato
AGCOM	Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni
AISG	Accountants International Study Group
ALJ	Administrative Law Judge
AMF France	Autorité des Marchés Financiers
AMF Québec	Autorité des Marchés Financiers
ANAC	Autorità Nazionale Anticorruzione
ASIC	Australian Securities and Investment Commission
AVCP	Autorità di Vigilanza di Contratti Pubblici
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BAV	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BCCI	Bank of Credit and Commerce International
BCE	Banca Centrale Europea
BCG	Basel Consultative Group
BGH	Bundesgerichtshof
BIS	Bank for International Settlements
BTS	Binding Technical Standards
C8	Committee on Retail Investors
CAP	Compliance Advisory Panel
CFTC	Commodity Futures Trading Commission

CIVIT	Commissione per la Valutazione, la Trasparenza e l'Integrità delle Amministrazioni Pubbliche
CNCU	Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
ComFrame	Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
COVIP	Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione
CSRC	China Securities Regulatory Commission
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DCOs	Designated Clearing Organizations
DCR	Division of Clearing and Risk
DMO	Division of Market Oversight
Dodd-Frank	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010
DOE	Division of Enforcement
DPR	Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung
DSIO	Division of Swap and Intermediary Oversight
DTC	Depository Trust Company
EBA	European Banking Authority
EIOPA	European insurance and occupational pensions authority
ENEL	Ente Nazionale per l'Energia Elettrica
ENI	Ente Nazionale Idrocarburi
ESAs	European Supervisory Authorities
ESFS	European System of Financial Supervision
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
FASB	Financial Accounting Standards Board
FCA	Financial Conduct Authority

FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FED	Federal Reserve
FICC	Fixed Income Clearing Corporation
FIN - FSA	Finnish Financial Supervisory Authority
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FINMA Switzerland	Swiss Financial Market Supervisory Authority
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FIO	Federal Insurance Office
FMA	Finanzmarktaufsicht
FMBAG	Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz
FMI	Fondo Monetario Internazionale
FMSA	Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung
FOF	Forum Of Firms
FPC	Financial Policy Committee
FSA	Financial Services Authority
FSA Japan	Financial Services Agency
FSB	Financial Stability Board
FSC	Forest Stewardship Council
FSC South Korea	Financial Services Commission
FSF	Financial Stability Forum
FSOC	Financial Stability Oversight Council
FSS South Korea	Financial Supervisory Service
FTC	Federal Trade Commission
G3	Gruppo dei tre
G7	Gruppo dei sette
G8	Gruppo degli otto
G20	Gruppo dei venti
GEM	Growth and Emerging Markets
HFT	High Frequency Trading
IA	Analisi d'Impatto

IAASB	International Auditing and Assurance Standards Board
IAESB	International Accounting Education Standards Board
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
IASC Foundation	International Accounting Standards Committee Foundation
ICPs	Insurance Core Principles
IESBA	International Ethics Standards Board for Accountants
IFAC	International Federation of Accountants
IFRIC	International Financial Reporting Interpretations Committee
IFROS	International Financial Regulatory Organizations,
IFRS	International Financial Reporting Standards
IFRS Foundation	International Financial Reporting Standards Foundation
IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPSAS	International Public Sector Accounting Standards
IPSASB	International Public Sector Accounting Standards Board
IRI	Istituto per la Ricostruzione Industriale
ISO	International Organization for Standardization
ISVAP	Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni
ITS	Implementing Technical Standards
IVASS	Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni
JOBS Act	Jumpstart Our Business Startups Act of 2012
KWG	kreditwesengesetz
MAS	Money Advice Service
MB	Monitoring Board
MEF	Ministero dell'Economia e delle Finanze
MLATs	Mutual Legal Assistance Treaties

MPG	Macroprudential Supervision Group
MSRB	Municipal Securities Rulemaking Board
NAIC	National Association of Insurance Commissioners
NEP	National Examination Program
NFA	National Futures Association
NPRM	Notice of Proposed Rulemaking
NSCC	National Securities Clearing Corporation
NYSE	New York Stock Exchange
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
OCC	Options Clearing Corporation
OCIE	Office of Compliance, Inspections and Examinations
OCSE	Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico
ODSG	Over-the counter Derivatives Supervisors Group
OIC	Organismo Italiano di Contabilità
OICR	Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio
ONG	Organizzazione Non Governativa
ONU	Organizzazione delle Nazioni Unite
OsBaFin	Organisationsstatut für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
OSC Canada	Ontario Securities Commission
OTC	Over The Counter
OTS	Office of Thrift Supervision
P. A.	Pubblica Amministrazione
PCA	Prompt Corrective Action
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
PDG	Policy Development Group
PIL	Prodotto Interno Lordo
PIOB	Public Interest Oversight Board
PRA	Prudential Regulation Authority

PSC	Public Sector Committee
Reauthorization Act	Customer Protection and End-User Relief Act
RTS	Regulatory Technical Standards
SA	Securities Act
SDRs	Security-based Swap Data Repositories
SEA	Securities Exchange Act
SEBI	Securities and Exchange Board of India
SEC	Securities and Exchange Commission
SEVIF	Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria
SFC Hong Kong	Securities and Futures Commission
SGR	Società di Gestione del Risparmio
SICAV	Società di Investimento a Capitale Variabile
SIFMUs	Systemically Important Financial Market Utilities
SIG	Supervision and Implementation Group
SIM	Società di Intermediazione Mobiliare
SMO	Statements of Membership Obligations
SOX	Sarbanes-Oxley Act
SROs	Self-Regulatory Organisations
SSBs	Standard-Setting Boards
SSM	Single Supervisory Mechanism
TFUE	Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea
TUB	Testo Unico Bancario
TUF	Testo Unico Finanziario
U.E.	Unione Europea
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
USA	United States of America
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WTO	World Trade Organization

INDICE

INTRODUZIONE	1
---------------------------	---

CAPITOLO I

Origine e ruolo delle Autorità Amministrative indipendenti nell'Italia di fine Novecento.

1. Le Autorità indipendenti definizione.....	20
2. Excursus storico sulle Autorità Amministrative indipendenti del Novecento.....	39
3. Le Autorità all'interno dell'ordinamento istituzionale: Costituzione e Autorità indipendenti.....	55
4. Le Autorità indipendenti tra diritto comunitario e diritto interno.....	62

CAPITOLO II

La CONSOB.

1. Excursus storico.....	79
2. Organizzazione.....	86
3. Poteri.....	91
3.1 I poteri regolatori.....	91
3.2 I poteri autorizzativi, ispettivi e sanzionatori.....	103
4. Responsabilità.....	112
5. Le attività complementari della Consob.....	118

CAPITOLO III

Il sistema di vigilanza internazionale.

1. Excursus Storico.....	126
2. Il Comitato di Basilea.....	132
3. La Iosco.....	134
3.1 La struttura della IOSCO.....	136
3.2 Mission e obiettivi della IOSCO.....	141

CAPITOLO IV

I regolatori privati.

1. Introduzione.....	143
----------------------	-----

2. La IAIS.....	144
3. Lo IASB.....	149
4. L'IFAC.....	153

CAPITOLO V
Le “consorelle” della Consob.

1. La BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht).....	159
1.1 Struttura.....	163
1.2 Poteri.....	170
1.3 Responsabilità.....	178
2. La Securities and Exchange Commission (SEC).....	180
2.1 Struttura.....	185
2.2 Poteri.....	190
2.3 Rule Making e Standard - setting della SEC.....	194
3. La Commodity Futures Trading Commission (CFTC).....	197

CONCLUSIONI.....	205
-------------------------	------------

Bibliografia.....	232
--------------------------	------------

Sitografia.....	261
------------------------	------------

INTRODUZIONE

Nel suo famoso saggio “Il secolo breve” Eric Hobsbawm parla di “fine della storia” riducendo la durata del Secolo XX di alcuni anni perché, a suo dire, “la fine del comunismo” segnava l’inizio di una nuova epoca storica. Infatti il 1989 ha con il suo “gemello” 1789 un significativo parallelismo: entrambe le date hanno segnato l’inizio di una nuova concezione del mondo e di una nuova politica così come l’inizio di una “rivoluzione economica”. Nel 1789 oltre alla Rivoluzione francese abbiamo anche la rivoluzione industriale che ha segnato la storia europea e mondiale non meno incisivamente di quella francese. Il 1989 vede la “caduta del muro di Berlino” cioè la fine dello *status quo* instauratosi dopo il secondo conflitto mondiale; nel contempo, a questi anni possiamo far risalire anche, se non la nascita, almeno lo sviluppo della “quarta rivoluzione industriale”, la rivoluzione dell’informatica. Le asserzioni di Hobsbawm risultano altamente predittive perché effettivamente la storia precedente, intesa in ogni aspetto della vita individuale e sociale, ha subito una radicale svolta che storici e sociologi hanno qualificato come “globalizzazione”. È interessante notare come la “vittoria” del capitalismo sul socialismo reale è andata di pari passo con il processo di globalizzazione e come l’interscambiarsi dei principi ideologici del capitalismo abbiano trovato un *humus* fertile nella nuova situazione sociale e tecnologica¹.

¹ Il termine globalizzazione, entrato nell’uso alla fine degli anni Cinquanta del secolo ventesimo, secondo gli economisti, indica “la crescita accelerata di attività economiche sovranazionali” e “l’intensificarsi dei movimenti tra paesi di beni, servizi, capitali, lavoratori e investimenti diretti”. Cfr. Pizzuti Felice Roberto, *Introduzione. Mercati e istituzioni nella neoglobalizzazione*, in Pizzuti Felice Roberto (a cura di), *Globalizzazione, istituzioni e coesione sociale*, Donzelli editore, Roma, 1999, pag. XXII.

Secondo gli storici il termine invece indica “il processo di mondializzazione dell’economia, un fenomeno non certo nuovo, ma caratterizzato in questi ultimi anni da ritmi più rapidi e intensi e da dimensioni più ampie”. Villani Pasquale, *L’età contemporanea – XIX e XX secolo*, Il Mulino, Bologna, 1993, pag. 719.

Per Luciano Gallino una formulazione sintetica della globalizzazione è quella per cui “negli ultimi decenni del Novecento lo spazio del mercato sembra aver raggiunto i confini demografici e territoriali del mondo (onde il sinonimo di mondializzazione, preferito dagli studiosi francesi)”². Il “villaggio globale” per Cassese “consiste nello sviluppo di reti di produzione internazionali, nella dispersione di unità produttive in paesi diversi, nella frammentazione e flessibilità del processo di produzione, nella interpenetrazione dei mercati, nella istantaneità dei flussi finanziari e informativi, nella modificazione dei tipi di ricchezza e di lavoro, nella standardizzazione universale dei mezzi negoziali”³. La conseguenza diretta è stata la crisi dell’unità degli Stati e del controllo governativo degli apparati pubblici; infatti agli Stati e ai governi nazionali via via si sono affiancate Autorità indipendenti. L’erosione della sovranità degli Stati ha avuto come conseguenza che a regole statali si sostituiscono o si affiancano discipline bilaterali, multilaterali e sovranazionali; in altri termini assistiamo alla costituzione di ordini ultranazionali, costituiti in rete piuttosto che in gerarchie⁴. La “*global governance*” sembra irrompere e presentarsi come una sorta di trasformazione della sovranità come se fosse l’unica possibilità o *instrumentum* per regolare il mondo globalizzato. In realtà per Cassese si tratta solo di un mezzo per tenerla sotto controllo in quanto globalizzazione e *global governance* “vanno intese come fenomeni diversi e persino contrapposti, pur se vanno nella stessa direzione, di sottrarre una parte del diritto al suo abituale sovrano, lo Stato”⁵. Dal punto di vista della loro formazione storica gli Stati si sono sviluppati in un arco di tempo di alcuni secoli con la creazione di istituzioni centrali (Consigli, Ministri e Corte); la *global governance* è nata in un arco di tempo più breve di circa cinquant’anni; non si è formata per sovrapposizione, ma per cooperazione; in altri termini le sue problematiche principali non sono la

² Gallino Luciano, *Globalizzazione e disuguaglianze*, Editori La Terza, Roma-Bari, 2000, pag. 23.

³ Cassese Sabino, *La crisi dello Stato*, Editori La Terza, Roma-Bari, 2002, pag. 15.

⁴ Cfr. *Ibidem*, pag. 21.

⁵ *Ibidem*, pag. 16.

sovranità o la rappresentatività ma quelle della decisione congiunta, della collaborazione e della *rule of law*. Non a caso non si parla di *global government* ma di *global governance* perché non esiste neppure una struttura definitiva in quanto regole, procedure, tratti funzionali, comportamenti prevalgono su organizzazioni e strutture⁶. Le stesse organizzazioni e strutture della *global governance*, che esistono, assumono non un assetto gerarchico ma reticolare con una complessa mistura di componenti internazionali, componenti nazionali e una grande quantità di raccordi settoriali. Altro aspetto particolare della *global governance* è il suo carattere composito in quanto vi troviamo elementi giuridici diversi, statali, internazionali, sovrastatali che sono, a seconda dei casi, giustapposti, interdipendenti, integrati. Un tratto distintivo di questa *governance* è di ordine funzionale in quanto, mentre gli Stati si ergevano a difensori di valori sociali e morali, gli ordinamenti globali mirano a “governare” valori economici e materiali, per cui si potrebbe dire che nella *global governance* un ruolo dominante lo gioca l’amministrazione piuttosto che la politica⁷. Ne consegue che è inutile porsi problemi tipici degli Stati come la cittadinanza, la rappresentanza, la democrazia ma bisogna rifarsi a quelli di *rule of law, expertise, accountability, speed, fairness, due process of law, trasparenza*⁸. Già nel 1991 Massimo Severo Giannini affermava che “lo Stato-ente non è più il solo pubblico potere, dominante su una serie di enti minori diretti e controllati, ma è uno dei pubblici poteri esistenti, condizionato – per ora si usa un termine generico – da altri pubblici poteri, alcuni di livello superstatale, altri di livello interno”⁹. Per Giannini persiste una continuità tra ordinamenti generali contemporanei e organizzazioni degli Stati, sia pure con le differenze suddette; tale continuità – discontinuità è possibile verificarla nell’ambito dell’amministrato. Infatti lo

⁶ Cfr. *Ibidem*, pag. 16-17.

⁷ Cfr. *Ibidem*, pag. 17-19.

⁸ Cfr. *Ibidem*, pag. 18-19.

⁹ *Voce Amministrazione pubblica* in Enciclopedia delle scienze sociali, Vol. I, Istituto della Enciclopedia Italiana, Roma 1991, pag. 193.

Stato borghese così come si era affermato da *Westfalia* in poi ha subito una inevitabile “erosione”, passando dal diritto positivo alla *Common Law*, molto più flessibile, dal *government* alla *governance*: “guidare complessi sistemi mediante sequenze di interventi collegati verso obiettivi specifici, entro tempi stimabili con buona approssimazione”¹⁰ nel mondo globalizzato è divenuto sempre più impossibile perché sono aumentati nella sfera della politica gli attori che agiscono e interagiscono in funzione di interessi e preferenze particolari, servendosi di specifiche risorse e competenze (economiche, cognitive, legali, relazionali, posizionali) e di peculiari strategie di risultato sulla base di una valutazione costo-beneficio¹¹. Cassese afferma che il *Wesen* della politica è il rapporto pubblico-privato che si è sviluppato in forma ciclica dal punto di vista diacronico, in quanto i termini del binomio, alternativamente, hanno prevalso l’uno sull’altro nell’arco dei secoli; la globalizzazione sembra aver riaffermato il predominio del privato sul pubblico, o meglio dell’economia sulla politica statale. Infatti in precedenza gli Stati governavano l’economia mediante le leggi, ora invece esistono le transazioni finanziarie e le società multinazionali svincolate dagli Stati che finiscono per imporsi agli Stati stessi; non a caso ogni Stato subisce il *rating* da parte di multinazionali private; esiste una “funzionalità invertita tra Stato e mercati: sempre più gli Stati tendono a diventare funzionali ai mercati” che si svincolano e si decontestualizzano. “I confini degli Stati non segnano più i confini dei mercati”¹². Ma tale svolta non è definitiva perché tra mercato e Stato esiste quella che Predieri chiamava una “relazione osmotica”, in quanto l’intersecarsi di una pluralità di circuiti economici consente alla rappresentanza politica, alla mediazione degli interessi, alla regolazione sociale

¹⁰ Così Gallino definisce il *government* in Gallino Luciano, *Della ingovernabilità. La società italiana tra premoderno e neo-industriale*, Editore Comunità, Milano 1997, pag. 16 e ss.

¹¹ Cfr. Morisi Massimo, *Verso una democrazia delle politiche? Un’angolazione politologica per le “Autorità indipendenti” in Italia*, in Predieri Alberto (a cura di), *Le Autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, – Volume I, Passigli Editori, Firenze 1997, pag. 23.

¹² Cfr. Ferrarese Maria Rosaria, *Le istituzioni della globalizzazione. Diritto e diritti nella società transnazionale*, Il Mulino, Bologna 2000, pagg. 14, 23, 41, 53, 59.

di essere sufficientemente efficaci e di resistere alle proprie intrinseche contraddizioni¹³. La metafora dell'osmosi è particolarmente calzante perché lo sdoppiamento tra Stato e mercato, cioè tra rappresentanza politica e tutela partigiana degli interessi è nella sostanza del tutto apparente, perché “i circuiti di *politics* che dovrebbero contrassegnare lo Stato e quelli di *policy making* che dovrebbero distinguere il mercato si intersecano continuamente in un rapporto di mutua convivenza... vediamo attori che agiscono ora nell'uno ora nell'altro circuito; risorse che vengono mobilitate o che risultano utili nell'un circuito ma anche ai fini del secondo; ragioni di scambio che possono correlarsi tra i due circuiti”¹⁴. Nell'età della globalizzazione per Baldassarre è inconcepibile un diritto globale, cioè è impossibile una sostituzione - equiparazione tra *global government* e *global governance*, in quanto nella seconda “le regole non hanno alcuna garanzia di essere osservate, non posseggono alcuna forza imperativa al di là di quella che la volontà dell'interessato intende (arbitrariamente) riconoscere loro”¹⁵. Per Cassese e Predieri invece il nuovo diritto o la *global governance*, costituita da ordinamenti giustapposti di tipo statale, sovrastatale, internazionale, è capace di imporre *rules*, modificando la concezione dell'ordinamento, non più di tipo piramidale ma nella forma di “arcipelago” secondo Predieri e in quella di “arena pubblica” secondo Cassese. Per Predieri la metafora dell'arcipelago rende l'idea dell'autorità del potere pubblico che ha subito progressive disarticolazioni policentriche che moltiplicano le istanze e le modalità di interazione e negoziato, sempre a cavaliere tra la politica, le politiche e gli interessi che sanno promuoverne i relativi processi decisionali o partecipare al loro divenire. Per Cassese invece il paradigma dell'“arena pubblica” (mutuato dalla scienza politica anglosassone) esprime al meglio lo spazio nel quale si svolgono l'attività pubblica e l'interscambio Stato-società; ha molto in comune

¹³ Morisi Massimo, *Verso una democrazia delle politiche? Un'angolazione politologica per le “Autorità indipendenti” in Italia*, op. cit., pag. 27.

¹⁴ *Ibidem*, pagg. 27 - 28.

¹⁵ Cfr. Baldassarre Antonio, *Globalizzazione contro democrazia*, Edizioni Laterza, Roma-Bari, 2002, pagg. 366 - 367.

con l'espressione habermasiana di "sfera pubblica" perché richiama il dialogo e i conflitti nello spazio sociale, spazio dove ogni soggetto operante non ha una posizione precisa e vincolata ma, al contrario, consente l'interscambiabilità dei ruoli, la modificazione dei rapporti, il commercio delle regole e dei principi ordinatori¹⁶. L'autore infatti è convinto del fatto che il bipolarismo tra pubblico e privato è ormai andato in soffitta per i mutamenti sociali e politici verificatisi negli ultimi decenni. Nell'ambito dell'economia Cassese distingue diversi tipi di Stati, a seconda di come il potere politico si è posto e si pone di fronte al mondo economico. Lo Stato borghese è stato per molti secoli "interventista" cioè ha stabilito le regole anche per l'economia; non a caso lo Stato batteva moneta e imponeva vincoli e regole a tutti gli operatori agenti sul suo territorio. In alcuni casi l'intervento dello Stato è divenuto diretto, cioè lo Stato è divenuto padrone d'impresе: non si è limitato solo a imporre le regole ma ha monopolizzato alcune imprese di interesse generale. Successivamente si è avuto lo Stato "pedagogo" cioè il pubblico controllava l'economia per propagandare nuove tecnologie, additare modelli produttivi, far circolare informazioni, consigliare le imprese¹⁷. Nel secolo ventesimo si ha il passaggio allo Stato regolatore con cui lo Stato si limita a concedere la libertà di intrapresa e a proteggerla. Ma la complessizzazione del mondo economico ha fatto sì che lo Stato abbia sentito il bisogno di affidare ad Autorità o di regolazione o di aggiudicazione gran parte del suo potere esecutivo frantumando in tal modo la sua unità. D'altra parte le antiche regole non sono state del tutto abolite per cui attualmente i rapporti tra Stato ed economia sono retti da diversi regimi in cui trova posto anche quello che Cassese definisce "nuovissimo", cioè la creazione di formule sovranazionali di cooperazione, consultazione e scambio. Il paradigma dell'"arena pubblica" in realtà è solo un tentativo per far comprendere meglio la complessa situazione dei

¹⁶ Cassese Sabino, *La crisi dello Stato*, op. cit., pagg. 79 - 81.

¹⁷ La nascita di questo Stato pedagogo, secondo Cassese, può collocarsi nel 1669 quando Colbert istituì il corpo degli *inspecteurs des manufactures*; la polemica del *laissez faire* era rivolta proprio contro questa particolare concezione dello Stato. Cfr. *Ibidem*, pagg. 36 - 39.

rapporti tra pubblico e privato, Stato e mercato, Stati e Stati, individuo e Stato. Infatti oggi assistiamo al passaggio da una struttura ben ordinata dall'alto ad un congegno giuridico autordinantesi; lo stesso diritto si è "mercattizzato": esiste una domanda di diritto ed un'offerta di diritto in quanto il privato (che "domanda" diritto) può scegliere tra le varie offerte di diritto delle diverse amministrazioni, che sono in diretta concorrenza¹⁸. L'art. 53 della Carta dei diritti fondamentali dell'UE (Nizza 2000) prevede infatti che "nessuna disposizione della Carta deve essere interpretata come limitativa o lesiva dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali riconosciuti da altre fonti e, in particolare, dalle Costituzioni degli Stati membri". Per Cassese l'articolo stabilisce il diritto di scegliere il diritto applicabile e l'amministrazione che lo deve applicare: sancisce il principio della "miglior tutela"; per Manzella invece l'articolo introduce una sorta di "sussidiarietà costituzionale" per cui il cittadino europeo può scegliere la protezione a lui più favorevole¹⁹. In secondo luogo al procedimento e alla ponderazione tradizionali è subentrato il negoziato che plasma il procedimento; in altri termini, esistendo una pluralità di ordinamenti, i rapporti tra Stato e amministrati vengono risolti con veri e propri negoziati in cui si fanno concessioni reciproche, offerte e scambi. È il caso della cosiddetta Conferenza di servizi in cui tutti gli interessati ponderano i loro interessi prima di un intervento di una certa importanza²⁰. In terzo luogo al monismo statale e

¹⁸ Nelle sue pagine Cassese riporta diversi esempi pratici di "scelta" del diritto più conveniente come il caso dei coniugi Bryde, cittadini danesi che si rivolsero alla Corte di Giustizia nel 1997 per vedersi riconosciuto il diritto alla libertà di stabilimento della propria impresa, cioè registrare la propria società a responsabilità limitata, Centros, non in Danimarca (dove più alto era il capitale sociale minimo da versare), ma nel Regno Unito (dove tale capitale era di minore entità.) Procedimento C. 212/97, Centros Ltd contro Erhvervs - og Selskabsstyrelsen. Cfr. *Ibidem*, pagg. 113 - 117.

¹⁹ Cfr. Manzella Andrea, *Dal mercato ai diritti* in AA. VV. *Riscrivere i diritti in Europa*, il Mulino, Bologna 2001, pagg. 44 - 45;

²⁰ A tale proposito Cassese riporta il caso dell'Alta velocità, in cui le Ferrovie dello Stato, prima di realizzare la cosiddetta TAV, hanno dovuto contrattare con le diverse autorità regionali e

alla sua compatta organizzazione si sostituisce un conglomerato di ordinamenti, anche incompatibili, ma che prevedono regole per decidere quale norma applicare al caso concreto; in altri termini abbiamo gli ordinamenti *multilevel*, come l'Unione Europea e altre organizzazioni che si affiancano allo Stato secondo il modello della *indirect rule*, cioè governare attraverso altri governi. Ad esempio la Commissione Europea interviene presso gli Stati membri, sollecitata o meno da privati, per difendere la libera circolazione e per far attuare il diritto comunitario in modo da non produrre disparità a causa dei tempi e dei modi di attuazione; lo stesso vale per altre organizzazioni come la WTO e la stessa ONU²¹. In definitiva si potrebbe dire che anche tra gli ordinamenti vigenti si è avuto un processo di liberalizzazione e il bene comune o l'interesse pubblico non viene più tutelato monopolisticamente dallo Stato e dal diritto pubblico ma è il risultato del conflitto e dell'armonizzazione spontanea degli interessi individuali, secondo quanto affermava lo stesso Smith²². “Il diritto di cui ha bisogno l'economia è un altro diritto, nuovo nelle categorie rinnovate, fatto del Governo degli interessi, delle comparazioni, delle mediazioni tra le parti interessate secondo equilibrio. Per superare il dualismo storico tra pubblico e privato, tra regolazione possibile ed economia, non può che ripartirsi dalla giusta posizione assumibile, nel processo dialettico, tra interesse pubblico e attività private”²³. La regolazione giuridica dei processi economici sembra assurgere al rango di

comunali le modalità di realizzazione dell'opera, Cfr. Cassese Sabino, *La crisi dello Stato*, op. cit., pagg. 91 - 95.

²¹ Come esempio di questa giustizia *multilevel* Cassese riporta il caso Telecom – Omnitel in cui più volte sono intervenuti accordi tra Governo e imprese, Governo e Commissione europea per tutelare la libertà d'impresa. Cfr. *Ibidem*, pagg. 102 - 112.

²² Smith sosteneva che l'individuo “non intende in genere perseguire l'interesse pubblico, nè è consapevole della misura in cui lo sta perseguendo; mira solo al proprio guadagno ed è condotto da una mano invisibile... a perseguire un fine che non rientra tra le sue intenzioni”. Smith Adam, *An inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776), Traduzione italiana a cura di Dobb Maurice, ISEDI Milano 1973, pag. 444.

²³ Marengi Enzo Maria, *Il diritto ai tempi della crisi: la regolazione possibile*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, fascicolo 1, 2010, pag. 161.

funzione pubblica che, nella dimensione nazionale, sembrerebbe aggiungersi ai tre poteri politici tradizionali, mentre, nella dimensione sovranazionale, si pone come funzione caratterizzante oltre che emergente dell'intervento pubblico nei processi economici²⁴. Tale funzione regolatoria sembra destinata ad assumere un ruolo crescente, quasi ordinativo in parallelo con la progressiva omogeneizzazione globale dei diritti che compongono una sorta di innovativo ed unitario ordine costituzionale di natura globale²⁵. Lo stesso Cassese, in conclusione della sua opera *Oltre lo Stato* si pone la domanda "ma c'è una Costituzione oltre lo Stato?"; ovviamente se per Costituzione si intende la Carta fondamentale alla base degli ordinamenti di ogni Stato, la risposta è negativa perché nell'"arena pubblica" non c'è "un contratto tra cittadini e poteri pubblici, perché non c'è una democrazia cosmopolitica". Esiste però una "sostanza costituzionale" che Habermas definisce *Völkerrechtliche Nebenverfassungen*, costituita dalla consacrazione di alcuni diritti fondamentali, dalla delineazione di una separazione di poteri o di funzioni, dall'istituzione di un sistema di garanzia, assicurate dai tribunali, dagli organi quasi giurisdizionali e dagli organi di controllo della conformità (*compliance committees*)²⁶. Nell'"arena pubblica" è possibile solo un ordinamento multi-livello perché ridurre *ad unum* quasi duecento Stati, duemila organizzazioni internazionali, ventimila Ong (Organizzazioni internazionali non governative) è più che un'utopia: si deve parlare più di condomini che di proprietà; in tutto questo, per paradosso, gli Stati nello stesso tempo sono più forti e più deboli. Sono più forti perché operano nell'"arena pubblica" sia come unità, attraverso i governi nazionali, sia attraverso singole autorità che agiscono in modo parzialmente indipendente. Sono più deboli perché condividono il loro potere nelle Organizzazioni internazionali con istituzioni non statali e perché le norme del livello globale si

²⁴ Cfr. D'Agostino Serge, *La Mondialisation*, Breal, Parigi, 2002, pagg. 116 ss.

²⁵ Cfr. Spadaro Antonio, *Dai diritti "individuali" ai doveri "globali". La giustizia distributiva internazionale nell'età della globalizzazione*, Rubettino, Soveria Mannelli (CZ), 2005, pag. 18.

²⁶ Cassese Sabino, *Oltre lo Stato*, Editori La Terza, Roma-Bari, 2006, pagg. 183 - 189.

impongono direttamente, senza bisogno di una mediazione statale, all'interno dell'ordinamento domestico²⁷.

Da un punto di vista storico è acclarato che i mutamenti economici hanno anticipato quelli politici, per cui si è avuto come un circolo virtuoso in cui economia e Stato (o modelli regolatori di intervento pubblico) alternativamente si sono rincorsi per assicurare l'interesse pubblico e tutelare i diritti per cui tradizionalmente era nato lo Stato borghese come la libertà, la proprietà. La “mano invisibile” di cui parlava Smith non sempre è stata in accordo con la tutela dei suddetti diritti, perché l'interesse privato, *sua natura e sua sponte* tendeva a sconvolgere le regole del modello regolatorio. Storicamente il rapporto Stato – economia è consistito sempre nello stabilire i criteri, le norme per la (ri)distribuzione delle risorse per raggiungere il *bonum commune* o la “felicità” di cui parla il preambolo della Costituzione americana. Fondamentalmente potremmo dire che due sono le scuole di politica economica, quella liberista e quella keynesiana; entrambe tendono allo stesso obiettivo, su basi scientifiche, utilizzando però criteri e politiche diverse di (ri)distribuzione. È significativo che il liberismo sia prevalso in tempi di “vacche grasse” l'interventismo in quelli di “vacche magre”. Il richiamo biblico all'opera di Giuseppe non è e non sembra casuale, in quanto quell’“intervento preventivo” (secondo il racconto biblico) salvò l'Egitto e altri popoli limitrofi, pur costituendo un forte intervento del potere politico nella gestione delle risorse agricole²⁸. Ritornando ai nostri tempi è facile constatare che ad ogni “fallimento del mercato”²⁹ è seguito un richiamo a regole imposte dall'altro; si è sentita forte l'esigenza di porre un freno alle tendenze tipo *far west* del mercato, non per posizioni ideologiche ma per intrinseche ragioni di natura macroeconomica. Per Weber lo “spirito del

²⁷ *Ibidem*, pagg. 8 - 10.

²⁸ Cfr. Genesi, Capp. 41 – 43, [http://www.lachiesa.it/bibbia.php?ricerca=citazione&Citazione=Gen41&Versione_CEI74=&Versione_CEI2008=3&Versione_TILC=&VersettoOn=1&mobile=.](http://www.lachiesa.it/bibbia.php?ricerca=citazione&Citazione=Gen41&Versione_CEI74=&Versione_CEI2008=3&Versione_TILC=&VersettoOn=1&mobile=)

²⁹ Intendendo con questo termine la situazione di grave crisi economico – finanziaria susseguente a sfrenate politiche liberiste, storicamente avutasì.

capitalismo” aveva una forte impronta “calvinista” che non ha nulla a che fare con il perseguimento egoistico e a-valoriale del proprio interesse economico. D'altra parte un'eccessivamente disuguale distribuzione della ricchezza, necessariamente, comporta crisi economica perché senza ricchezza non c'è consumo e senza consumo le imprese non vendono. Il circuito economico si inceppa venendo meno la linfa delle risorse. Il *New Deal* dovette correggere le anomalie che avevano portato alla crisi del '29; i recenti interventi del G8, G20 e di altre organizzazioni internazionali hanno dovuto far fronte alla crisi del 2008 causata da un eccesso di finanziarizzazione dell'economia globale.

Dopo il 1989 Papa Wojtyła aveva riproposto l'ideale (definito medievalizzante) di una *res publica christiana* fondata sulla solidarietà, come modello alternativo al socialismo reale e allo sfrenato capitalismo liberista³⁰. Ma quella del Papa polacco rimase una *vox clamans in solitudinibus* anche perché con l'apertura di

³⁰ Discorso di Giovanni Paolo II al Presidente e ai membri del corpo diplomatico accreditato in Messico, viaggio apostolico a Città del Messico e a Saint Louis (22-28 gennaio 1999), Residenza presidenziale di «Los Pinos» (Città del Messico), Sabato 23 gennaio 1999: “2. Viviamo in un mondo che si presenta complesso e insieme unitario; le diverse comunità che lo compongono si avvicinano sempre più e i sistemi finanziari ed economici dai quali dipende lo sviluppo integrale dell'umanità sono più estesi e rapidi. Questa crescente interdipendenza conduce a nuove fasi di progresso, ma comporta anche il pericolo di limitare seriamente la libertà personale e comunitaria, propria di qualsiasi vita democratica. Per questo è necessario favorire un sistema sociale che permetta a tutti i popoli di partecipare attivamente alla promozione di un progresso integrale; in caso contrario non pochi popoli potrebbero vedersi impossibilitati a raggiungerlo.

3. Il progresso attuale, che non ha paragoni nel passato, deve permettere a tutti gli esseri umani di vedere garantita la loro dignità e offrire loro una maggiore consapevolezza della grandezza del proprio destino. Tuttavia esso al contempo espone l'uomo - sia quello più potente sia quello socialmente e politicamente più fragile - al pericolo di trasformarsi in un numero o in un mero fattore economico (Cfr. Centesimus annus, n. 49). In tal caso, l'essere umano potrebbe progressivamente perdere la consapevolezza del suo valore trascendente. È questa consapevolezza - a volte chiara, a volte implicita - a rendere l'uomo diverso da tutti gli altri esseri della natura”.

http://w2.vatican.va/content/john-paul-ii/it/speeches/1999/january/documents/hf_jp-ii_spe_19990123_mexico-diplomatic.html

nuovi mercati, con l'“occidentalizzazione” di Stati ex comunisti (Cina) e con lo sviluppo di alcuni paesi prima sottosviluppati (BRICS) sembrò che stessero arrivando i nuovi *regna Saturnia* secondo l'accezione virgiliana³¹.

In realtà lo stesso mondo dell'economia ben presto presentò il conto, imponendo a tutti di proporzionalizzare meglio la finanza con l'economia reale, cioè far corrispondere ai numeri dei valori mobiliari una determinata quantità di ricchezza reale. Da qui il fallimento della *Lehman Brothers* e l'innescò di una grave crisi economica, che, ad esempio, in Italia ha riportato il PIL ai livelli degli anni '70. Il rapporto di de Larosière del 2009 chiarisce bene le cause della crisi; oltre alla debolezza – mancanza di sorveglianza (*weakness surveillance*) e ad *an inadequate crisis management infrastructure* indica con precisione le cause economico – finanziarie come l'*ample liquidity and low interest rate*, la *financial innovation* (che amplificò e accelerò le conseguenze dell'eccesso di liquidità), gli errori delle *monetary policies* negli USA e nella UE, la *subprime housing bubble*, l'eccesso di capitali investiti negli USA da paesi ricchi di liquidità come Cina e Arabia Saudita, l'uso incontrollato della leva finanziaria con la creazione dei derivati che “coprivano” i crediti a rischio spostandoli nel tempo e nello spazio e spalmandoli tra molti risparmiatori. “*Exceptionally low interest rates combined with fierce competition pushed most market participants – both banks and investors – to search for higher returns, whether through an increase in leverage or investment in more risky financial products*”³². L'esigenza di frenare l'inflazione negli USA, gonfiata dall'eccesso di liquidità, rese *apparent* la bolla, la discrasia tra valori finanziari e valori reali tanto da costringere a *fire sales* per ripianare i bilanci: si arriva così alla crisi di liquidità di grandi banche e assicurazioni che coinvolse l'*inter-bank money market* portando su vostra scala la crisi di liquidità. La “*lack of market transparency... The complexity of a*

³¹ Virgilio, *Bucoliche*, quarta ecloga, v.6, RCS MediaGroup S.p.A., Milano, 2012, pag. 44.

³² Report of *The High-Level Group on supervision in the EU*, chaired by Jacques de Larosière, detto Report The de Larosière Group, Brussels 25 February 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, pagg. 7-8;

*number of financial instruments and the intrinsic vulnerability of the underlying assets also explain why problems in the relatively small US sub-prime market brought the global financial system to the verge of a full-scale dislocation. The longer it took to reveal the true amount of losses, the more widespread and entrenched the crisis of confidence has become*³³. Le parole del Report stilato dall' *High-Level Group on supervision in the EU* dimostrano come il mercato è proteiforme, sfugge a qualsiasi tentativo di certo e determinato controllo soprattutto in un mercato globale in cui rapidissime operazioni si svolgono negli angoli più sperduti del globo e tra contraenti prima impensabili. Che cosa è possibile fare? La risposta immediata e più logica sarebbe “maggior controllo”, ma è insufficiente perché ogni controllo avviene ed avverrà sempre *ex-post*, quando ormai i buoi sono scappati dalla stalla. Il nostro Stato, come pure molti altri, però ha il compito – dovere costituzionale di “incoraggiare e tutelare il risparmio” (art. 47 Cost.)³⁴, di vedere realizzata la “finalità sociale” dell’attività economica (art. 41 Cost.)³⁵ e di eliminare ogni ostacolo di natura sociale ed economica che impedisce il pieno realizzarsi dell’uguaglianza dei cittadini (art. 3 Cost)³⁶. Tutto questo si realizza, come dicono gli anglosassoni, *making policy*,

³³ *Ibidem*, pag. 12;

³⁴ La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito.

Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese. Articolo 47 Cost.

³⁵ “L'iniziativa economica privata è libera.

Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana.

La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali” Articolo 41 Cost.

³⁶ Tutti i cittadini hanno pari dignità sociale e sono eguali davanti alla legge, senza distinzione di sesso, di razza, di lingua, di religione, di opinioni politiche, di condizioni personali e sociali.

È compito della Repubblica rimuovere gli ostacoli di ordine economico e sociale, che, limitando di fatto la libertà e l'eguaglianza dei cittadini, impediscono il pieno sviluppo della persona umana

cioè facendo politica, tutelando cioè gli interessi pubblici, contemperando i legittimi interessi privati. La risposta politica negli ultimi decenni si potrebbe riassumere nella regola della semplificazione per cercare di “sconfiggere” il mercato sul suo terreno; tale semplificazione innanzitutto è consistita in accordi internazionali che hanno facilitato i controlli soprattutto sulle multinazionali; in secondo luogo si è avuta con la nascita di organizzazioni multistatali come la UE che ha realizzato l’unione economica e monetaria pur lasciando intatti i confini degli Stati nazionali aderenti; in terzo luogo si è avuta con la diffusione delle Autorità amministrative indipendenti, molto più elastiche e dotate di maggiori conoscenze tecniche, dunque più in grado di far fronte alla inafferrabilità dei mutamenti finanziari. Paradossalmente questa “semplificazione” ha reso più debole e più complesso l’intervento dello Stato, a tal punto che Cassese alla *market failure* affianca una “*State failure*” che si rivela nel “sovraccarico di funzioni, nel modo inefficiente di svolgerle, nella crisi fiscale o finanziaria, nelle difficoltà incontrate dallo Stato nel tenere sotto controllo le proprie dimensioni³⁷. Si sente il bisogno di contrapporre all’“economia – mondo” una “politica – mondo”, cioè si è alla ricerca di dimensioni di governo più vaste per bilanciare l’apertura dei mercati; per questo si sono avuti organismi come il WTO, la crescita di accordi di libero scambio tra diversi Stati, lo sviluppo di meccanismi di controllo plurilaterali, la ricerca di un ordine economico e di un sistema finanziario mondiale. Così Cassese fotografa la situazione: “in un mondo con un numero sempre più limitato di confini, si alternano e contrappongono imprese globali e Stati nazionali, le prime alla ricerca dei modi per sottrarsi ai secondi; questi alla ricerca di dimensioni più vaste, che consentano di tenere le prime sotto controllo, ma finiscono per porre sotto controllo anche gli Stati; i quali, a loro volta, sono sempre più interessati al

e l’effettiva partecipazione di tutti i lavoratori all’organizzazione politica, economica e sociale del Paese. Articolo 3 Cost.

³⁷ Cassese Sabino, *La nuova costituzione economica: lezioni*, Edizioni Laterza, Roma – Bari, 2002, pag. 288.

progresso economico non per soddisfare bisogni della popolazione, ma per rafforzare la base della loro potenza nazionale³⁸”.

La presente ricerca ha come oggetto “la vigilanza sugli emittenti e le società di revisione nel mercato finanziario globale”; il *fil rouge* che tenteremo di seguire parte da una semplice e precisa riflessione: la globalizzazione, rendendo il mondo un “villaggio globale” ha modificato nel suo *wesen* il mondo a tutti i livelli e in ogni ambito in cui si esprime e si vede l’attività dell’uomo. Per questo Sabino Cassese è arrivato ad ipotizzare la nascita di un diritto amministrativo globale: “nello spazio globale non ci sono esecutivi e non c’è democrazia rappresentativa, quindi il diritto amministrativo nasce con un compito diverso, di interconnessione, di regolazione, di attività complesse, di partecipazioni... per questo si è sviluppato un corpo imponente di regole che continuiamo a definire procedimentali, che servono a consentire l’apertura verso le società civili nazionali e che consentono di stabilire legami tra corpi sovrastatali e corpi nazionali”³⁹. La traduzione pratica, come vedremo, sono stati i numerosi accordi di collaborazione e la nascita di organizzazioni internazionali addette alla regolamentazione dei mercati finanziari. L’obiettivo che cercheremo di analizzare in maniera approfondita è il passaggio in questo ambito da una *soft law* ad una *hard law*. Ovviamente ogni controllo sui mercati finanziari, già da tempo, avviene innanzitutto sul piano nazionale. Fin dall’imporsi del sistema capitalistico ogni Stato, per salvaguardare il suo sistema economico e i risparmiatori, ha istituito commissioni di vigilanza partendo dalla semplice constatazione che gli obiettivi-finalità della politica sono di natura completamente diversi da quelli dell’economia e della finanza. Per questo in Italia nel 1974 è nata la CONSOB⁴⁰ (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) e per questo analizzeremo come la Commissione ha adempiuto e adempie

³⁸ *Ibidem*, pag. 289.

³⁹ Cassese Sabino e Torchia Luisa, *Diritto amministrativo. Una conversazione*, Il Mulino, 2014, pag. 43.

⁴⁰ D. l. n. 95 del 8 aprile 1974 e legge di conversione n. 216 del 1974, legge n. 281 del 1985.

al suo compito e come si è relazionata con gli organismi internazionali per far fronte ai mutamenti della globalizzazione. In particolare analizzeremo come “il flusso continuo di nuove norme europee, benché rispondenti a finalità condivisibili, rischia di creare un vero e proprio *puzzle* regolamentare di difficile lettura e di ostacolo al coordinamento dei poteri e delle competenze delle Autorità dei diversi paesi”⁴¹. La CONSOB è considerata in Italia un’authority amministrativa indipendente e dunque vedremo come essa si inserisca nell’ambito istituzionale italiano, quali sono i suoi poteri, come li esercita e li può esercitare. La citata relazione del 2013 parla di “rischio di aumentare la complessità e l’opacità delle discipline” auspicando una razionalizzazione e semplificazione normativa del diritto dei mercati che dovrebbe sfociare nella realizzazione di un quadro regolamentare più armonizzato (cosiddetto *single rule book*). In accordo con i tentativi di riforma e di razionalizzazione dell’intero sistema delle Autorità amministrative indipendenti (proposte di Leggi Letta-Amato e Tabacci della XIV Legislatura)⁴² e con il d.d.l. n. 1366/2007 del secondo governo Prodi⁴³, cercheremo di evidenziare come l’eliminazione di sovrapposizioni di competenze e della disomogeneità strutturale tra le diverse Autorità indipendenti potrà garantire un’azione più efficace e più trasparente, fornendo regole certe ed effettive che facciano funzionare correttamente i mercati e assicurino adeguate protezioni ai cittadini, agli utenti e ai consumatori. In altri termini vedremo come è forte l’esigenza che la stessa CONSOB diventi un organismo pubblico dotato, effettivamente, di un alto livello d’indipendenza, di autonomia e di capacità tecnica. Come nel 2010 ha affermato la I^o Commissione permanente della Camera si tratta di collocare la CONSOB in una cornice unitaria giuridica superando la stratificazione normativa del passato e

⁴¹ CONSOB, Relazione per l’anno 2013, pag. 15, http://www.CONSOB.it/main/CONSOB/pubblicazioni/relazione_annuale/storico_relazioni.html.

⁴² Atti della Camera 2052 (Letta); Atti Senato 956 (Amato); Atti Camera 2224 (Tabacci).

⁴³ Disegno di legge n. 1366/2007, *Disposizioni in materia di regolazione e vigilanza sui mercati e di funzionamento delle Autorità indipendenti preposte ai medesimi*, Assegnato alla 1^a Commissione permanente (Affari Costituzionali) in sede referente il 15 marzo 2007.

predisponendo meccanismi istituzionali idonei a prospettare un modello di regolazione per evitare sovrapposizioni e la confusione dei ruoli tra decisore politico e decisore tecnico indipendente. Il quadro normativo attuale è ancora in divenire perché le belle intenzioni citate in precedenza sono rimaste tali tanto che nella legislatura vigente è stata istituita ancora una volta una Commissione bicamerale consultiva per la semplificazione normativa e amministrativa che ha concluso i suoi lavori nel marzo 2014. Nelle conclusioni la Commissione ha fatto proprie le parole del Consigliere di Stato Pajno secondo cui la complicazione legislativa italiana e la complicazione amministrativa sono dovute “anche ad una profonda crisi sistemica dei meccanismi portanti del Paese, che si riflette nel progressivo aggrovigliarsi dei processi decisionali fino a punte parossistiche”⁴⁴. Si tratta di stabilire una gerarchia degli interessi pubblici e di chiarire quali sono gli interessi che devono prevalere sugli altri. Il rappresentante della CONSOB Giuseppe D’Agostino, Vice-direttore generale, nella sua audizione dinanzi alla Commissione non ha negato la condizione di confusione e di complessità dell’attuale situazione, chiarendo che la stessa è stata ed è ancor più complessizzata “dal flusso continuo di norme europee a cogenza differenziata”. Nel ricordare che la disciplina italiana sugli intermediari, sugli emittenti e sui mercati degli strumenti finanziari è mutuata per gran parte dalla legislazione europea, auspica che la UE predisponga testi unici normativi per i settori considerati strategici, tra cui quello finanziario⁴⁵. Del resto il Testo Unico

⁴⁴ Commissione Parlamentare per la Semplificazione, Indagine conoscitiva sulla semplificazione legislativa ed amministrativa: esame del documento conclusivo, <http://documenti.camera.it/leg17/resoconti/commissioni/bollettini/pdf/2014/03/31/leg.17.bol0208.data20140331.com59.pdf>.

⁴⁵ Commissione Parlamentare consultiva per la Semplificazione normativa e amministrativa, Audizione del Vice-Direttore Generale della CONSOB Giuseppe D’Agostino, Roma, 3 marzo 2014, http://www.CONSOB.it/main/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/audizione_semplificazione_20140303.htm?hkeywords=&docid=12&page=0&hits=136&newsearch=1.

della Finanza (d.lgs. n. 58 del 1998)⁴⁶ e i relativi regolamenti di attuazione, così come altre norme in materia quali il d.lgs. n. 39 del 2010, hanno attuato specifiche direttive europee come la 2006/43 e la 2004/39. Tra i numerosi ed incisivi poteri assegnati alla CONSOB nell'arco dei suoi 40 anni di vita tra i più importanti troviamo la vigilanza sugli emittenti e sulle società di revisione. La vigilanza consiste fundamentalmente nel controllare *ex ante*, in atto e *ex post* che gli emittenti di valori mobiliari rispettino nel loro comportamento le regole stabilite dalla legge e dal regolamento (delibera CONSOB n. 11971 del 1999 e successive modifiche). Per quanto riguarda le società di revisione che hanno il delicato compito di controllare e verificare i conti, cioè i bilanci delle società o delle imprese, le norme sono entrate nel panorama economico-finanziario italiano sempre in seguito a direttive europee. La loro azione è regolata nella sezione sesta del TUF (Artt. da 155 a 165 così come integrati dal d.lgs. n. 39/2010)⁴⁷. In particolare è stato l'art. 162 a regolare tale vigilanza fino al 2012; in seguito l'azione di vigilanza è stata sdoppiata distinguendo tra revisori legali che non hanno incarico di revisione su enti di interesse pubblico e quelli aventi incarico su enti di interesse pubblico⁴⁸. La novità fondamentale è che sui primi l'azione di vigilanza è stata assegnata al Ministero dell'economia e delle finanze, sui secondi è rimasta alla CONSOB. Si tratta di un *punctum dolens* perché la revisione dei conti è fatta per tutelare gli interessi degli azionisti e dei risparmiatori; contemporaneamente si tratta di deregolamentare la materia per assecondare l'estrema velocità e complessità dei mercati finanziari. La complessiva azione della CONSOB e dunque anche quella di vigilanza hanno subito ulteriori modificazioni in seguito alla crisi finanziaria del 2008,

⁴⁶ Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 520F, in seguito TUF.

⁴⁷ TUF e D.lgs. n. 39 del 2010.

⁴⁸ Decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39: "Attuazione della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la direttiva 84/253/CEE", artt. 21 e 22.

allorquando si è sentita la necessità, da parte di tutti i paesi del mondo di controllare, mettere un freno alla sfrenata libertà dei mercati finanziari che quella crisi avevano provocato. In altri termini l'azione della CONSOB si è dovuta coordinare al meglio con gli organismi europei sorti all'uopo come l'ESMA e quelli internazionali come la IOSCO e l'FSB⁴⁹. Per avere un quadro più preciso della situazione si condurrà un'analisi comparata tra i poteri e l'ambito d'azione della CONSOB con le sue "consorelle" internazionali, evidenziando come la chiarezza e la "semplicità" del quadro normativo di alcune di queste commissioni permettano loro di esercitare al meglio possibile un'azione di controllo e di vigilanza così complessa quale è quella sui mercati finanziari e, nel contempo, constatando come i poteri della CONSOB risultino inadeguati in ambito nazionale. In altri termini cercheremo di rendere evidente la necessità e l'urgenza dell'approvazione di norme chiarificatrici così come ipotizzato fin dal 2005.

⁴⁹ Cfr. De Bellis Maurizia, *La regolazione dei mercati finanziari*, Giuffrè Editore, Milano, 2012, pagg. 27 - 29.

CAPITOLI

ORIGINE E RUOLO DELLE AUTORITÀ AMMINISTRATIVE INDIPENDENTI NELL'ITALIA DI FINE NOVECENTO.

1) Le Autorità indipendenti: *definizione*.

Parlando della crisi dell'unità dello Stato Cassese indica l'introduzione delle Autorità amministrative indipendenti come elemento di ulteriore complicazione perché la presenza di una *delegated legislation* comporta una dualizzazione del potere normativo di cui una parte resta al Parlamento, un'altra viene attribuita appunto a queste Autorità. Lo stesso ordinamento tradizionale della pubblica amministrazione viene mutato in quanto una parte della P.A. non è collegata alla sua struttura gerarchica e dunque non si applica neppure il principio della responsabilità ministeriale, perché il Governo è fuorigioco nelle materie affidate alle Autorità. Lo stesso potere giudiziario non è esente da tale "complicazione" in quanto le Autorità amministrative hanno il "compito di proteggere settori sociali sensibili, ovvero interessi degni di tutela e costituzionalmente rilevanti"⁵⁰, attività che deve essere svolta nelle forme proprie del processo; non a caso le stesse agiscono applicando i principi propri del giudice come la contestazione degli addebiti, l'audizione delle parti, l'obbligo di motivazione, i poteri strumentali d'indagine e di ispezione, i poteri sanzionatori. Se questo è vero l'istituzione delle Autorità "sfida i principi più riveriti degli ordinamenti moderni": il principio dell'unitarietà organizzativa o di azione dei poteri pubblici, il principio di democraticità degli ordinamenti, il principio della tripartizione dei poteri, il modello dei rapporti tra Governo e Parlamento proprio dei sistemi parlamentari⁵¹.

⁵⁰ Cassese Sabino, *La crisi dello Stato*, op.cit., pag. 24.

⁵¹ Per questi motivi Cassese ritiene tale Autorità non poteri amministrativi ma facenti parte integrante del diritto costituzionale e rappresentanti un'alternativa al governo economico

Nella società post-moderna, mutati i presupposti economici, si deve parlare di un nuovo tipo di libertà, in quanto lo Stato tuttora ed interventista del *Welfare State* negli ultimi decenni è stato quasi completamente smantellato in nome della privatizzazione e della maggiore efficienza dei privati nell'erogare determinati servizi. Il “ritiro” dello Stato ha lasciato campo libero all'iniziativa privata anche in servizi di interesse pubblico o in attività in cui erano coinvolti interessi degni di tutela pubblica come il risparmio. In questo spazio, che si è aperto soprattutto dopo l'incentivo alle privatizzazioni imposto dalla Comunità Europea, è emersa la necessità di introdurre nell'ambito dell'amministrazione pubblica quelle che nel linguaggio giuridico amministrativo italiano sono passate sotto il nome di Authorities. La denominazione inglese non è per niente casuale in quanto queste autorità si richiamano direttamente a quelle già da tempo presenti nei sistemi anglosassoni dove la *common law*, cioè l'assenza di una legislazione codificata, esige la presenza di questi “intermediari di garanzia” per tutelare il cosiddetto pubblico interesse⁵².

costituito dalla pianificazione; “le Autorità indipendenti si inseriscono tra i poteri statali a livello costituzionale, rappresentando un temperamento di quello che nell'Ottocento veniva definito mostruoso connubio di democrazia e centralizzazione. In termini moderni, potrebbe dirsi che l'organizzazione distribuita o divisa dei poteri rappresenta una correzione, sotto il profilo organizzativo, della concentrazione prodotta dalla democrazia”. *Ibidem*, pag. 26.

⁵² Le prime amministrazioni regolatorie sono nate negli Stati Uniti per soddisfare l'esigenza di garantire la tutela degli interessi pubblici e la protezione dei diritti dei cittadini-consumatori, al fine di realizzare in modo neutrale un equo bilanciamento tra i molteplici interessi pubblici e privati coinvolti. La Interstate Commerce Commission nel 1887, nata con l'Interstate Commerce Act, rappresentò una risposta legislativa del Congresso degli Stati Uniti all'esigenza di regolamentare a livello federale il sistema tariffario dei servizi di trasporto ferroviario tra i diversi Stati, al fine di garantire la concorrenzialità del mercato dei servizi di trasporto su rotaie e tutelare gli utenti-consumatori da atteggiamenti vessatori in materia tariffaria tenuti dalle grandi compagnie di trasporto su ferro. Cfr. Titomanlio Raffaele, *Autonomia ed indipendenza delle Authorities: profili organizzativi*, Giuffrè Editore, Milano 2000, pag. 104.

Prima di addentrarci in questa questione occorre ribadire la necessità di queste Autorità in quanto, come sostiene Predieri “moneta, banca, concorrenza, borsa, assicurazioni, fondi pensione, tutela della *privacy*, energia elettrica, gas, telecomunicazioni, radiotelevisione, stampa, scioperi nei servizi essenziali, appalti pubblici e informatica pubblica, enti senza fini di lucro: tutto ciò è dominio delle Autorità amministrative indipendenti non soggette a direttive del Governo e del Parlamento, che a sua volta è invece sottordinato alla Comunità Europea”⁵³. La libertà dei post-moderni può essere intesa come libertà da rivendicare nei confronti del mercato; lo sviluppo della nuova economia, in tempi di globalizzazione, prescinde dall’intervento dello Stato. Il mercato globale si è dimostrato e si dimostra indipendente dal potere politico, nel senso che l’economia, in specie l’economia finanziaria, più volte si è dimostrata più forte della politica. Si pone dunque il problema di difendere e far sviluppare la democrazia anche nella nuova situazione economica. Ai poteri pubblici si chiede di favorire la continua capacità di adattamento del sistema, di togliere ostacoli all’ingresso degli esclusi, attraverso regole chiare e la capacità di agevolare la connessione sistemica tra gli operatori, rinunciando quasi definitivamente a strumenti meramente assistenziali ed a meccanismi discrezionali di incentivazione, che distorcono il mercato e generano dipendenza. Le *independent regulatory agencies* statunitensi divennero il naturale modello come strumento di regolazione indipendente. Si tratta di un’esigenza necessaria corrispondente ad un principio liberale risalente tuttavia ad una concezione weberiana. Nella complessità derivante dall’autonomizzazione dei mercati e dalla necessità di regole trasparenti e di una gestione continuativa ed imparziale di esse le Authorities servono per sottrarre questa materia alla continua mediazione generatrice di disfunzioni e alla molteplicità degli obiettivi della maggioranza

⁵³ Predieri Alberto (a cura di), *Le Autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, Volume I, Passigli Editori, Firenze 1997, pag. 9.

governativa; in definitiva si tratta di aprire i procedimenti statali alla società civile che costituisce il connotato di un'amministrazione democratica⁵⁴.

La necessità di queste Autorità è stata bene giustificata da Casavola secondo cui la loro istituzione si inserisce nel mutato ruolo dello Stato in economia. Infatti lo slogan “meno stato più mercato” non deve interpretarsi come richiesta di arretramento dello Stato dinanzi ad una espansione dei privati nel mercato; in altri termini non si può parlare in assoluto di definitivo predominio dell'economia sulla politica perché quest'ultima, cioè lo Stato e gli altri poteri pubblici, conservano, pena la loro scomparsa, un potere di regolazione e di eterocorrezione. D'altra parte la stessa storia della statualità in Italia “può essere letta in questa chiave diacronica, di una originaria fase di espansione delle attività di amministrazione dello Stato e di una successiva e reciproca di restituzione di funzioni e di compiti della società”⁵⁵. Dunque dietro l'istituzione di queste Autorità indipendenti si può vedere una scelta di politica legislativa che volge a separare, in settori di particolare rilievo comunitario o costituzionale, i compiti di garanzia-regolazione da quelli allocativo-promozionali; i primi, sottratti all'amministrazione tradizionale, vengono tendenzialmente affidati a nuove strutture decisionali e svolti indifferentemente nei confronti di operatori pubblici e privati; i secondi rimangono in capo all'amministrazione tradizionale. Rifacendoci alla distinzione tra Autorità di garanzia e di regolazione, le prime avrebbero il compito di contemperare situazioni giuridiche soggettive, riconosciute dalla Costituzione che non potrebbero essere subordinate ad un interesse pubblico amministrativo nell'ambito di una valutazione discrezionale⁵⁶. Tali organi si allontanerebbero in tal modo dal compito affidato alla pubblica

⁵⁴ Cfr. Longobardi Nino, *Autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico-istituzionale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2009, pagg. 87 – 88. Vedi anche Passaro Michele, *Le amministrazioni indipendenti*, Giappichelli editore, Torino, 1996, pag. 256.

⁵⁵ Casavola Francesco Paolo, *Quale “statuto” per le Autorità indipendenti*, in Quaderni Rivista trim. dir. e proc. civ., *Regolazione e Garanzia del pluralismo, Le autorità amministrative indipendenti*, Giuffrè, Milano, n. XII, 1997, pag. 25.

⁵⁶ Cfr. Lazzara Paolo, *Autorità indipendenti e discrezionalità*, CEDAM, Padova, 2001, pag. 71.

amministrazione secondo la definizione di Giannini – Amato “come ponderazione comparativa di interessi”, ma dovrebbero soltanto garantire il rispetto delle regole di comportamento da parte degli operatori. Invece le seconde presupporrebbero un vero e proprio temperamento tra interessi privati ed esigenze pubbliche, cioè rientrerebbero di sana pianta nell’ambito dell’amministrazione tradizionale essendo titolari anche di potestà autorizzatoria e tariffaria. Giuliano Amato nel suo intervento alla Tavola rotonda su “Le Authorities italiane dall’interno della loro esperienza”, in qualità di Presidente dell’Autorità Garante della concorrenza del mercato, parlando della sua essenza afferma: “Non so esattamente che questo voglia dire, ma mi fa capire che io non sto facendo né quello che fa una pubblica amministrazione che pondera discrezionalmente interessi, né quello che fa il giudice civile in una normale vicenda di soluzione di un conflitto inter-privato. A me è affidato un interesse pubblico che è collettivo proprio, che di pubblico in chiave di schema autorità - libertà non ha assolutamente nulla, è privato-collettivo, anziché essere privato. Così non trovo casuale che a me sia affidata la pubblicità ingannevole che mi pone esattamente davanti allo stesso schema sia giudiziale sia di tipo di interessi, perché se quella pubblicità è ingannevole danneggia un interesse che è privato - collettivo e che non è mai quello del solo consumatore che eventualmente protesta, ma di una fascia indefinibile di consumatori”⁵⁷. Ovviamente per una più precisa definizione e qualificazione di queste Autorità occorrerebbe avere dei

⁵⁷ Inoltre aggiunge “Desumo che faccio parte del diritto pubblico, ma non necessariamente del diritto amministrativo, se il diritto amministrativo è il diritto della pubblica amministrazione; e non mi basta l’argomento residuale per il quale ciò che non è legislativo, e non è giudiziale, è quindi amministrativo e gli applico i principi del diritto amministrativo, salvo che non siano derogati... io sento che sono pubblico, ma non sono affatto sicuro che mi si applichi il diritto delle pubbliche amministrazioni. È possibile che la rottura del guinzaglio esprima quella dispersione del potere... è il superamento dell’assunto per cui tutto ciò che non è legislativo e non è giudiziario, è del continuum governo-pubblica amministrazione. E questo superamento è forse la fotografia della fine della Rivoluzione francese... può darsi che una democrazia articolata si articoli di più: perché i poteri devono essere tre?” in Predieri Alberto (a cura di), *Le Autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, op. cit., pagg. 307-308.

contorni più netti, cioè una più coerente normazione su di esse, in quanto lo stesso legislatore erroneamente comprende in questa categoria istituzioni del tutto diverse⁵⁸. Di recente l'art. 22 del decreto legge n. 90 del 24 giugno 2014 al comma 1 definisce in parte quali sono in Italia le Autorità indipendenti, come prima forma di loro razionalizzazione⁵⁹. Nei paesi di *common law* le problematiche di distinzione tra potere politico e potere amministrativo si pongono relativamente; al contrario nei paesi a tradizione codicistica come Francia, Germania, Italia e Spagna la problematica è aperta e complessa. In particolare Francia e Germania hanno risolto il problema della collocazione delle Autorità indipendenti in maniera molto semplice perché la loro Costituzione lega l'amministrazione al potere esecutivo, ponendo la prima sotto la direzione del secondo. In particolare in Francia i rapporti tra Autorità e Governo sono regolati dall'art. 34 della Costituzione del 1958 che enumera una serie di riserve di legge proprio per sottrarre tali materie alla disponibilità e, potenzialmente all'arbitrio, del governo, stabilendo le garanzie fondamentali dei pubblici funzionari e la creazione di alcuni enti pubblici⁶⁰. Nella Repubblica Federale Tedesca l'art. 33

⁵⁸ Una prima chiarificazione tassonomica di queste Autorità fu tentata nel Documento di discussione per il Consiglio dei Ministri del 26 maggio 1995, predisposto dall'allora Ministro per la funzione pubblica, in cui le Autorità sono divise in: Autorità di garanzia di interessi pubblici o collettivi, di derivazione costituzionale; Agenzie con funzioni di regolazione amministrativa di determinati settori dell'economia; organismi con compiti prevalentemente amministrativi, correlati a settori eminentemente tecnici, per finalità di indirizzo, coordinamento e vigilanza. d.d.l. n. 2157/Sen "Misure di razionalizzazione della finanza pubblica" pubblicato anche sul numero 2/3 del 1995 della rivista *Iter Legis*.

⁵⁹ "I componenti dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, della Commissione nazionale per le società e la borsa, dell'Autorità di regolazione dei trasporti, dell'Autorità per l'energia elettrica, il gas e il sistema idrico, dell'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni, del Garante per la protezione dei dati personali, dell'Autorità nazionale anticorruzione, della Commissione di vigilanza sui fondi pensione e della Commissione di garanzia dell'attuazione della legge sullo sciopero nei servizi pubblici essenziali..." (d.l. 90/2014, art. 22 c.1)

⁶⁰ Cfr. Abagnale Gloria, *Autorità indipendenti e trattato di Maastricht*, in Predieri Alberto (a cura di), *Le Autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, op. cit., pagg. 307-308.

comma 4 della *Grundgesetz* indicando i principi tradizionali e le norme del pubblico impiego risolve ancor più chiaramente la questione, in quanto l'obbligo di fedeltà lega il pubblico funzionario allo Stato, imponendo il dovere di non anteporre gli interessi di un partito politico o di un gruppo determinato all'interesse generale; in tal modo le Autorità indipendenti sono fatte rientrare dalla dottrina tedesca nel modello dei *ministerial freien Raums*, ossia degli spazi liberi dal controllo governativo in seno al potere esecutivo, pensati con particolare riferimento alla *Bundesbank*, la cui indipendenza è stata normativamente sancita dal *Bundesbankgesetz* del 29 luglio 1957⁶¹.

In dottrina queste Autorità sono state considerate e valutate secondo tre linee fondamentali: una parte le considera come organi costituzionali neutrali; un'altra le considera come istituzioni politiche, un'altra infine le considera come organi amministrativi con compiti di garanzia e vigilanza. Coloro che propendono per la prima ipotesi sottolineano le particolari prerogative di indipendenza previste dalla legge; questi organi a differenza dei tradizionali corpi amministrativi si sottrarrebbero a qualsiasi relazione gerarchica di direzione e di controllo, ponendosi in posizione analoga all'ordine giudiziario, al Consiglio di Stato e alla Corte dei Conti. Tale neutralità è legata dunque all'indipendenza, che, a sua volta, è direttamente collegata a particolari funzioni la cui delicatezza richiede un'accentuata distanza da condizionamenti ed interferenze di qualsiasi natura. Inoltre l'analogia con gli organi costituzionali dipende dalla disciplina dei poteri delle Autorità indipendenti; sono previste infatti norme di conferimento e non di comportamento, disposizioni cioè che assegnano compiti senza tuttavia disciplinarne l'esercizio. In altri termini l'attività delle Autorità indipendenti viene definita come un tipo particolare di esecuzione della legge, quasi un

⁶¹ Analoga indipendenza in Germania è riconosciuta anche all'Autorità di controllo sulla televisione pubblica, mentre è controversa l'indipendenza di alcuni servizi pubblici come le poste e le ferrovie. Cfr. Siedentopf Heinrich, *La fonction publique*, in *L'Administration publique en République Fédérale d'Allemagne*, Paris, Economica, 1983, pagg. 321 – 336. Vedi anche Fichtmüller Carl Peter, *Zulässigkeit ministerialfreien Raums in der Bundesverwaltung*, in *Archiv des öffentlichen Rechts*, n. 91, 1966, pag. 297.

tertium genus tra la funzione amministrativa e quella giudiziaria⁶². Alla base di questa nuova entità ci potrebbe anche essere un motivo di natura tecnocratica; in altri termini queste autorità sono previste dall'ordinamento per riservare loro compiti particolarmente complessi, anche se prive di una legittimazione popolare elettiva, proprio in quanto dotate di una specifica qualificazione. La neutralità di queste Autorità presuppone l'indipendenza, sia dal Parlamento sia dal Governo, e la non ingerenza politica e burocratica, nonché del mondo economico imprenditoriale⁶³. In altri termini le autorità neutrali non avrebbero nemmeno un carattere politico perché le loro funzioni si svolgono "in posizione di estraneità e indifferenza rispetto agli interessi coinvolti"⁶⁴. L'equilibrio che esse ricercano è un equilibrio tra valori pariordinati e dunque non dovrebbero ponderare l'interesse pubblico primario con gli interessi secondari. Si tratta di perseguire un interesse oggettivo, interno al settore di riferimento. In tal modo le autorità vedrebbero la loro funzione avvicinarsi a quella giurisdizionale o arbitrale. Ovviamente i sostenitori di questa dottrina auspicano la costituzionalizzazione delle Autorità con il riconoscimento costituzionale della loro indipendenza. L'obiezione di fondo che si può fare a tali considerazioni è che la natura amministrativa di queste autorità è sancita dalla possibilità di ricorrere alla

⁶² In maniera suggestiva, Amato nell'intervento succitato alla Tavola rotonda, fa riferimento all'antichissima Cina in cui "i poteri sono cinque e ai tre che ci mettiamo noi loro aggiungono il potere di controllo come potere autonomo dal potere giudiziario, dall'amministrativo e dal legislativo, e il potere di selezione del personale, perché i mandarini hanno principalmente questa funzione. Può darsi che nel mio caso si tratti di potere di controllo, chi lo sa, in nome di valori costituzionali", in Predieri Alberto (a cura di), *Le Autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, op.cit., pag. 308.

⁶³ Cfr. Lazzara Paolo, *Autorità indipendenti e discrezionalità*, op. cit., pagg. 87 – 92. Vedi anche Franchini Claudio, *Le Autorità indipendenti come figure organizzative nuove*, in Cassese Sabino e Franchini Claudio (a cura di), *I garanti delle regole. Le Autorità indipendenti*, Il Mulino, Bologna, 1996, pag. 80; Perez Rita, *Autorità indipendenti e tutela dei diritti*, in *Rivista Trimestrale di diritto Pubblico*, n. 1, 1996, pag. 129.

⁶⁴ Franchini Claudio, *Le Autorità indipendenti come figure organizzative nuove*, in Cassese Sabino e Franchini Claudio (a cura di), *I garanti delle regole. Le Autorità indipendenti*, op. cit., pag. 73.

giustizia amministrativa contro i loro atti, anche se contro gli atti del Garante per la *privacy* è previsto il ricorso alla giustizia civile⁶⁵.

Il secondo filone della dottrina considera le Amministrazioni indipendenti come istituzioni politiche perché titolari di autonomia ed indirizzo politico; infatti l'indeterminatezza del criterio normativo di riferimento farebbe avere a questi organi prerogative non semplicemente attuative, ma integrative delle scelte riservate al legislatore; De Minico qualifica l'attività della CONSOB e dell'Antitrust come "politica in senso ampio" e alla stessa Antitrust viene riconosciuto il "governo del settore della concorrenza"⁶⁶. Tali funzioni attingono alla dimensione politica proprio dell'attività di governo. Il particolare atteggiarsi dell'attività come libera nel fine determina la politicità di queste autorità. Infatti la neutralità prospettata in precedenza è solo "un'illusione mitologica" perché il tecnico nell'ambito dell'amministrazione è essenzialmente anche politico: i responsabili di queste amministrazioni indipendenti non sarebbero altro che organismi politici cui sono stati attribuiti compiti politici⁶⁷.

I più radicali considerano tali Autorità istituzioni politiche poste al vertice dell'organizzazione statale e dotate di una naturale rappresentatività; si tratterebbe di poteri nuovi che agiscono in ambiti limitati e in forme politiche razionalizzate⁶⁸.

⁶⁵ Cfr. Lazzara Paolo, *Autorità indipendenti e discrezionalità*, op. cit., pagg. 87 – 92.

⁶⁶ De Minico Giovanna, *Spunti per una riflessione in merito al sindacato giurisdizionale sugli atti dell'Antitrust e della CONSOB*, in *Politica e Diritto*, n. 2, 1998, pag. 245.

⁶⁷ Analogamente Cardì è contrario a "illusioni tecnicistiche, neutralistiche, vagamente magistratuali di interpretazione del ruolo di soggetti che fanno politiche in quanto governano mercati, ne determinano l'esistenza e la funzione e per i quali indipendenza non vuol dire neutralità rispetto ad interessi pubblici autonomamente elaborati, ma capacità di farsi potere di governo in proprio" Cardì Enrico, *La CONSOB come istituzione comunitaria*, in Franco Bassi e Fabio Merussi (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti. Il mercato dei valori mobiliari*, Giuffrè, Milano, 1993, pag. 110.

⁶⁸ Manetti Michela, *Poteri neutrali e Costituzione*, Giuffrè, Milano, 1994, pag. 198.

Altri, meno radicali, pur sostenendone la politicità, la riservano soltanto ai livelli istituzionali più elevati, dove politica ed amministrazione si fondono alla luce di un'esigenza di intelligenza amministrativa in cui la componente tecnica è parte determinante della scelta politica⁶⁹.

Contro tali posizioni è facile osservare che la collocazione delle Autorità indipendenti a livello istituzionale così alto suscita, a dir poco, delle perplessità per il semplice motivo che queste Autorità sono state istituite dalla legge che ne ha determinato i compiti, attribuendo loro sì dei poteri ma vincolandoli allo scopo cui volge l'esercizio delle potestà demandate; in altri termini non si può sostenere che le Autorità indipendenti agiscano per fini generali o che la loro attività non possa essere sindacata sotto il profilo funzionale; d'altra parte sostenerne il carattere politico condurrebbe ad escludere o a rendere problematica la tutela giurisdizionale dei diritti in contrasto con l'art. 113 della Costituzione⁷⁰. Secondo la tradizionale suddivisione dei poteri l'attività amministrativa è sottoposta alla legge e al diritto che prevedono un sindacato generale di legittimità esteso ai profili funzionali dell'operato pubblico. In definitiva l'affermazione della natura tecnico-amministrativa delle funzioni demandate alle Autorità indipendenti appare l'ipotesi preferibile perché essa è conforme ai dettami della Costituzione. Tale affermazione parte dal presupposto che è fondamentale l'esigenza di sottoporre i loro provvedimenti alla disciplina

⁶⁹ Amorelli Giampiero, *L'amministrazione con funzioni regolatorie: le autorità di disciplina della concorrenza sul piano interno e comunitario* in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 1991, pag. 960.

⁷⁰ "Contro gli atti della pubblica amministrazione è sempre ammessa la tutela giurisdizionale dei diritti e degli interessi legittimi dinanzi agli organi di giurisdizione ordinaria o amministrativa.

Tale tutela giurisdizionale non può essere esclusa o limitata a particolari mezzi di impugnazione o per determinate categorie di atti.

La legge determina quali organi di giurisdizione possono annullare gli atti della pubblica amministrazione nei casi e con gli effetti previsti dalla legge stessa". art. 113 Cost.

Cfr. Caianello Vincenzo, *Le Autorità indipendenti tra potere politico e società civile*, in *Foro Amministrativo*, Fascicolo 1, 1997, pag 369. Per quanto detto finora confronta anche Lazzara Paolo, *Autorità indipendenti e discrezionalità*, op. cit., pagg. 87-99.

amministrativa generale (l. 241/90)⁷¹ e ai principi costituzionali in materia di tutela giurisdizionale contro gli atti della Pubblica Amministrazione (art. 113 Costituzione). Il decreto legislativo del 2 luglio 2010 n. 104⁷² all'art. 119 comma 1 lettera b⁷³ prevede regole particolari per i processi aventi ad oggetto i “provvedimenti adottati dalle Autorità amministrative indipendenti”⁷⁴; tale denominazione elimina tutte le problematiche fin qui esposte dai primi due filoni perché le Autorità rientrano nell'ambito amministrativo dovendo rispettare l'art. 113 della Costituzione, nello stesso momento hanno l'iniziativa d'ufficio e svolgono le proprie indagini secondo il principio inquisitorio. L'autorità infatti raccoglie autonomamente le prove, decide sulle misure da adottare con atti ingiuntivi, interdittivi e sanzionatori contro cui è sempre possibile l'impugnabilità in sede giurisdizionale amministrativa. Volendo dunque allargare la definizione precedentemente data potremmo rifarci a quella proposta dalla Commissione per la modernizzazione delle istituzioni (Commissione Piga - 1985) secondo cui “le amministrazioni indipendenti sono strutture pubbliche dotate di particolari prerogative di autonomia, sciolte da relazioni gerarchiche, soggette soltanto alla legge e generalmente prive di un proprio apparato di potere (polizia, squadre tecniche). Svolgono attività giuridico-formale e non producono beni o servizi. Le loro competenze presentano un alto tasso di tecnicità in quanto compiono indagini specialistiche; i procedimenti sono avviati d'ufficio e si concludono con provvedimenti ingiuntivi e sanzionatori... si caratterizzano per il

⁷¹ Legge n. 241 del 7 agosto 1990, “Nuove norme in materia di procedimento amministrativo e di diritto di accesso ai documenti amministrativi.”

⁷² Decreto legislativo del 2 luglio 2010 n. 104, Attuazione dell'articolo 44 della legge 18 giugno 2009, n. 69, recante delega al governo per il riordino del processo amministrativo.

⁷³ Art. 119 “Rito abbreviato comune a determinate materie,

1. Le disposizioni di cui al presente articolo si applicano nei giudizi aventi ad oggetto le controversie relative a:...

b) i provvedimenti adottati dalle Autorità amministrative indipendenti, con esclusione di quelli relativi al rapporto di servizio con i propri dipendenti;...”

⁷⁴ A tale scopo si rimanda a quanto detto nella nota 78.

fatto di perseguire non tanto interessi di natura amministrativa, quanto per il fatto di tutelare imparzialmente gli interessi dei cittadini... non sono chiamate a realizzare un interesse di cui siano titolari e che si ponga in conflitto con altri, ma assumono un ruolo *super partes*, assimilabile a quello dei giudice... (tale assimilazione si verificherebbe) significativamente anche sotto un altro profilo e cioè nella circostanza che, di fatto, tali organi sono sottratti ad una dipendenza di tipo gerarchico dall'esecutivo, e perciò possono essere detti, in certo senso, soggetti soltanto alla legge"⁷⁵. Rientrando nell'ambito dell'amministrazione le Autorità sono dunque soggette a tutti i vincoli che questa parte dei pubblici poteri è tenuta a rispettare. Nel 1926 già Keynes aveva intravisto la necessità di salvaguardare gli interessi di lungo periodo della collettività creando "centri semiautonomi ed organismi amministrativi a cui affidare uffici di governo vecchi e nuovi"; sembra opportuno riportare quasi per intero il brano del famoso economista inglese: "Credo che in futuro il governo dovrà assumersi molte responsabilità che in passato ha evitato. E per assolverle non serviranno né ministri né parlamento. Nostri compiti devono essere il decentramento e la devoluzione di responsabilità ovunque possibile, e in particolare l'istituzione di centri semiautonomi e di organismi amministrativi a cui affidare uffici di governo vecchi e nuovi: senza, tuttavia, pregiudicare il principio democratico o la sovranità ultima del parlamento (...) in molti casi la dimensione ideale per le unità di controllo e di organizzazione (è) in un punto intermedio fra l'individuo e lo stato moderno(...) il progresso è nello sviluppo e nel riconoscimento di enti semiautonomi entro lo stato – enti il cui criterio di azione nel proprio campo sia unicamente il bene pubblico come essi lo concepiscono, e dalle cui deliberazioni siano esclusi motivi di vantaggio privato (...) enti che nel corso ordinario degli affari siano di massima autonomia entro le prescritte limitazioni, ma siano

⁷⁵ Commissione per la modernizzazione delle istituzioni presieduta da Franco Piga, *Relazione del 18 Giugno 1985*, in Riv. Trim. Scienza Amm. N. 3, 1985, pagg. 85 ss.

soggetti in estrema istanza alla sovranità della democrazia quale è espressa attraverso il parlamento”⁷⁶.

D'altra parte nella legge di riforma del procedimento amministrativo (n. 241/90 e successive modifiche), era stato risolto il problema della autonomia e dei rapporti reciproci tra potere politico e apparato amministrativo, stabilendo per quest'ultimo dei principi particolari che dovevano regolamentare le sue attività. Questi principi sono gli stessi per cui il giudice amministrativo può intervenire a sindacare il loro operato; si tratta della ragionevolezza, logicità, coerenza, proporzionalità, imparzialità, buon andamento, trasparenza, economicità e minor sacrificio degli interessi secondari. Da quanto detto si comprende che anche le Autorità indipendenti amministrative non possono derogare da questi principi e la loro discrezionalità è limitata dal dovere di perseguire l'interesse pubblico. I loro atti sono sottoposti al sindacato del giudice amministrativo che, come ha precisato più volte il Consiglio di Stato in varie sentenze, sono sindacabili in giudizio per vizi di legittimità e non di merito, e “purché (si) rimanga nell'ambito dei vizi di legittimità, (tale sindacato) non incontra limiti, potendo essere esercitato, oltre che in relazione ai vizi di incompetenza e di violazione di legge, anche con riferimento all'eccesso di potere in relazione a tutte le sue figure sintomatiche. Nell'esercizio di tale sindacato, il giudice può solo verificare la logicità, congruità, ragionevolezza ed adeguatezza, del provvedimento e della sua motivazione, la regolarità del procedimento e la completezza dell'istruttoria, l'esistenza e l'esattezza dei presupposti di fatto posti a fondamento della deliberazione, ma non può anche sostituire proprie valutazioni di merito a quelle effettuate dall'Autorità e ad essa riservate (Cons. Stato, Sez.VI, n. 1348 del 2000; n. 1671 del 2000; n. 4118 del 2001)”⁷⁷. Si tratta dunque di un sindacato di tipo debole perché non consente un potere sostitutivo del giudice tale da sovrapporre la propria valutazione tecnica opinabile o il proprio modello logico di attuazione

⁷⁶ Keynes John Maynard, *The end of laissez-faire*, London 1926, inserito in (trad.it) *La fine del laissez-faire e altri scritti economico - politici*, Bollati Boringhieri, Torino, 1991, pagg. 31 e ss.

⁷⁷ Consiglio di Stato, Sez.VI, sentenza n. 5156 del 2002 AGCM c/ ENEL e altri.

del concetto indeterminato all'operato dell'autorità. È importante tener conto di quanto detto dallo stesso Consiglio di Stato, Sezione sesta, nella stessa sentenza n. 5156 del 2002 in cui ha espressamente censurato il TAR del Lazio per aver inammissibilmente esaminato il merito di un provvedimento. Con la sentenza del 2001 n. 9354 il Tar del Lazio aveva accolto le doglianze dell'ENEL contro un provvedimento dell'Autorità Garante della Concorrenza ritenendo fondata la censura di eccesso di potere per travisamento dei fatti; il giudice d'appello censura a sua volta la censura del Tar perché quest'ultimo non si è limitato a controllare la coerenza e la legittimità delle valutazioni dell'autorità ma è arrivato a sostituire a questa una nuova valutazione economica, con ciò invadendo il campo del merito. Nel caso specifico si trattava di stabilire l'abuso di posizione dominante di un'impresa e questo, secondo il Consiglio di Stato, non costituisce un accertamento di mero fatto ma "implica un apprezzamento significativo che si risolve in una valutazione tecnica complessa, fondata sull'applicazione di regole proprie di scienze inesatte ed opinabili come quelle economiche" ed implicante una "valutazione prognostica circa gli effetti che in un determinato mercato un comportamento di per sé lecito, come una concentrazione, è destinato ad operare". Per il giudice d'appello si tratta quindi non di un mero accertamento di fatto ma di un giudizio tecnico discrezionale in cui il Tar non poteva addentrarsi perché avrebbe corso il rischio di provvedere ad un nuovo autonomo apprezzamento della situazione concorrenziale. Il Consiglio di Stato ha stabilito dunque che nel caso specifico l'Autorità Antitrust ha una certa autonomia e indipendenza anche dal giudice amministrativo che, in nessun modo può procedere ad una nuova valutazione della vicenda⁷⁸. Le problematiche

⁷⁸ La sindacabilità dei provvedimenti delle Autorità indipendenti ha avuto in seguito un assetto ben diverso in quanto la legge n. 104 del 2010 (codice del processo amministrativo) con l'*articolo 133 lettera l* ha ampliato il campo della giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, riservandogli tutte le controversie aventi ad oggetto i provvedimenti adottati da tutte le Autorità, compresi quelli sanzionatori ed esclusi quelli inerenti ai rapporti di impiego privatizzati; in altri termini tale disposizione aveva sottratto al giudice ordinario le controversie relative ai provvedimenti sanzionatori emessi dalla Banca d'Italia (materia creditizia) e dalla CONSOB

risolte a suo modo dal Consiglio di Stato in realtà sottintendono un'altra problematica connaturata a queste autorità; la legge 205 del 2000 le definiva "Autorità amministrative indipendenti" dove l'ultimo aggettivo fa risaltare subito la problematica dell'indipendenza. Ci dobbiamo chiedere che cosa si intende con il termine "indipendenti". Nella sua accezione più immediata l'indipendenza è stata intesa come il risultato delle norme in tema di attribuzione di poteri, di forme di controllo sul loro esercizio, di autonomia di gestione ed organizzativa, di organico, di autonomia finanziaria e contabile, nonché, in ordine alle garanzie per i titolari degli uffici; per avere un'indipendenza piena ed effettiva, questa normativa deve consentire che la funzione fondamentale di regolamentazione e di protezione di interessi collettivi possa essere esercitata senza condizionamenti da parte del potere politico, della burocrazia amministrativa e dei gruppi privati. Siccome nelle leggi di istituzione per il Garante dell'editoria, la CONSOB e l'ISVAP tale normativa non è molto precisa ci si dovrebbe chiedere se la denominazione data alle Autorità dal legislatore ha un fondamento nel nostro ordinamento oppure lo trova solo nelle affermazioni e definizioni di una parte della dottrina⁷⁹. Per inciso ricordiamo che nella dottrina statunitense indipendenza significa fundamentalmente separazione e indipendenza dai

(materia mobiliare). Con l'*art. 135, comma 1, lettera c*, aveva devoluto al TAR del Lazio sede di Roma la competenza funzionale inderogabile delle controversie aventi ad oggetto i provvedimenti di tutte le Autorità con l'eccezione di quelle relative all'Autorità per l'energia elettrica e il gas che sono state trasferite al TAR Lombardia sede di Milano. Con l'*art. 134, comma 1, lettera c*, aveva previsto che per le controversie aventi ad oggetto le sanzioni pecuniarie, comprese quelle applicate dalle Autorità amministrative indipendenti, la giurisdizione del giudice amministrativo era estesa al merito. Successivamente la Corte Costituzionale con le sentenze n. 162 del 2012 e n. 94 del 2014 ha dichiarato l'illegittimità costituzionale degli *artt. 133 comma 1 lettera l, 135 comma 1 lettera c e 134 comma 1 lettera c* nella parte in cui attribuiscono alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo con cognizione estesa al merito e alla competenza funzionale del TAR Lazio – Roma le controversie in materia di sanzioni irrogate dalla CONSOB (sentenza n. 162) e dalla Banca d'Italia (sentenza n. 94)

⁷⁹ Cfr. Longobardi Nino, *Autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico-istituzionale*, op. cit., pagg. 19 – 23.

ministeri che costituiscono il *Cabinet*. In questo senso il termine indipendenza lo si può prendere nella prima accezione di separazione, cioè di indipendenza formale di persone giuridiche distinte dallo Stato che agiscono nel campo dei rapporti interprivati, hanno proprio patrimonio, propria responsabilità, propria gestione, proprie finanze. Riferendoci alle puntualizzazioni del significato di autonomia fatte da Giannini, indipendenza si sovrappone ad autonomia organizzatoria, che riassume quella contabile, finanziaria, di gestione e di bilancio riconosciute ad una figura soggettiva. L'autonomia organizzatoria assume il massimo dei contenuti in quelle che sono branche di amministrazioni, dello Stato e degli enti locali, denominate amministrazioni ed aziende autonome, organi tecnici che per lo più gestiscono imprese⁸⁰. Nel 1981 lo stesso autore ha riassunto l'autonomia organizzatoria nel concetto più ampio di "autonomie funzionali" che permettono a questi organismi di portarsi quasi al limite con l'ente pubblico e, se non superano questo limite, è perché si vuole mantenerli sotto un più stretto assoggettamento alle potestà direttive dell'amministrazione di pertinenza. Due anni dopo, approfondendo tale concetto Giannini distingue le autonomie funzionali da quelle tecniche e quelle politiche⁸¹. Se ci domandiamo quali connotati può assumere la separazione – indipendenza giungiamo alla seconda accezione di tale termine; indipendenza può significare anche la non dipendenza da manifestazioni di volontà altrui nello svolgimento dell'attività (istruttoria, informativa, propositiva, consultiva, di decisione, di giudizio) demandata alla figura soggettiva. In altri termini si vogliono evidenziare i rapporti tra la politica e l'amministrazione. In questo caso è evidente che indipendenza non può significare autodichia, si tratta di un'indipendenza relativa e non assoluta per il semplice motivo che le autorità e le loro attività sono

⁸⁰ Cfr. Giannini Massimo Severo, *Autonomia* (saggio sui concetti di autonomia), in Rivista trimestrale Diritto Pubblico, n. 4, 1951, pag. 864-873. Vedi anche Voce *Autonomia: teoria generale e diritto pubblico* in Enciclopedia del diritto Volume IV, Giuffrè, Milano, 1959, pag. 396.

⁸¹ Cfr. Giannini Massimo Severo, *Sostanza e modi delle autonomie nel diritto pubblico*, in AA.VV. *Autonomia e diritto di resistenza*, Giuffrè, Milano, 1973, pag. 63.

subordinate alla legge. Più specificamente questa indipendenza relativa si caratterizza come non dipendenza da direttive politiche e per questo il controllo, cui sono soggette, è definito essenzialmente come valutazione dell'attività complessiva e dei risultati e non si trasforma mai in atti o decisioni che sostituiscono la volontà dell'autorità. In realtà il legislatore ha chiaramente previsto la non soggezione a direttive politiche solo per la CONSOB e per il Garante dell'attuazione della legge per l'editoria, per le altre Autorità invece tale dichiarazione è auspicabile perché contribuirebbe a ridefinire meglio i rapporti tra politica e amministrazione, chiarendone ruoli e responsabilità⁸². Una terza accezione di indipendenza è quella di indipendenza intesa come libertà da condizionamenti di tipo organizzativo e finanziario. Per quanto riguarda i condizionamenti organizzativi si devono soprattutto esaminare le modalità di nomina degli organi di vertice, nonché l'intera disciplina che regola l'esercizio del loro mandato. Ad esempio per quanto riguarda la CONSOB il legislatore ha espressamente previsto che la scelta del Presidente e degli altri membri della Commissione debba ricadere su "persone di specifica e comprovata competenza ed esperienza e di indiscussa moralità ed indipendenza"; per il Garante dell'editoria tali requisiti soggettivi sono presunti in quanto il Garante deve essere scelto tra ex giudici della Corte Costituzionale, presidenti e ex presidenti di sezione del Consiglio di Stato o della Corte di Cassazione. Al riguardo meritano rilievo anche le norme che regolano la durata dell'incarico conferito agli organi di vertice, la possibilità o meno di rinnovare l'incarico, la sua eventuale revoca. Un'altra ipotesi di indipendenza, intesa come libertà da condizionamenti, è quella che si inserisce nei rapporti tra amministrazione ed economia; si tratta ovviamente di evitare l'esistenza di conflitti di interessi tra i titolari degli organi di vertice e il mondo economico così come di impedire il

⁸² Timsit puntualizza che "*l'administration n'existe pas en soi. Elle n'est qu'un système de relations, de rapports, de dépendance*" Timsit Gérard, «*Modèles, structures et stratégies de l'administration. Éléments pour une prospective administrative*», Paris, in *Revue de Droit Public et de Sciences Politiques en France et à l'Étranger*, 1980 n. 4, ora in *Théorie de l'administration*, Paris, Economica, 1986, pag. 207.

rischio di influenze esterne di gruppi privati o pubblici interessati all'esercizio delle funzioni delle autorità, anche perché un elevato livello di indipendenza può esporre i titolari degli organi di vertice a rischio di dipendenza in punto di fatto da gruppi particolari⁸³. Ovviamente, come in qualsiasi atto o momento della vita pubblica, al di là delle norme dei regolamenti e dei controlli, ciò che conta sono le persone e la volontà politica – amministrativa di mettere in atto il proprio compito. Giuliano Amato interpretava così nel 1996 la sua funzione di Presidente dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato: “Non ho nessun rapporto con il governo, non potrebbe essermi mandato neanche 1/4 di direttiva su questo; non posso essere destinatario di interrogazioni che chiedono come mai io ho adottato una data decisione. Io col governo parlo quando gli mando le mie segnalazioni relative a leggi esistenti, a regolamenti, a provvedimenti amministrativi generali, ovvero ad iniziative legislative in corso, nelle quali ravviso delle distorsioni. Sono assoggettato al controllo di gestione della Corte dei Conti, ma questo significa che sono parte della pubblica amministrazione, giacché quel controllo, salvo le riserve di autentica o presunta sovranità quale quella del Parlamento, del Quirinale, della Corte Costituzionale, è un servizio che la Corte dei Conti è tenuta a rendere tutti gli apparati che usano risorse pubbliche e che devono dimostrare che le usano in modo efficiente. Tant'è vero che questo è un controllo che non ha a che fare con la legittimità degli atti e guai a usarlo per andare a verificare la legittimità degli atti... Il mio segreto d'ufficio, diversamente da altri, è un segreto d'ufficio sottratto a tutte le leggi, sia pur successive e generali...”

⁸³ Cfr. Longobardi Nino, *Autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico-istituzionale*, op.cit., pag. 37. A tale riguardo l'art. 22 del d.l. n. 90 del 2014 ha stabilito che nessun componente delle Autorità indipendenti, alla cessazione dall'incarico, può essere nuovamente nominato componente di un'altra autorità indipendente, pena la decadenza, per un periodo di due anni. Inoltre il comma 2 dello stesso articolo impone il divieto ai componenti degli organi di vertice e ai dirigenti a tempo indeterminato della CONSOB di intrattenere, direttamente o indirettamente, rapporti di collaborazione, di consulenza o d'impiego con i soggetti regolati nei quattro anni successivi alla cessazione dell'incarico.

Col sistema giudiziario abbiamo un rapporto di collaborazione normale, nel senso che riceviamo dalle Procure informative, a volte verbali di confessioni, che forniscono indizi o addirittura prove di intese restrittive, mentre noi trasmettiamo a nostra volta quelle che ci paiono *notitiae criminis*. C'è poi – ed è ovvio – la sottoposizione delle nostre decisioni al giudizio del Tar del Lazio, che certo non intacca la nostra indipendenza.

Non ho poteri di regolazione, né adotto misure discrezionali, facendo ponderazione di interessi pubblici fra loro diversi, e stabilendone la gradazione (se lo facessi, avrebbe senso che io risentissi dell'indirizzo di governo).

Io non faccio questo, io tutelo degli interessi privati contro altri privati in situazioni nelle quali l'interesse in gioco investe la generalità dei privati e non un singolo privato, e quando il danno che può essere commesso è tale da investire non soltanto il diretto danneggiato, ma l'intero mercato. Su questa premessa, io mi muovo e faccio una cosa comunque diversa da quanto compete alla pubblica amministrazione, diversa dalla discrezionalità amministrativa, tant'è vero che, se quel danno c'è stato, io lo accerto esattamente col modulo paragiudiziale con cui lavora un giudice: io verifico le caratteristiche di un fatto e gli applico la norma; proprio nulla di più banalmente, sillogisticamente giudiziario di questo, se non il fatto che il mio sillogismo è nutrito di analisi economica, ma questo attiene alle caratteristiche della disciplina...”⁸⁴

Amato ribadendo che “sta facendo qualcosa di nuovo” ipotizza la nascita di una democrazia fondata sulla pluralità dei poteri che non sono “moncherini di un unico potere”; si tratta della “democrazia hamiltoniana” in cui i poteri sono un plurale fin dalla nascita, in cui le regole le stabilisce il legislatore democraticamente eletto affidandone poi l'attuazione a soggetti diversi, ai quali non chiede di essere tutti responsabili politicamente, “perché ciò sarebbe maledettamente giacobino”. Infatti “si può non essere politicamente responsabili, ma essere invece trasparenti, ottemperare al principio del contraddittorio, essere

⁸⁴ Intervento di Giuliano Amato riportato in Predieri Alberto (a cura di), *Le Autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, op. cit., pagg. 305-307.

sottoposti a revisione giudiziaria. Se una democrazia invece chiede a tutti di essere responsabili politicamente, allora Gorbaciov aveva torto, si è immolato inutilmente... non so concettualmente in quale direzione di marcia ci si incammina. So solo che è un diritto positivo che si sta intensamente muovendo, e che bisogna essere aperti e senza pregiudizi davanti al suo movimento”⁸⁵.

Nella storia più recente del nostro paese si è assistito da sempre ad un incontro - scontro tra politica ed amministrazione e dunque com'è variegato il numero delle Amministrazioni indipendenti così è variegata la loro storia, per cui appare opportuno risalire al modo e ai momenti in cui queste nuove entità amministrative sono state inserite nell'apparato statale.

2) Excursus storico sulle Autorità Amministrative indipendenti del Novecento.

Il binomio Stato – mercato dialetticamente si trasfonde nella problematica dell'interventismo statale nell'economia i cui due opposti sono l'economia pianificata sovietica e il liberismo. Tenendo presente che non è mai possibile separare con nettezza i due poli del binomio, per comprendere meglio la problematica, si deve chiarire che gli interventi dello Stato in economia sono di due tipi: diretti e indiretti. Con quelli diretti lo Stato o assume le vesti di proprietario, imprenditore, erogatore di servizi o instaura una disciplina “conformativa” di diritti o di istituti che i consociati sono tenuti a rispettare (ad esempio la disciplina delle società per azioni contenuta nel codice civile). Con quelli indiretti lo Stato stabilisce indirizzi, direttive o piani oppure può disporre disposizioni “condizionali”. Ad esempio può stabilire regole urbanistiche per finalizzare l'attività privata ad un interesse pubblico oppure con norme fiscali può incoraggiare o scoraggiare il privato a compiere determinate attività. In altri termini lo Stato può stabilire le regole del gioco per tutelare un interesse pubblico. Un esempio di tale regolazione è quello della CONSOB che tutela il

⁸⁵ *Ibidem*, pag. 309.

pubblico risparmio prescrivendo le informazioni che devono essere contenute nel cosiddetto prospetto informativo⁸⁶. Uno degli strumenti per tale “intervento indiretto” è la regolazione deputata ad Autorità indipendenti.

Secondo D’Alberti le Autorità indipendenti hanno nella loro genesi due caratteristiche fondamentali, l’*expertise* e l’indipendenza; la loro nascita è storicamente legata al liberismo da una parte e alla presenza di una forma “federale” di uno Stato (USA) o di un’entità politica come potrebbe essere la UE dall’altra.

Non a caso tutti gli studiosi fanno riferimento come modello alle *Federal Independent Agencies*, nate negli U.S.A. a partire dal 1887 con la *Interstate Commerce Commission*. Il rapporto tra *market failure* e forma “federale” dello Stato da una parte e amministrazioni indipendenti dall’altra è dimostrato sia dalle vicende degli Stati Uniti d’America che di quelle europee. La prima *Agency* era nata per regolare i trasporti ferroviari terrestri a tutela degli utenti dei passeggeri, delle imprese nei confronti delle compagnie ferroviarie, tra i soggetti economici allora più potenti della realtà americana insieme ai petrolieri e ai produttori di tabacco. Nel 1914 nasce la *Federal Trade Commission* per la tutela della concorrenza e la protezione dei consumatori. Subito dopo la crisi del 1929 vengono create la *Federal Power Commission* (per controllare l’attività di produzione, gestione ed erogazione di energia idroelettrica e del gas), la *Federal Communications Commission* (preposta alla vigilanza delle comunicazioni radiotelegrafiche), la *Securities Exchange Commission* (per la tutela degli investitori e per il controllo sulle operazioni di borsa), il *National Labor Relations Board* (per tutelare i diritti dei lavoratori)⁸⁷.

Come si vede ogni Autorità nasce perché c’è un’esigenza in un settore o in una materia: la tutela degli utenti delle ferrovie, la protezione dei risparmiatori, la garanzia della concorrenza. Parallelamente in Europa e soprattutto in Italia

⁸⁶ Cfr. Cassese Sabino, *La nuova costituzione economica: lezioni*, op. cit., pagg. 25 - 30.

⁸⁷ Cfr. D’Alberti Marco e Pajno Alessandro (a cura di), *Arbitri dei mercati. Le Autorità indipendenti e l’economia*, Il Mulino, Bologna, 2010, pagg. 11 - 12.

l'introduzione delle Autorità indipendenti segue un modello analogo, sia pur rimandato nel tempo di quasi un secolo; in particolare occorre considerare il fatto che dopo il 1989, il liberismo, uscito "vincitore" dalla cosiddetta guerra fredda ha causato ripetute crisi economiche – finanziarie inducendo gli Stati nazionali e l'intera comunità internazionale a continue revisioni dei modelli regolatori. In particolare per la vicenda italiana (a parte i casi della Banca d'Italia e della CONSOB) di fondamentale importanza è stata la spinta alle privatizzazioni data dalla UE per l'introduzione delle Autorità indipendenti nel nostro ordinamento⁸⁸. Nella storia italiana dall'unità ad oggi possiamo individuare precisi periodi storici in cui la "Costituzione economica" è variata, cioè l'intervento dello Stato in economia si è presentato con sfumature o sfaccettature diverse; il primo periodo, che potremo definire dello Stato liberista, va dal 1861 alla fine del secolo XIX; il secondo, che possiamo definire della prima industrializzazione, è costituito dal primo ventennio del Novecento; il terzo, che potremo definire dell'economia mista, va dagli anni '20 fino alla metà del secolo XX; il quarto, che potremo definire dello Stato del benessere, va dalla metà del Novecento fino agli anni '70; il quinto, che potremo definire della economia comunitaria, arriva fino ai nostri giorni⁸⁹. Peculiarità della storia italiana, soprattutto dagli anni '20 in poi, è che l'intervento diretto si traduce in Stato padrone di imprese, situazione che nemmeno i governi della Repubblica mutarono, a tal punto da arrivare negli anni '50 all'istituzione di un Ministero delle partecipazioni statali⁹⁰; la stessa IRI (Istituto per la Ricostruzione Industriale), fondata negli anni '30 da Mussolini per risanare le imprese in crisi dopo il '29, è divenuta nei decenni il maggior gruppo industriale dell'Italia fino agli anni '90. Ad essa si affiancarono prima

⁸⁸ Le Autorità indipendenti regolano materie "sensibili" nelle quali vanno protetti diritti altrettanto sensibili. Diritto sensibile è l'iniziativa economica libera. Diritto sensibile è quello degli utenti ad avere tariffe giuste e sicurezza nei servizi. Diritto sensibile è quello dei risparmiatori. Diritto sensibile è la garanzia del pluralismo dell'informazione. Tali diritti "non meritano di subire le incertezze delle maggioranze politiche". Cfr. *Ibidem*, pagg. 12 – 15.

⁸⁹ Cfr. Cassese Sabino, *La nuova costituzione economica: lezioni*, op. cit., pagg. 7 - 27.

⁹⁰ Con legge n. 1589 del 22 dicembre 1956.

l'ENI di Mattei e poi l'ENEL con cui lo Stato diveniva il monopolista nel mercato dell'energia. Il corporativismo e la cosiddetta "economia mista", iniziati dal fascismo non trovarono soluzioni di continuità nell'Italia repubblicana, anzi furono consolidati dagli interessi corporativi protetti e dalla pratica del cosiddetto *party government*. Antonio La Spina nell'iniziare un excursus storico sulle Autorità indipendenti parte da una concezione particolare della regolazione che per lui significa "richiedere a qualcuno (categoria di persone o di imprese) di conformarsi ad un certo modello di condotta... ma ciò implica un costo per i destinatari diretti che talora può essere molto significativo. L'inflizione di questo costo si giustifica quando, in assenza di regolazione, si produrrebbero altri costi, maggiori o comunque più importanti rispetto ai costi inflitti ai regolati, che il più delle volte ricadono su categorie di destinatari indiretti⁹¹". Da qui la necessità della regolazione e dunque anche delle Autorità. Nonostante ciò, in tutto l'arco della cosiddetta "prima repubblica", secondo quest'autore, le politiche pubbliche italiane hanno frequentemente eluso le esigenze regolative e quando il legislatore è intervenuto lo ha fatto privilegiando normative del tipo *command and control* (equo canone, rapporti di lavoro, urbanistica). Tale resistenza all'istituzione di Autorità indipendenti dipendeva da diversi fattori quali la forma di governo parlamentare, la tradizione amministrativa ministeriale (formalista e legalista), la struttura accentrata dello Stato e il centralismo della burocrazia, una elevata *partyness of government* (controllo dei partiti sull'apparato di governo o vera e propria occupazione partitica dello Stato e delle sue amministrazioni), la prevalenza di uno stile politico estremamente ideologizzato. A dimostrazione di ciò l'autore cita il caso della CONSOB che, istituita nel 1974, fino al 1985 si

⁹¹ La Spina Antonio e Cavatorto Sabrina, *Le Autorità indipendenti*, Il Mulino, Bologna, 2008, pag. 19. Una più puntuale definizione di regolazione la troviamo nel Rapporto de Larosière "Regulation is the set of rules and standards that govern financial institutions; their main objective is to foster financial stability and to protect the customers of financial services. Regulation can take different forms, ranging from information requirements to strict measures such as capital requirements." The High-Level Group on supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, cit., pag. 13.

distingue “per la quasi totale assenza di provvedimenti”⁹². Il panorama italiano ha registrato una significativa evoluzione per quanto riguarda le Amministrazioni indipendenti; possiamo distinguere quattro fasi principali, una intermedia e una quinta fase tuttora in corso. La prima fase va dal 1974 al 1985; in essa i pochi esempi di Autorità si caratterizzano strutturalmente in termini di indipendenza imperfetta, di limitatezza dei poteri, di ritardi e difficoltà nel loro utilizzo concreto. Alcuni commentatori hanno parlato di “doppia cattura” di questi organismi regolativi da parte degli interessi regolati e degli esponenti del ceto politico⁹³. Tale stentato avvio può essere ricondotto alla peculiarità tutta italiana e alla pervasività di un *partyness government* spartitorio. Dal 1985 inizia una fase di transizione che partendo dal rapporto della commissione Piga sulla modernizzazione delle istituzioni porta alla legge 281/1985 sulla riforma dell’ordinamento della CONSOB. La seconda fase (1990/1994) si segnala invece per un maggiore attivismo dell’esecutivo riguardo alla vicenda delle Autorità amministrative indipendenti in specie dopo l’istituzione dell’AGCM nel 1990 (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato). In questo periodo si assiste ad una maggiore visibilità sui media e ad un’eccezionale proliferazione delle proposte di creazione di nuove autorità; alcune di esse vengono munite di effettive prerogative di indipendenza e di poteri incisivi, soprattutto grazie a pressioni internazionali derivanti dall’avanzamento dell’integrazione comunitaria e alla “ritirata” dei partiti dall’occupazione del potere, cioè ad una crisi del *party government*⁹⁴. La terza fase (1994/1998) si caratterizza per una notevole

⁹² Cfr. La Spina Antonio e Cavatorto Sabrina, *Le Autorità indipendenti*, op. cit., pagg. 21 - 26.

⁹³ Cfr. Cassese Sabino e Franchini Claudio (a cura di), *I garanti delle regole. Le Autorità indipendenti*, Soc. Ed. il Mulino, Bologna, 1996, pagg. 13 ss.

⁹⁴ In questo periodo scoppia in Italia la cosiddetta “Tangentopoli” con cui vengono spazzati via o quasi i principali partiti di governo come il PSI e la DC. È anche il periodo del Trattato di Maastricht con cui la spinta comunitaria diventa più forte. È anche il periodo del cambiamento di legge elettorale dove a governi di coalizione si sostituiscono governi dei due poli con una più netta linea di demarcazione tra maggioranza e opposizione. Infine è anche il periodo dei cosiddetti “governi tecnici” che riempiono il vuoto lasciato dal crollo della partitocrazia e del

attenzione verso le Autorità amministrative indipendenti per un diminuito attivismo del governo e per una presenza sempre più diffusa delle Autorità indipendenti sui *mass media*. In questo periodo vengono istituite tre nuove Autorità, quella per l'energia e il gas, per la *privacy* e per le comunicazioni. Finalmente la questione delle Autorità attira l'attenzione dei partiti e si colloca al centro delle loro strategie sia per la regolazione dell'economia sia per il ridisegno del sottogoverno. La quarta fase (1999/2004) vede emergere una sorta di reazione di rigetto nei confronti delle Autorità indipendenti soprattutto da parte del ceto politico ma anche in alcuni settori della dottrina giuridica e dell'opinione pubblica. Si parla di riordino e razionalizzazione delle Autorità indipendenti ma si intende riportarle sotto il controllo dell'esecutivo fino a giungere a proposte parlamentari di loro soppressione⁹⁵. Durante il secondo governo Berlusconi un emendamento alla legge finanziaria del 2002 proponeva l'inserimento di una delega al governo per l'emanazione di uno o più decreti per la trasformazione, la soppressione o l'accorpamento di vari organismi, ivi compresi le Autorità indipendenti. L'emendamento non fu approvato ma indicava con precisione il *sentiment* di quella maggioranza politica verso le Autorità indipendenti⁹⁶ In modo molto sintetico e generico si potrebbe dire che

ceto politico dominante. Cfr. La Spina Antonio e Cavatorto Sabrina, *Le Autorità indipendenti*, op. cit., pagg. 44 – 45.

⁹⁵ Ad esempio con il decreto legge n. 5 del 2001 e la legge n. 317 del 2001 il Ministro delle Comunicazioni si riappropriava del rilascio delle licenze in materia di Tlc prima spettante all'Agcom; inoltre l'allora Ministro per le attività produttive, Marzano, ritenendo la materia tariffaria di competenza ministeriale dichiarava: "l'Authority per l'energia ha operato in assenza di indirizzo da parte del governo e il risultato è che, di volta in volta, si è avuta una sovrapposizione di ruoli o una supplenza. Le Autorità sono figlie di una fase di scarsa legittimazione della politica ma ora la rotta va corretta". Da: *E' un liberista. Però di Stato*, in "Corriere Economia" 29 Ottobre 2001.

⁹⁶ Già nel 1994 all'epoca del primo breve governo Berlusconi era stata "congelata" l'applicazione della legge n. 109/1994, cioè era stata disattivata l'Autorità di Vigilanza sui lavori Pubblici. Inoltre i deputati Raffaele Costa (Forza Italia), Riccardo Migliori (Alleanza Nazionale) e Valter Bielli (Ds – Ulivo) presentarono proposte di legge per la soppressione o il depotenziamento delle

negli anni di governo di centrodestra ci sono stati diversi tentativi di riportare le autorità, in specie quelle di regolazione, sotto il controllo del Governo, cercando di sottrarre loro dei poteri già assegnati; invece negli anni di governo del centrosinistra si è cercato più volte di riordinare la materia per eliminare confusione e sovrapposizioni di competenze. È sempre la *vexata quaestio* dei rapporti tra politica e amministrazione, che nei vari anni aveva complessizzato il quadro delle Autorità indipendenti più che chiarificarlo. Tutto questo è facilmente comprensibile se si tengono presenti le diverse proposte di origine parlamentare, presentate nella XIII e XIV legislatura, di riordino e organizzazione delle Autorità indipendenti. In particolare nella XIV legislatura abbiamo la proposta di legge presentata da Enrico Letta alla Camera e da Giuliano Amato al Senato su “Disposizioni in materia di Autorità indipendenti” e quella presentata da Bruno Tabacci su “Nuove norme in materia di Autorità di garanzia, regolazione e vigilanza”. Le due proposte intervenivano fondamentalmente sulla collocazione delle Autorità nell’ordinamento giuridico, sui rapporti istituzionali, sulle garanzie procedurali, sui profili organizzativi, inclusi i criteri di nomina e di composizione, sullo stato giuridico ed economico del personale e, più in generale, sull’assetto complessivo del sistema delle Autorità indipendenti. La prima differenza riguardava i principi generali sulla natura delle Amministrazioni indipendenti; mentre la proposta Letta – Amato tendeva alla formulazione di uno statuto unico confermando la perdurante validità e attualità del modello che prevedeva l’indipendenza delle Autorità nei rapporti con il governo e l’imparzialità (sia pure puntando alla razionalizzazione del modello, al fine di rendere l’azione delle Autorità indipendenti più trasparente ed efficace), la proposta Tabacci aveva come punto di partenza il principio della “non omologabilità” delle diverse Autorità indipendenti, riproponendo la già citata distinzione tra autorità di garanzia e tutela di diritti costituzionalmente riconosciuti, autorità di regolazione e autorità di vigilanza e

Autorità indipendenti. Cfr. La Spina Antonio e Cavatorto Sabrina, *Le Autorità indipendenti*, op.cit, pagg. 60 – 62.

controllo. Questa proposta in particolare ribadiva la completa assenza di interferenze esterne solo per le autorità di garanzia, per le altre invece si tendeva ad una sorta di neutralità rispetto agli interessi regolati; in altri termini dovevano in qualche modo raccordarsi con Governo e Parlamento nell'esercitare la loro funzione. A questa distinzione Tabacci faceva corrispondere una regolazione differenziata per ciascuna delle tre categorie, ad esempio per le modalità di nomina⁹⁷. In verità un migliore raccordo tra Autorità e Parlamento era previsto anche da Letta e Amato laddove si prevedeva l'istituzione di una Commissione bicamerale *ad hoc* responsabile dei rapporti con le Autorità indipendenti che avrebbe dovuto esprimere un parere sulle nomine e controllare l'operato delle Autorità. Tabacci invece esplicitava tale raccordo lasciando alle Commissioni competenti il controllo parlamentare su tali attività. Infine le due proposte convergevano sull'idea di valorizzare i rapporti tra Autorità indipendenti italiane e organismi analoghi della UE e di altri stati. Nei due progetti di legge erano presenti altre differenziazioni per i meccanismi di nomina e per le indennità, concordavano invece sull'indipendenza, la moralità e le comprovate competenze professionali che doveva possedere chi diveniva componente delle Autorità indipendenti. Infine concordavano anche su un opportuno snellimento del sistema delle Autorità indipendenti attraverso accorpamenti funzionali che rendessero più organiche e coerenti le competenze in ciascun settore, dal momento che il legislatore aveva prodotto norme che portavano all'interferenza di diverse Autorità indipendenti su uno stesso problema, in specie sulla gestione del risparmio, soprattutto in seguito a clamorosi crack finanziari come quelli della Cirio e della Parmalat⁹⁸. Tutte queste proposte non superarono l'iter di approvazione e finirono con l'interruzione della legislatura, ma l'esigenza di

⁹⁷ Atti Camera n. 2224. Per Tabacci le Amministrazioni indipendenti lo erano “solo per il fatto che la legge istitutiva ha stabilito che esse siano indipendenti dall'esecutivo nello svolgimento delle loro funzioni e delle loro modalità organizzative”. Come vedremo Tabacci tendeva ad introdurre in Italia il modello americano instaurando un rapporto diretto di controllo tra Autorità indipendenti e commissioni parlamentari di riferimento.

⁹⁸ Cfr. La Spina Antonio e Cavatorto Sabrina, *Le Autorità indipendenti*, op. cit., pagg. 63 – 73.

riordino e di regolazione delle Autorità indipendenti persisteva ancora tanto che nel febbraio del 2007 il Consiglio dei Ministri varava il d.d.l. n. 1366 recante “Disposizioni in materia di regolazione e vigilanza sui mercati e di funzionamento delle Autorità indipendenti preposte ai medesimi”. Il testo, riprendendo il dibattito precedente sulle Autorità indipendenti, si prefiggeva di mettere ordine nel sistema con particolare riguardo al loro numero eccessivo e alla sovrapposizione di competenze, alla disomogeneità strutturale come pure alla composizione delle commissioni, alla modalità di nomina, ai requisiti dei commissari, ai rapporti con il parlamento e con il governo. Il d.d.l. voleva mettere fine alla tendenza a sminuire le Autorità indipendenti e incanalarsi sul binario di una razionalizzazione del sistema; la relazione illustrativa del testo governativo affermava: “è necessario che i processi di liberalizzazione siano accompagnati da un efficace sistema di regolazione e di vigilanza, fondato sull’azione di organismi pubblici dotati di un alto livello di indipendenza, di autonomia e di capacità tecnica, in grado di agire in modo efficace e trasparente. Serve in altre parole un assetto istituzionale in grado di definire regole certe ed effettive che facciano funzionare correttamente i mercati e assicurino adeguate protezioni ai cittadini, agli utenti e ai consumatori”⁹⁹. Da qui la necessità conseguente di un solido assetto istituzionale della regolazione per permettere al Governo, al Parlamento e ai singoli ministri competenti di esercitare il loro ruolo di indirizzo, di garanzia e di tutela sociale. La relazione illustrativa subito dopo evidenzia i motivi per cui il sistema allora operante risultava inadeguato. Innanzitutto era incompleto in specie nel campo dei servizi a rete mancando un’autorità per i servizi idrici e per i trasporti; in secondo luogo il sistema paradossalmente risultava pletorico soprattutto nel settore finanziario laddove l’intervento contemporaneo di Banca d’Italia, CONSOB, COVIP e ISVAP generava spesso sovrapposizioni e duplicazioni funzionali; in terzo luogo il sistema è debole, perché indebolito dagli interventi del legislatore che ha ridotto i poteri e l’ambito d’intervento di alcune Autorità. L’intervento di riordino

⁹⁹ Relazione illustrativa d.d.l. n. 1366 del 2 Febbraio 2007.

dovrebbe servire a semplificare il quadro, eliminare le sovrapposizioni e consentire l'immediata operatività, omologando il sistema delle stesse autorità sia nel numero dei loro componenti, sia per la modalità di nomina (proposta Consiglio dei Ministri – parere vincolante a maggioranza dei 2/3 di un'apposita commissione bicamerale); durata del mandato fissata in sette anni non rinnovabile nemmeno in altre Autorità; disposizioni di carattere organizzativo per migliorare la loro funzionalità, l'ordinamento degli uffici; regole che assicurino la massima trasparenza e partecipazione, un adeguato contraddittorio nei procedimenti contenziosi e sanzionatori, tenendo distinte la fase istruttoria da quella decisoria. La fine traumatica della legislatura (2008) pose fine anche a tutti i propositi di riforma delle Amministrazioni indipendenti¹⁰⁰.

Comunque tutti questi tentativi di riforme rientrano, per così dire nella quinta fase (2004 ad oggi); quest'ultima è caratterizzata da una parte dal bisogno di riordino e razionalizzazione dettato soprattutto dall'esigenza di ridurre la spesa pubblica; la scure della *spending review* si abbatte anche sulle Autorità indipendenti perché i loro apparati e le loro strutture sono considerate pletoriche. Dall'altra assistiamo ad un maggior "attivismo parlamentare" sulla materia senza peraltro portare a compimento l'obiettivo del d.d.l. Prodi 2007. La I Commissione permanente della Camera (Affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni) ha svolto una lunga e dettagliata indagine conoscitiva sulle Amministrazioni indipendenti deliberata nella seduta del 2 febbraio 2010 e terminata con un documento approvato il 16 febbraio 2012¹⁰¹. L'indagine, fino

¹⁰⁰ Come si nota il d.d.l. riproponeva quasi integralmente il progetto di legge Letta – Amato di cui abbiamo parlato in precedenza. Lo stesso d.d.l. era stato elaborato da un gruppo di studiosi e di esperti coordinato dal Sottosegretario alla Presidenza del Consiglio Enrico Letta, anche se l'allora Ministro dei rapporti con il Parlamento, Chiti, aveva insediato una commissione, presieduta dal Consigliere di Stato Pasquale De Lise, per studiare la riforma delle Autorità indipendenti.

¹⁰¹ La Commissione ha proceduto sia acquisendo dati documentali, sia svolgendo numerose audizioni tra cui quelle di tutti i presidenti delle Amministrazioni indipendenti esistenti, del Ministro dei trasporti, di numerosi esperti (Clarich, D'Alberti, De Minico), di Alessandro Pajno

ad oggi, pur non avendo portato ad alcuna decisione “pratica” in ambito legislativo, è servita a “chiarire il quadro normativo vigente” e ad avanzare alcune utili proposte – suggerimenti di riforma per attuare la semplificazione e la razionalizzazione già auspicata dalla proposta del 2007¹⁰²; il documento così conclude: “l’indagine... costituisce una base di conoscenza e di valutazione che può consentire alla Camera dei Deputati, se lo riterrà, di intervenire al fine di

(Presidente di sezione del Consiglio di Stato), dei rappresentanti dei sindacati, dei consumatori, di Confindustria, di Ernesto Lupo (Primo presidente della Corte di Cassazione), di Peter Hustinx (Garante europeo per la protezione dei dati), di Pasquale de Lise (Presidente del Consiglio di Stato). Camera dei Deputati, I Commissione permanente affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni, XVI Legislatura, indagine conoscitiva, deliberata nella seduta del 2 febbraio 2010, sulle Autorità Amministrative Indipendenti, Documento conclusivo, 16 febbraio 2012, pagg. 5 – 6.
http://leg16.camera.it/_dati/leg16/lavori/documentiparlamentari/indiceetesti/017/017/INTERO.pdf

¹⁰² In pratica la Commissione ha fatto proprie le posizioni della dottrina riproponendo la distinzione tra Autorità di Garanzia e Autorità di regolazione (e vigilanza), riconoscendo loro funzioni di “regolazione, di amministrazione attiva e di risoluzione di controversie tra i privati, stabilendo così, almeno in parte, un’eccezione al principio classico della separazione (o distinzione) tra i poteri” a queste funzioni corrispondono poteri “normativi” per determinare *ex ante* regole applicabili “in via generale (regolamenti o atti amministrativi generali) ai soggetti che svolgono nel mercato una specifica attività... la peculiare posizione di tali regolamenti nel sistema delle fonti, che sono formalmente atti secondari, ma che sostanzialmente intervengono a livello primario, è alla base del potere normativo delle autorità”. La vigilanza invece viene espletata con “penetranti” poteri conoscitivi e ispettivi, tra cui la possibilità di richiedere informazioni ed esibizioni di documenti, disporre accessi, ispezioni e verifiche, consulenze tecniche. Inoltre tali poteri sono spesso rafforzati dalla previsione ulteriore del potere di irrogare sanzioni amministrative, pecuniarie o interdittive”. Svolgendo tali funzioni le Autorità hanno anche poteri para-giurisdizionali in relazione alla risoluzione di controversie tra imprese e utenti o tra imprese e imprese. Infine vengono ricordate le funzioni “ausiliarie” quali quella di “referto”, “consultiva” e di “segnalazione” nei confronti del Governo e del Parlamento. Camera dei Deputati, I Commissione permanente affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni, XVI Legislatura, indagine conoscitiva, deliberata nella seduta del 2 febbraio 2010, sulle Autorità Amministrative Indipendenti, cit., pag. 7.

migliorare l'assetto giuridico delle Autorità indipendenti"¹⁰³. Nel frattempo dal 2005 al 2007 si sono avute innovazioni normative che o hanno esteso i poteri di regolazione delle Autorità indipendenti (CONSOB)¹⁰⁴, oppure hanno "intensificato" i poteri sanzionatori (sanzioni pecuniarie dirette a garantire l'effettivo rispetto delle norme da parte degli operatori), come è capitato per l'Autorità per l'energia elettrica e il gas e il Garante della *privacy*. Per il Garante della concorrenza è stata ampliata la "gamma" degli strumenti a disposizione in quanto alla sanzione pecuniaria sono stati aggiunti "le decisioni con impegni, le misure cautelari e i cosiddetti programmi di clemenza"¹⁰⁵. Alla stessa Authority sono state assegnate le competenze necessarie per la tutela diretta dei consumatori. Un importante intervento di riordino generale è stato il decreto legge n. 201 del 2011¹⁰⁶ con l'obiettivo dichiarato di eliminazione degli sprechi e di riassetto quasi definitivo delle Autorità indipendenti. Per quanto riguarda l'acqua l'art. 10, comma 1 del decreto legge n. 70 del 2011 aveva istituito l'Agenzia nazionale per la regolazione e la vigilanza in materia di acqua, una vera e propria nuova Autorità, per questo vitale servizio pubblico. Ebbene il decreto legge n. 201 del 2011 con l'art. 21, comma 20 ha soppresso questa agenzia trasferendone le funzioni al Ministero dell'Ambiente eccetto quelle attinenti alla regolazione e al controllo dei servizi idrici integrati che vennero affidati all'Autorità per l'energia e il gas¹⁰⁷. Lo stesso decreto ha integrato i

¹⁰³ Camera dei Deputati, I Commissione permanente affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni, XVI Legislatura, indagine conoscitiva, deliberata nella seduta del 2 febbraio 2010, sulle Autorità Amministrative Indipendenti, cit., pag. 47.

¹⁰⁴ Camera dei Deputati, I Commissione permanente affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni, XVI Legislatura, Indagine conoscitiva sulle Autorità amministrative indipendenti, Audizione del Presidente della CONSOB, Lamberto Cardia, del 14 Aprile 2010, pag 7. www.CONSOB.it/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/audizione_cardia_20100414.pdf

¹⁰⁵ Camera dei Deputati, I Commissione permanente affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni, XVI Legislatura, indagine conoscitiva, deliberata nella seduta del 2 febbraio 2010, sulle Autorità Amministrative Indipendenti, cit., pag. 9.

¹⁰⁶ Decreto legge convertito con modificazioni dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214.

¹⁰⁷ Decreto legge n. 201 del 2011, art. 21 commi 19 e 20.

poteri dell’Autorità della concorrenza attribuendole la legittimazione ad agire in giudizio (presso il giudice amministrativo) contro regolamenti, atti amministrativi generali e procedimenti emanati dalla P.A. che violino le norme a tutela della concorrenza e del mercato. In precedenza l’Autorità poteva solo far presente la questione all’organo istituzionale competente; oggi invece può “attaccare” il procedimento incriminato più direttamente non solo attivando il procedimento ma anche utilizzando tutti gli strumenti di tutela, comprese eventuali azioni cautelari¹⁰⁸. All’AGCOM, con lo stesso decreto, sono state trasferite le funzioni di regolazione e vigilanza nel settore postale con la contemporanea soppressione dell’Agenzia nazionale di regolamentazione del settore postale, istituita con l’art. 1 del d.lgs. n. 58 del 2011, di recepimento della Direttiva n. 2008/6/CE¹⁰⁹. Alla stessa Autorità il legislatore aveva attribuito nuove funzioni in materia di violazioni della disciplina del diritto d’autore. Lo stesso decreto n. 201 del 2011 è intervenuto anche in materia di trasporti. Al riguardo già il d.d.l. Prodi del 2007 aveva auspicato l’istituzione di un’Autorità che regolasse la materia. Il decreto legge 201 con l’art. 37 aveva istituito l’Autorità regolatrice dei trasporti come Autorità indipendente con sede a Torino. Tale provvedimento è stato “annullato” dall’art. 36 del decreto legge n. 1 del 2012 secondo cui “nelle more dell’entrata in operatività dell’Autorità, determinata con propria delibera, le funzioni e le competenze attribuite alla stessa ai sensi del presente articolo continuano ad essere svolte dalle amministrazioni e dagli enti pubblici competenti nei diversi settori interessati”¹¹⁰. L’Autorità è divenuta operativa in seguito a una delibera del Consiglio dei ministri dell’8 Agosto 2013: i membri dell’Autorità sono stati

¹⁰⁸ *Ibidem*, art. 35 comma 1, che ha aggiunto alla legge n. 287 del 1990 l’art. 21 bis. Più precisamente contro di essi l’Autorità deve indirizzare, entro 60 giorni, un parere motivato all’amministrazione in causa con l’indicazione delle violazioni riscontrate. Solo se l’amministrazione interessata non si conforma entro 60 giorni l’Autorità può adire il giudice amministrativo.

¹⁰⁹ *Ibidem*, art. 21 comma 13.

¹¹⁰ Decreto legge n. 1 del 2012, art. 36.

nominati con D.P.R. del 9 Agosto 2013 e la sede è stata confermata a Torino. Le esigenze di risparmio e di omogeneizzazione delle Autorità hanno trovato attuazione con l'art. 23 comma 1 dello stesso decreto legge n. 201 del 2011 che ha ridotto i membri dell'Autorità in modo significativo, portandone il numero a 5 per quelle che ne avevano più di 7 e a 3 per quelle che ne avevano 7 o 5, tanto da aversi una riduzione di quasi il 50%; il loro numero infatti è passato da 57 a 31¹¹¹. Il decreto legge n. 90 del 2014 all'art. 19, dietro la spinta di clamorose inchieste su fatti gravi di corruzione, ha istituito l'ANAC (Autorità Nazionale Anticorruzione), una nuova Autorità indipendente la cui missione istituzionale viene individuata in particolare nella "prevenzione della corruzione nell'ambito delle amministrazioni pubbliche, nelle società partecipate e controllate anche mediante l'attuazione della trasparenza in tutti gli aspetti gestionali, nonché mediante l'azione di vigilanza nell'ambito dei contratti pubblici, degli incarichi e comunque in ogni settore della pubblica amministrazione che potenzialmente possa sviluppare fenomeni corruttivi, evitando nel contempo di aggravare i procedimenti con ricadute negative sui cittadini e sulle imprese, orientando i comportamenti e le attività degli impiegati pubblici, con interventi in sede consultiva e di regolazione"¹¹². La nuova Autorità nasceva con una fusione "a freddo" tra due entità preesistenti di cui una omonima e l'altra denominata AVCP (Autorità di Vigilanza di Contratti Pubblici); questa fusione ha anche un'altra particolarità, in quanto l'ente più piccolo ha inglobato quello più grande. In realtà la vicenda della lotta alla corruzione in Italia è lunga quanto la storia italiana e dunque già in precedenza erano stati istituiti organismi a tale scopo.

¹¹¹ Decreto legge n. 201 del 2011, art. 23 comma 1. Per la CONSOB tale disposizione ha avuto un carattere transitorio perché col decreto legge n. 90 del 2014 all'art. 22 comma 13, il numero dei componenti è stato riportato a 5.

¹¹² Atto di organizzazione delle aree e degli uffici dell'ANAC del 29 ottobre 2014 in attuazione della Delibera n. 143 del 30 settembre 2014, citato nel Piano di riordino (ai sensi dell'art. 19, comma 3 del decreto legge 24 giugno 2014, n. 90 convertito in legge 11 agosto 2014, n. 114), presentato dal Presidente dell'ANAC e approvato con il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 1 febbraio 2016, pag. 6.

Nel 2009 già era stato creato un organismo pubblico la CIVIT (Commissione per la Valutazione, la Trasparenza e l'Integrità delle Amministrazioni Pubbliche) con l'ambizioso obiettivo di controllo sull'ottimizzazione della produttività del lavoro pubblico e sull'efficienza e trasparenza delle pubbliche amministrazioni; nel 2012 la legge n. 190 aveva affidato alla medesima Commissione il compito di monitorare il rispetto delle disposizioni in tema di prevenzione della corruzione e della trasparenza, sia pure in tandem con il Dipartimento della Funzione Pubblica. Purtroppo agli obiettivi ambiziosi non corrispondevano i risultati ottenuti anche per il limitato numero di personale a disposizione. Nel 2013 la legge n. 125 aveva introdotto la denominazione di ANAC. L'AVCP era stata creata fin dal 1994 dalla cosiddetta legge Merloni (legge n. 109 del 1994) per garantire l'osservanza dei criteri di efficienza e di efficacia nello svolgimento delle procedure di gara e vigilare sulla libera concorrenza tra gli operatori nella materia dei lavori pubblici. Nel corso degli anni questa Autorità ha visto aumentare il numero delle competenze attribuite nell'ambito del settore dei servizi e delle forniture; nel 2011 l'art. 17 del decreto legge n. 98 aveva previsto che fosse compito dell'AVCP l'elaborazione dei prezzi di riferimento nel settore sanitario e il decreto legge n. 66 del 2014 aveva aggiunto il compito di fornire alle pubbliche amministrazioni i prezzi di riferimento relativi ai vari beni da acquistare. L'AVCP nel 2007 ha visto definire la sua nuova pianta organica con la previsione di 336 unità di personale. La nuova ANAC figlia del decreto legge n. 90 del 2014 è una nuova Autorità indipendente con un Presidente e altri quattro membri, in cui la figura del Presidente presenta una novità rispetto alle altre Autorità indipendenti: per lui sono previsti poteri monocratici autonomi che si aggiungono a quelli tipici di *primus inter pares* nell'ambito dell'organo collegiale¹¹³. Con la fusione-incorporazione l'ANAC ha assommato in sé sia le

¹¹³ L'individuazione di poteri monocratici in capo al Presidente dell'Autorità si ricollega ad una scelta già contenuta nel d.l. del 2013 che prevede, a garanzia della autonomia, indipendenza e legittimazione esterna del Presidente, un meccanismo di nomina rafforzato che si articola nella proposta del Ministro per la pubblica amministrazione e la semplificazione, di concerto con il

funzioni delle due Autorità, sia i poteri di nuova attribuzione, diventando in tal modo l'unica *domina* nel sistema della strategia complessiva di prevenzione della corruzione, estesa anche al settore degli appalti pubblici; invece ha ceduto al Dipartimento per la funzione pubblica i compiti relativi alla *performance*¹¹⁴.

Comunque l'urgenza e la necessità di regolamentare al meglio la materia rimane intatta e pressante tant'è vero che il documento finale dell'indagine conoscitiva della I Commissione permanente della Camera ha chiarito alcuni termini della questione; in primo luogo è stato considerato ormai superato il problema della costituzionalizzazione delle Autorità indipendenti considerando un dato incontrovertibile il fatto che le stesse “appartengono alla Costituzione vivente e hanno un fondamento costituzionale indiretto, essendo la loro esistenza in molti casi prescritta dall'ordinamento dell'Unione Europea”¹¹⁵. In secondo luogo si tratta di collocarle meglio nel sistema politico istituzionale approvando una legge che possa fungere da cornice unitaria giuridica e superando la stratificazione normativa del passato che ha generato una pluralità eterogenea di organismi. La stessa norma dovrebbe predisporre meccanismi istituzionali idonei a prospettare un modello di regolazione per evitare la confusione dei ruoli tra decisore politico e regolatore tecnico indipendente: al primo spetta il compito di stabilire il livello di tutela di interessi generali, al secondo tocca il compito di definire le modalità concrete di attuazione della suddetta tutela. Nello stesso tempo la Commissione

Ministro della giustizia e il Ministro dell'interno. Gli altri quattro componenti sono nominati, invece, “su proposta del Ministro per la pubblica amministrazione e la semplificazione” (art. 5). Questo parziale disallineamento ha trovato immediato riscontro anche nella nomina dell'attuale Collegio dell'Autorità; il Presidente, infatti, è stato nominato con D.P.R. del 4 aprile 2014, tre mesi prima della nomina degli altri componenti del collegio, avvenuta l'11 luglio 2014.

¹¹⁴ Cfr. Piano di riordino (ai sensi dell'art. 19, comma 3 del decreto legge 24 giugno 2014, n. 90 convertito in legge 11 agosto 2014, n. 114), presentato dal Presidente dell'ANAC e approvato con il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 1 febbraio 2016, pagg. 8 - 17.

¹¹⁵ Camera dei Deputati, I Commissione permanente affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni, XVI Legislatura, indagine conoscitiva, deliberata nella seduta del 2 febbraio 2010, sulle Autorità Amministrative Indipendenti, cit., pagg. 42 – 43;

auspica che il Parlamento “faccia un uso meno distratto delle relazioni e delle segnalazioni trasmesse dalle Autorità”¹¹⁶ superando in sede legislativa i problemi e gli eventuali difetti degli assetti di regolazione. Lo stesso Parlamento deve garantire un quadro di riferimento essenziale in merito alla disciplina dei principali aspetti di funzionamento e di organizzazione delle diverse Autorità. Il documento si conclude ribadendo la necessità di semplificare il quadro delle Autorità esistenti ricalibrando “la disciplina nei diversi settori al fine di renderla più adeguata agli obiettivi istituzionali di ciascun organismo”¹¹⁷.

3) Le Autorità all’interno dell’ordinamento istituzionale: Costituzione e Autorità indipendenti.

La questione più importante e fondamentale è il collegamento di queste Autorità con la Costituzione vigente. Tranne la Banca D’Italia¹¹⁸, tutte le altre sono state istituite per legge dopo il 1946 e dunque devono avere necessariamente un “appiglio” costituzionale, dal momento che nella Costituzione manca del tutto un riferimento diretto. Infatti la carta fondamentale parla di organi costituzionali, enti indipendenti come i comuni, le regioni e le province, gli ordini e i collegi professionali, e parla di “organi indipendenti” come il Consiglio di Stato e la

¹¹⁶ *Ibidem*, pag. 45.

¹¹⁷ *Ibidem*, pag. 48.

¹¹⁸ La Banca d’Italia nata nel 1893 come ente privatistico, dopo aver assunto carattere pubblicistico con le leggi bancarie del 1926 e del 1936, pur avendo goduto di un certo grado di autonomia e indipendenza, fino all’istituzione della Banca Centrale Europea (BCE) non poteva essere annoverata tra le Autorità Amministrative Indipendenti. Per lo Statuto della BCE tale indipendenza è stata sancita in quanto nessun membro può sollecitare o accettare istruzioni dall’Unione, dai Governi degli Stati membri e da qualsiasi altro organismo (art. 130. TFUE). Il legislatore italiano le ha concesso formalmente lo *status* d’indipendenza per tutte le sue funzioni con la legge n. 262 del 2005 (art. 19 commi 3 e 4). Tale novità è entrata nel nuovo Statuto della Banca d’Italia approvato nel 2006. Il regolamento UE n. 1093 del 2010, istitutivo dell’EBA, ha riprodotto quasi fedelmente le parole del TFUE, ribadendo la necessità che la Banca d’Italia, suo membro, goda di indipendenza in relazione alle sue funzioni di vigilanza sulle banche.

Corte dei Conti. Il dibattito sulla “copertura costituzionale” è datato e variegato. Nel 2000 l’indagine conoscitiva sulle Autorità indipendenti condotta dalla I Commissione permanente della Camera concludeva che “la gran parte delle posizioni sembra convergere non solo sull’utilità, quanto sulla necessità di dotare di una copertura costituzionale il potere normativo esercitato dalle Autorità e di alcuni dei principi comuni alle diverse Autorità”¹¹⁹. Il Prof. Cheli, Presidente dell’Autorità per le garanzie nelle comunicazioni, sottolineava l’opportunità di “registrare” la nuova realtà emergente “in una legge generale d’impianto”, una legge quadro che, a sua volta, “per essere efficace e anticipatrice della realtà che intende regolare, dovrebbe, in ogni caso, trovare una copertura adeguata nel tessuto costituzionale”¹²⁰. Il Prof. Rodotà, Presidente dell’Autorità garante per la tutela dei dati personali, pur preferendo un intervento normativo di rango ordinario, sosteneva che la copertura costituzionale avrebbe consentito di realizzare “importanti obiettivi di legittimazione e la possibilità di essere parte nei conflitti di attribuzione tra poteri dello Stato”¹²¹. Il Prof. Cassese proponeva un intervento a livello costituzionale “limitato a poche e fondamentali questioni”. Sulla stessa linea si posizionava il Prof. D’Atena per il quale sarebbe necessario porre con norma costituzionale uno “statuto unitario” che fissasse le coordinate essenziali per superare “le disarmonie tra le diverse discipline delle singole Autorità che si sono stratificate nel tempo”¹²². Infatti nel progetto abortito di riforma costituzionale della famosa Bicamerale, alla fine degli anni ’90, era previsto uno specifico articolo riguardante le Autorità indipendenti. Testualmente l’articolo 109 loro riservato così diceva: “Per l’esercizio di funzioni di garanzia o di vigilanza in materia di diritti e libertà garantiti dalla

¹¹⁹ Camera dei Deputati, I Commissione permanente affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni, XIII Legislatura, indagine conoscitiva, deliberata nella seduta del 19 Gennaio 1999, sulle Autorità Amministrative Indipendenti, Documento conclusivo, 4 Aprile 2000, pag. 37.

¹²⁰ *Ibidem.*

¹²¹ *Ibidem.*

¹²² *Ibidem.*

Costituzione la legge può istituire apposite autorità. Il Senato della Repubblica elegge a maggioranza dei tre quinti dei suoi componenti i titolari delle autorità di garanzia e di vigilanza. La legge ne stabilisce la durata del mandato o i requisiti di eleggibilità e le condizioni di indipendenza. Le autorità riferiscono alle Camere sui risultati dell'attività svolta"¹²³. Subito dopo l'art. 110, dedicato espressamente alla Banca d'Italia, la caratterizzava come una vera e propria Autorità indipendente, che "svolge le sue funzioni in materia monetaria e di vigilanza sul sistema creditizio in condizioni di autonomia e indipendenza". Per Merusi dal dibattito non appare chiara la motivazione della separazione e neppure le conseguenze derivanti dalla norma proposta; l'unico risultato era di aver individuato proprio la Banca d'Italia come il prototipo delle Autorità indipendenti; il suo scetticismo gli fa affermare che non ci si doveva fidare del "dibattito costituente" perché non si sarebbe potuta ricavare una sicura interpretazione di quello che era successo nell'ordinamento italiano con l'istituzione delle Autorità indipendenti¹²⁴. Neppure la riforma costituzionale del 2001 (legge costituzionale 18 ottobre 2001, n. 3) ha dato una "copertura costituzionale" a queste Autorità, semmai con l'art. 117 novellato il quadro

¹²³ Testo del progetto di legge costituzionale risultante dalla pronuncia della Commissione sugli emendamenti, Commissione parlamentare per le riforme costituzionali, Revisione della parte II della Costituzione (Presentato alla Camera con il numero C3931 - Presentato al Senato con il numero S2583), (Testo risultante dalla pronuncia della Commissione sugli emendamenti presentati ai sensi del comma 5 dell'articolo 2 della legge costituzionale 24 gennaio 1997, n. 1), pag. 2.

¹²⁴ Cfr. Merusi Fabio, *Democrazia e Autorità indipendenti: un romanzo quasi giallo*, Il Mulino, 2000, pagg. 56 – 57. Il relatore della legge costituzionale aveva affermato che "la spinta a inserire in costituzione una norma riguardante la Banca d'Italia è originata dalla grandissima importanza assunta da quest'istituto nell'assicurare un bene collettivo di primario rilievo come quello costituito dal governo della moneta". Dubbi invece furono sollevati da Leopoldo Elia sull'opportunità di costituzionalizzare i poteri della Banca d'Italia in quanto l'organo verrebbe a configurarsi come una sorta di Autorità indipendente *ante litteram*. Cfr. Costanzo Pasquale, Ferrari Giuseppe Franco e altri, *La commissione bicamerale per le riforme costituzionali: i progetti, i lavori, i testi approvati*, CEDAM, Padova 1998, pag. 312.

istituzionale più che chiarirsi si è annebbiato ancora di più, in quanto l'introduzione delle cosiddette materie concorrenti tra Stato e Regioni ha reso ancora più problematica la questione dei rapporti tra queste amministrazioni e le altre istituzioni. In verità una riforma costituzionale, abbastanza ampia è stata approvata nel 2005, anche se poi non confermata dal relativo referendum. Questo testo in un primo momento all'art. 87, comma 6, prevedeva che, nei casi indicati dalla legge, il Presidente della Repubblica "nomina i funzionari dello Stato e, sentiti i presidenti delle due camere, i presidenti delle Autorità indipendenti e il presidente del CNEL"¹²⁵. In *extremis* era stato aggiunto l'art. 98 bis con la previsione della possibilità di istituire Amministrazioni indipendenti con legge approvata "collettivamente dalle due Camere". Il testo dell'articolo recitava: "Per lo svolgimento di attività di garanzia o di vigilanza in materia di diritti di libertà garantiti dalla Costituzione e su materie di competenza dello Stato, ai sensi dell'art. 117, comma 2, la legge può istituire apposite Autorità indipendenti stabilendone la durata del mandato, i requisiti di eleggibilità e le condizioni di indipendenza. Le autorità riferiscono alle camere sui risultati delle attività svolte". Secondo i commentatori dell'epoca tale ipotesi di riforma era uno dei pochi argomenti che vedesse d'accordo i due poli giacché "tali organismi, pur senza trovare un preciso fondamento nella Carta approvata 60 anni fa, hanno guadagnato un ruolo centrale nel nostro ordinamento, arrivando a incidere in maniera determinante sui diritti dei cittadini e sulla vita di interi settori della vita sociale ed economica"¹²⁶. Anche se alcuni commentatori continuano ad opporsi ad una "copertura costituzionale" delle Autorità indipendenti Cheli ne sostiene l'opportunità perché "l'assenza di un baricentro costituzionale, unita alla varietà degli statuti legislativi adottati, ha spinto di conseguenza le varie Autorità a manifestare vocazioni diverse e ad interpretare in termini diversi il proprio

¹²⁵ Testo di legge costituzionale approvato in seconda deliberazione a maggioranza assoluta, ma inferiore ai due terzi, pubblicato nella GU n. 269 del 18 novembre 2005. Indetto *referendum* popolare: GU n. 100 del 2 maggio 2006.

¹²⁶ Il sole 24 ore, *riconosciuti I Garantisti con un articolo ad hoc*, 12 Giugno 2006.

ruolo... alcune hanno operato in prevalenza come magistrature economiche, altre come organi di governo settoriale dell'economia (con funzione complementare rispetto a quella del governo e delle amministrazioni statali), altre ancora come difensori civici delle libertà e dei diritti fondamentali dei cittadini coinvolti nello sviluppo dei processi economici"¹²⁷. Lo stesso autore alla domanda sulla necessità dell'inserimento in Costituzione delle Autorità indipendenti risponde affermativamente sostenendo che la disciplina costituzionale dovrebbe quantomeno contenere un richiamo a taluni profili essenziali quali:

- a) l'indipendenza, in funzione della neutralità delle funzioni;
- b) i controlli;
- c) il sistema di relazioni dirette a collegare le Autorità con gli apparati di riferimento sia nazionali che comunitari.

Dopo un decennio tutta la problematica è sembrata dissolversi con le conclusioni dell'indagine conoscitiva della I Commissione permanente sulle Autorità indipendenti condotta dal 2010 al 2012. Il documento conclusivo al riguardo così si esprime "nell'opinione prevalente le Autorità sono ormai un dato di fatto incontrovertibile, appartengono alla Costituzione vivente ed hanno un fondamento costituzionale indiretto, essendo la loro esistenza in molti casi prescritta dall'ordinamento dell'Unione Europea"¹²⁸.

La Costituzione rinnovata all'art. 117, comma 1, novellato nel 2001, dichiara "La potestà legislativa è esercitata dallo Stato e dalle Regioni nel rispetto della Costituzione, nonché dei vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario e dagli obblighi internazionali". A conferma di ciò, il recente disegno di legge di riforma costituzionale (cosiddetto d.d.l. Boschi), in dirittura d'arrivo in Parlamento, sul tema delle Autorità indipendenti è silente, forse perché è passata

¹²⁷ Cheli Enzo, *L'innesto costituzionale delle Autorità amministrative indipendenti: problemi e conseguenze*, Convegno organizzato da Nexus - Roma, 27 Febbraio 2007 riportato in Studi in onore di Vincenzo Caianiello, Editoriale Scientifica, Napoli, 2008, pag. 116.

¹²⁸ Camera dei Deputati, I Commissione permanente affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni, XVI Legislatura, deliberata nella seduta del 2 febbraio 2010, sulle Autorità Amministrative Indipendenti, Documento, 16 febbraio 2012, pag. 42.

l'idea di armonizzare e regolarizzare le Autorità con legge ordinaria¹²⁹. Se proprio vogliamo trovare dei riferimenti nella Carta, innanzitutto bisogna citare l'articolo 3, perché queste *Authorities* fondamentalmente contribuiscono a rendere effettiva l'uguaglianza tra tutti i cittadini nello spirito del 2° comma di quest'articolo. Altro riferimento importante sono gli articoli della Costituzione riguardanti la Pubblica Amministrazione (artt. 97, 98, 99, 100), non fosse altro perché le *Authorities* si inseriscono, sia pure nella loro particolarità, nell'ambito dell'attività dell'amministrazione dello Stato. In particolare per le singole *Authorities* e, dunque, per il loro specifico campo d'azione esistono altri riferimenti costituzionali come l'art. 40 per il diritto di sciopero; gli artt. da 41 a 47 per quanto riguarda l'attività economica, la tutela del risparmio e la cooperazione; l'art. 21 per quanto riguarda la libertà di stampa e il diritto di manifestare liberamente il proprio pensiero con ogni mezzo di diffusione; l'art. 15 per la libertà e la segretezza della corrispondenza e di ogni altra forma di comunicazione; l'art. 54 che al dovere di fedeltà alla Repubblica e all'osservazione della Costituzione e delle leggi, imposto a tutti i cittadini, aggiunge per coloro cui sono affidate funzioni pubbliche anche il dovere di adempierle con disciplina ed onore; l'art. 113 per la tutela giurisdizionale dei diritti e degli interessi legittimi dinanzi agli organi di giurisdizione ordinaria o amministrativa, tutela che non può essere esclusa o limitata, anche se è regolamentata dalla legge. Secondo altri autori la non necessità di un esplicito inserimento in Costituzione delle Autorità indipendenti deriva dalla "copertura" assicurata anche dall'art. 11 Cost. (per le Autorità non esplicitamente "dettate" dal diritto comunitario) e dallo stesso diritto comunitario (per le Autorità da esso previste), il quale ha diritto di primazia su quello interno, come sancito da

¹²⁹ Un'implicita conferma di ciò è rappresentata dal d.l. n. 90 del 2014. Vedi anche Barra Caracciolo Luciano, *Il tormentato cammino delle autorità amministrative indipendenti verso una definizione sistematica. Prospettive di uno statuto di garanzia mediante legge generale*, in Longobardi Nino, *Autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico-istituzionale*, op. cit., pagg. 278 ss.

diverse sentenze della stessa Corte Costituzionale¹³⁰. In particolare con la sentenza n. 183 del 1973 i giudici della Consulta avevano messo in rilievo come all'art. 11 Cost. dovesse riconoscersi “un valore non soltanto sostanziale ma anche procedimentale”, in quanto consente le limitazioni di sovranità derivanti dall'appartenenza al processo di integrazione europea “esonero il parlamento dalla necessità di ricorrere all'esercizio del potere di revisione costituzionale” di volta in volta¹³¹. Anzi nel 1996 la sentenza n. 126 affermava che le norme della UE possono “legittimamente prevedere... forme attuative di se medesime, e quindi normative statali derogatrici del quadro della normale distribuzione costituzionale delle competenze interne”¹³². Quella sentenza riguardava i rapporti Stato – Regioni, perché queste ultime lamentavano l'istituzione di un'unica Autorità centrale incaricata di svolgere determinate funzioni (ritenuta lesiva dei loro poteri ma legittimata dal diritto comunitario), ma la sua portata è tale da potersi riferire anche al riparto di competenze tra gli organi statali. Dunque si può sostenere che anche le Autorità indipendenti trovano un fondamento costituzionale nell'art. 11 Cost. quando sono “conseguenze” di vincoli comunitari¹³³. Stando così le cose non viene intaccata nemmeno l'unità di indirizzo politico e amministrativo spettante al Presidente del Consiglio in quanto le Autorità contribuiscono ad attuare l'indirizzo politico che si esprime

¹³⁰ È il caso del Garante per la *privacy*, della Banca d'Italia e dell'Autorità per la concorrenza ed i servizi: tutte Autorità cui la legislazione statale deve attuazione anche in deroga al “quadro della normale distribuzione costituzionale delle competenze interne”. Sentenza Corte Costituzionale n. 126 del 1996.

¹³¹ Sentenza Corte Costituzionale n. 183 del 1973.

¹³² Sentenza Corte Costituzionale n. 126 del 1996.

¹³³ Come ha affermato la Corte di Giustizia Europea nella sentenza relativa ai Garanti dei dati personali dei vari *Länder* tedeschi, il principio democratico “non osta” all'esistenza di Autorità pubbliche “più o meno indipendenti dal governo”, se queste sono “soggette al rispetto della legge sotto il controllo dei Giudici competenti”. Corte di Giustizia Europea, sentenza 9 Marzo 2010 C-518/07, Commissione contro Germania.

mediante atti legislativi e quindi non ne sono sottratte¹³⁴. In conclusione si potrebbe affermare che le Autorità indipendenti sono “un fatto nuovo” nel panorama istituzionale italiano, ma non tanto nuovo da non poter rientrare nell’ambito della P.A.; hanno già un loro “fondamento costituzionale” negli artt. 11, 117 e gli altri già indicati per le specifiche problematiche; sono “costrette” dal diritto comunitario ad agire anche *contra* ed *extra* le leggi nazionali, se le norme comunitarie lo impongono; potrebbero anche agire come giudici *a quo* nei confronti della Corte Costituzionale, anche se, a dire il vero, la stessa Consulta ad oggi ha mostrato di non accettare ricorsi simili a quelli del Garante Bancario per conflitti di attribuzione¹³⁵.

4) Le Autorità indipendenti tra diritto comunitario e diritto interno.

Come già visto la maggior parte delle Autorità indipendenti hanno trovato posto nell’ordinamento italiano dietro “la spinta” della Comunità Europea, anzi alcune di esse sono nate per espressa volontà della stessa¹³⁶. La Comunità è nata come ordinamento sovranazionale con una serie di incisive competenze normative ma sostanzialmente privo di un apparato amministrativo. Nelle intenzioni dei suoi

¹³⁴ Cerulli Irelli Vincenzo, *Premesse problematiche allo studio delle "amministrazioni indipendenti"*, in Merusi Fabio e Bassi Francesco (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Giuffrè, Milano, 1993, pag. 4.

¹³⁵ Secondo altri autori invece per le Autorità indipendenti sarebbe addirittura “pericoloso” avere uno specifico articolo della Costituzione loro dedicato, in quanto le trasformerebbe in “organi costituzionali” in contrasto con altri organi come il Governo. Sono i vincoli comunitari che hanno condotto ad approvare “normative statali derogatrici del quadro della normale distribuzione costituzionale delle competenze interne” sentenza Corte Costituzionale n. 126 del 1996 portando all’istituzione di Autorità sottratte ai poteri di direzione del Presidente del Consiglio; ad esse occorre riconoscere, nell’ambito del potere esecutivo, una posizione distinta da quella del Governo che non può non manifestarsi anche nei giudizi per conflitto di attribuzione tra poteri dello Stato.

¹³⁶ È il caso dell’Autorità Garante per la Protezione dei Dati Personali espressamente prevista dall’art. 28 della direttiva 95/46/CE.

padri fondatori la Comunità, per la messa in atto delle proprie politiche, doveva avvalersi delle strutture amministrative degli Stati membri; in sostanza la Comunità è un apparato “che non esegue ma fa eseguire”¹³⁷. A differenza dell’esperienza americana in cui le Autorità indipendenti nascono per assoggettare a regolamentazione mercati in precedenza sottratti a forme di intervento pubblico, in Europa il loro sviluppo è direttamente collegato ad un arretramento dell’intervento pubblico nell’economia. La creazione di un’economia di mercato richiede un quadro di regole tendenzialmente stabili, sganciate dai condizionamenti della politica, all’interno delle quali le imprese possano muoversi e svilupparsi e gli utenti o consumatori ricevere adeguata protezione. In Europa le Autorità indipendenti sono uno degli strumenti caratteristici dello Stato regolatore e dunque la loro affermazione è strettamente legata al processo comunitario di liberalizzazione e di creazione di mercati concorrenziali nei vari settori in cui prima era radicato il paradigma dello Stato imprenditore¹³⁸. In tal modo si è realizzata una confluenza tra l’esperienza statunitense e quella europea; negli Stati Uniti l’evoluzione in senso federale ha comportato la perdita di poteri “regolativi in capo ai parlamenti dei singoli Stati, ma, di converso, in virtù dell’esistenza di limiti costituzionali all’accentramento di funzioni nell’esecutivo federale, non si è assistito alla riconduzione di queste negli apparati ministeriali esistenti, preferendosi delegare le nuove competenze regolative ad organismi federali, posti all’esterno dell’esecutivo stesso. In Europa il processo è stato inverso, in quanto si è cercato di arginare gli eccessi di un pervasivo intervento delle istituzioni pubbliche in economia, affidando ad istanze indipendenti dai circuiti politici non solo la garanzia di interessi costituzionalmente rilevanti ma anche la funzione di regolare l’apertura dei mercati nazionali, spesso caratterizzati da situazioni di monopolio, a fronte di un

¹³⁷ Cfr. Franchini Claudio, *I principi dell’organizzazione amministrativa comunitaria*, in Rivista trimestrale di diritto pubblico, n. 3, 2002, pag. 654.

¹³⁸ Cfr. Merusi Fabio – Passaro Michele, *Autorità indipendenti*, in Enciclopedia del diritto, Aggiornamento VI, Milano 2002, pag. 164.

progressivo incremento di atti comunitari incidenti sui sistemi economici di Stati membri in vista della realizzazione di un mercato comune”¹³⁹. La sola differenza esistente è che le istituzioni comunitarie, in mancanza di un potere esecutivo in senso proprio, hanno necessariamente decentrato la funzione attuativa delle politiche europee alle strutture amministrative degli Stati membri costringendoli da una parte ad armonizzare le legislazioni, agevolando il raggiungimento degli obiettivi previsti dai trattati, dall'altra a coordinare l'azione di quelle stesse strutture, coinvolgendole sempre più nel processo decisionale europeo. L'interazione tra normativa europea ed alcune Autorità indipendenti regolatorie è significativa sotto almeno tre motivi: “la loro funzione precipua è di guidare e regolare il passaggio da situazioni monopolistiche all'apertura del mercato... un secondo profilo riguarda la previsione in direttive comunitarie di funzioni e compiti delle Autorità, taluni relativi anche a rapporti con istituzioni statali... ulteriore profilo di un certo interesse è dato dal costituirsi di una sorta di sistema reticolare europeo che consente... un aumento della cooperazione tra Autorità indipendenti che incrementa l'effettività delle disposizioni di armonizzazione del legislatore europeo”¹⁴⁰. Ad un'attenta lettura la partita degli equilibri istituzionali nell'ordinamento europeo si gioca anche, se non soprattutto nel momento discendente del processo decisionale. In quest'ottica “quel *multi-burocratic decision making process* che è divenuto ormai una caratteristica peculiare dell'azione amministrativa della comunità”¹⁴¹ può essere inteso sia nel senso di un progressivo allargamento dell'area d'influenza degli esecutivi nazionali, sia nel senso della conferma di una tendenza alla creazione di un sistema articolato

¹³⁹ Cerasoli Umberto, *Autorità amministrative indipendenti nel diritto europeo*, in *Leggi d'Italia Pubblica amministrazione* in Wolters Kluwer Italia 2016 pag. 3 anche in *Digesto delle Discipline Pubblicistiche*, Aggiornamento, UTET, Torino, 2008.

¹⁴⁰ Bilancia Paola, *Autorità amministrative indipendenti tra Europa, Stato e Regioni*, in *Quad. cost.*, n. 1, 2003, pag. 148.

¹⁴¹ Franchini Claudio, *Le relazioni tra le Agenzie europee e le Autorità amministrative nazionali*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, anno 1997, fasc. n.1, pag. 23.

su più strutture reticolari parzialmente indipendenti¹⁴². In definitiva i modelli del decentramento e dell'integrazione intervengono a comporre un quadro variegato e composito di rapporti istituzionali, in cui le istanze della differenziazione si combinano con quelle dell'unitarietà per il perseguimento di un interesse comune, ma dalla titolarità diffusa¹⁴³. Tale interazione diacronicamente si è sostanziata in diverse modalità, giocando tutto sui principi di sussidiarietà e proporzionalità sanciti dai trattati comunitari. Nei primi decenni di vita della Comunità la sussidiarietà era intesa nel significato etimologico di *subsidium*, cioè la Comunità lasciava fare agli Stati membri intervenendo solo in caso di "aiuto" e in proporzione alle sue competenze. Dopo Maastricht la sussidiarietà è stata intesa *lato sensu* perché era insito nel trattato l'obiettivo non solo dell'unificazione economica e monetaria, ma anche di quella politica; in altri termini si voleva arrivare agli Stati Uniti d'Europa trasformando l'Unione Economica in entità politica¹⁴⁴. La situazione attuale è figlia della mancata nascita dell'Europa come Stato federale; il Trattato di Roma del 2004 non è entrato mai in vigore per la mancata approvazione di Olanda e Francia. Il successivo tentativo di "unificazione annacquata" del Trattato di Lisbona (2007) ha spiazzato l'UE e i suoi governanti. La Commissione, definita da Cassese "un potere esecutivo nascente che ha dinanzi a sé non cittadini, ma governi nazionali che è difficile tenere sotto controllo solo mediante la formula dell'armonizzazione come provvedimento che scende dall'alto"¹⁴⁵, sviluppa una strategia "che si articola su linee funzionali più che territoriali, tesa proprio ad

¹⁴² Cfr. Cassese Sabino, *L'architettura costituzionale della Comunità europea dopo Maastricht e il posto dei poteri locali*, in Supplemento a "Regione e governo locale", 1993, n. 1 - 2, pag. 10. Riferendosi all'Unione europea dopo Maastricht lo stesso autore afferma che quest'ultima appare "meno come una struttura gerarchica che come una rete di Autorità parzialmente indipendenti".

¹⁴³ Cfr. Valastro Alessandra, *Autorità indipendenti e integrazione europea*, in *Il diritto delle radiodiffusioni e delle telecomunicazioni*, n. 4, 2001, pag. 657.

¹⁴⁴ Trattato di Maastricht, Atto finale, 07 Febbraio 1992.

¹⁴⁵ Cassese Sabino, *L'arena pubblica. Nuovi paradigmi per lo Stato*, in *Rivista trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 3, 2001, pag. 629.

accorciare la distanza con i cittadini, coinvolgendo nella fase del processo decisionale nella quale ha potere d'indirizzo, cioè la fase esecutiva, istituzioni che sul piano nazionale svolgono, in posizione di indipendenza dai circuiti politici, compiti di tutela e garanzia di diritti fondamentali, che lo stesso processo d'integrazione ha «attratto» nell'orbita sovranazionale. In quei moduli organizzativi, che nei rispettivi settori di competenza aggregano interessi non su base rappresentativa, ma su base democratico - partecipata, la Commissione individua gli interlocutori privilegiati, capaci di introdurre i principi comunitari negli ordinamenti nazionali, scavalcando la mediazione dei circuiti politici: ciò è possibile in quanto la Comunità non si limita a delegare l'esecuzione delle politiche comunitarie alle Autorità indipendenti, ma opera un vero e proprio decentramento di funzioni in capo a queste ultime, definendone i poteri e indicando i principi e i criteri direttivi della loro azione»¹⁴⁶.

In tal modo il principio di sussidiarietà acquista una centralità sempre crescente nell'ordinamento comunitario imponendo alle istituzioni europee di agire solo nel caso in cui non sia sufficiente, per la realizzazione degli scopi dell'Unione, l'azione delle istituzioni nazionali. È necessario chiarire che il principio di sussidiarietà¹⁴⁷ va interpretato come un “criterio mobile e flessibile” che incide sul rapporto Comunità – Stati membri “non regolando l'attribuzione formale delle competenze in capo all'uno o all'altro ambito territoriale, ma incidendo sul concreto esercizio delle competenze stesse: in sostanza, si assiste ad una separazione tra titolarità ed esercizio delle funzioni, in virtù della quale l'intervento del livello di governo sovranazionale si giustifica nel momento in cui, per un verso, l'azione del livello nazionale (o sub-nazionale) non sia

¹⁴⁶ Cerasoli Umberto, *Autorità amministrative indipendenti nel diritto europeo*, op. cit., pag. 16.

¹⁴⁷ In generale sul principio si veda, D'Atena, il quale distingue tra “dispositivi di tipo dinamico, che disciplinano la concorrenza fra diverse competenze (enunciando come regola la competenza del livello inferiore, e prevedendo delle condizioni al verificarsi delle quali è subordinato l'intervento sussidiario del livello superiore) e dispositivi statici, nei quali la preferenza accordata al livello minore trova espressione in una riserva di competenza in suo favore”, D'Atena Antonio, *Costituzione e principio di sussidiarietà*, in Quaderni Costituzionali n. 1, 2001, pag. 19.

sufficiente, per l'altro quell'intervento permetta, a motivo delle dimensioni e degli effetti dell'azione in questione, di realizzare gli obiettivi previsti. Inteso in questo senso, il principio in esame viene ad incidere sull'azione delle amministrazioni nazionali chiamate ad eseguire il diritto comunitario, in quanto, come visto, quella separazione tra titolarità ed esercizio delle funzioni, si risolve, sul piano dei rapporti organizzativi tra livelli territoriali diversi, nella scissione tra fase decisoria e fase esecutiva delle politiche comunitarie, la prima essendo rimessa al livello sovranazionale, mentre la seconda spetta alle istituzioni nazionali: allora, per l'operare di quel principio, non si tratta più, per le amministrazioni nazionali, di svolgere funzioni meramente esecutive, ma c'è l'esigenza che esse esercitino, sul piano nazionale, funzioni la cui titolarità formale è condivisa con la Comunità¹⁴⁸. In effetti tale principio se da una parte porta ad un inevitabile ampliamento delle materie nelle quali l'Unione può intervenire in virtù del progressivo allargamento degli obiettivi comunitari, dall'altra esso risulta decisivo per il consolidamento della tendenza ad un forte decentramento della fase discendente di quello stesso processo; in tal modo il principio, letto in combinato disposto con quello di leale collaborazione, stabilito dall'art. 10 del Trattato CE, favorisce la creazione di *network* settoriali di Autorità indipendenti¹⁴⁹. Si può parlare di una sorta di "coamministrazione" in diversi settori in cui "per l'attuazione indiretta, per via statale, di decisioni comunitarie, si presentano sempre più procedimenti misti, nei quali l'Unione

¹⁴⁸ Cerasoli Umberto, *Autorità amministrative indipendenti nel diritto europeo*, op. cit., pagg. 16 - 17.

¹⁴⁹ Lacava esplicitamente riconduce il fenomeno delle reti fra autorità nazionali competenti nei diversi settori nell'ambito dell'Unione europea al principio in esame: «L'attuazione del principio di sussidiarietà, sancito dall'art. 3B del Trattato sull'Unione europea, con il relativo decentramento delle competenze normative ed amministrative comunitarie (...) ha determinato l'evoluzione del modello cooperativo e collaborativo tra l'autorità sovranazionale e le autorità nazionali, e tra queste ultime, in alcuni settori, la trasformazione verso un modello differente, di vera e propria cogestione o coamministrazione di funzioni amministrative», vedi Lacava Chiara, *Le amministrazioni nell'Unione europea: cooperazione e networks*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 1996, pag. 324.

opera valendosi delle Autorità nazionali, con una distribuzione di poteri diversa, in cui l'Unione si riserva, di regola, di stabilire principi regolatori, di adottare i procedimenti d'indirizzo, di vincolare in altro modo i procedimenti nazionali, di assicurare controlli comunitari. Le amministrazioni nazionali operano in funzione di interessi comunitari"¹⁵⁰. Prima del 2004 questa "coamministrazione" era più *soft* perché fondata su enti europei quali i Comitati e le Agenzie europee aventi per lo più potere consultivo.

Successivamente invece, pur rispettando gli ordinamenti nazionali consolidati (caratterizzati da tradizioni istituzionali e giuridiche risalenti e stratificate), la presenza di veri e propri regolatori europei sta modificando in profondità l'assetto precedente, pur con modalità diverse nei vari settori. "In alcuni casi si assiste alla creazione di un doppio livello di regolazione, con la contemporanea operatività di un regolatore comune e di un regolatore nazionale, in altri casi sembra configurarsi con un deciso sviluppo del regolatore europeo, che tende ad inglobare al suo interno la rete dei regolatori nazionali, come almeno in parte è accaduto per i mercati finanziari"¹⁵¹. L' UE ha "comunitarizzato" il sistema delle Autorità indipendenti in specie nell'ambito delle telecomunicazioni, dell'energia

¹⁵⁰ Cfr. Cassese Sabino, *L'aquila e le mosche. Principio di sussidiarietà e diritti amministrativi nell'area europea*, in *Foro italiano*, n. V, 1995, pag. 377. Poco prima lo stesso autore aveva affermato che "la sussidiarietà non riguarda soltanto il se ma anche il come viene esercitato un potere. Dunque il principio di sussidiarietà come criterio regolatore dell'esercizio delle competenze (e non della loro attribuzione), diventa rilevante nel campo del diritto amministrativo, perché determina l'intensità dell'azione comunitaria, e, all'opposto, il decentramento dell'attività esecutiva" Cassese *ivi*, pag. 375.

¹⁵¹ Torchia Luisa, *La regolazione dei mercati fra Autorità indipendenti nazionali ed organismi europei*, relazione svolta al convegno su "Le Autorità amministrative indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello di vigilanza e regolazione dei mercati", 28 febbraio 2013 presso il Consiglio di Stato, pagg. 7 - 8, https://www.giustizia-amministrativa.it/cdsintra/wcm/idc/groups/public/documents/document/mdax/oda4/~edis/nsiga_3665844.docx

e dei mercati finanziari¹⁵². Il ricorso ad Autorità indipendenti fornisce al diritto europeo una doppia garanzia. “Per un verso, la distanza fra autorità indipendenti ed autorità politiche nazionali riduce l’influenza che queste ultime riescono ad esercitare sulla concreta applicazione ed attuazione del diritto europeo, almeno sui mercati regolati, che sono terreno privilegiato per la costruzione e lo sviluppo del mercato interno europeo, per le libertà di circolazione e per la tutela della concorrenza.

Per altro verso, le Autorità indipendenti riproducono, nei diversi ordinamenti nazionali caratteristiche istituzionali comuni, culture professionali condivise, strumenti di azione uniformi. Esse traggono dalla dimensione europea un ulteriore fattore di legittimazione, che si rafforza tanto più quanto più i regolatori nazionali si organizzano in reti europee, che consentono una continua interazione non solo fra il livello europeo e il livello nazionale, ma anche fra i diversi ordinamenti nazionali, con lo sviluppo di forme e strumenti di collaborazione orizzontali”¹⁵³. In tal modo il carattere dell’indipendenza ha acquisito una nuova dimensione perché viene fissato nei regolamenti istitutivi, non solo nei confronti degli Stati membri, ma anche nei confronti della Commissione europea. “L’attribuzione di uno statuto indipendente agli organismi di regolazione indica l’evoluzione da un sistema di regolazione composita ad uno di regolazione integrata, nel quale si supera il sistema dualistico e si crea un centro di imputazione unitaria della regolazione europea di settore”¹⁵⁴. Il *discrimen* tra

¹⁵² Regolamento 1211/2009, istitutivo del Body of European Regulators for Electronic Communications; Regolamento 713/2009 sulla base delle direttive 2009/72/CE e 2009/73/CE istitutivo dell’Agency for the cooperation of energy regulators; Regolamento (CE) 1093/2010 istitutivo dell’EBA European Banking Authority; Regolamento (CE) 1094/2010 istitutivo dell’EIOPA, European insurance and occupational pensions authority, per il settore assicurativo e fondi pensione; Regolamento (CE) 1095/2010 istitutivo dell’ESMA, European Securities and Markets Authority, per i mercati e gli strumenti finanziari.

¹⁵³ Torchia Luisa, *La regolazione dei mercati fra Autorità indipendenti nazionali ed organismi europei*, op. cit., pag. 7.

¹⁵⁴ *Ibidem*, pag. 8.

vecchio e nuovo sistema di vigilanza è la crisi finanziaria del 2007/2008, espressamente richiamata più volte sia dal Rapporto de Larosière sia dai “considerando” che precedono i regolamenti fondamentali del 2010 (entrati in vigore il 1 gennaio 2011) istituenti *l’European System of Financial Supervision* (ESFS) allo scopo di “garantire che le norme applicabili al settore finanziario siano attuate in modo adeguato per preservare la stabilità finanziaria, creare fiducia nell’intero sistema finanziario e assicurare una sufficiente protezione dei consumatori di servizi finanziari”¹⁵⁵. Il sistema mette in atto la vigilanza macroprudenziale per “proteggere l’interesse pubblico contribuendo alla stabilità e all’efficacia a breve, medio e lungo termine del sistema finanziario, a beneficio dell’economia dell’Unione, dei suoi cittadini e delle sue imprese... migliorare il funzionamento del mercato interno, con particolar riguardo a un livello di regolamentazione e di vigilanza valido, efficace e uniforme; garantire l’integrità, la trasparenza, l’efficienza e il regolare funzionamento dei mercati finanziari; rafforzare il coordinamento internazionale in materia di vigilanza”¹⁵⁶. La crisi finanziaria, come afferma il “considerando” n. 1 del citato regolamento, “ha evidenziato una serie di lacune nella vigilanza finanziaria... I modelli di vigilanza nazionali non sono riusciti a stare al passo con la globalizzazione finanziaria e la realtà integrata e interconnessa dei mercati finanziari europei, nei quali numerosi istituti finanziari operano a livello transnazionale. La crisi ha evidenziato gravi lacune in materia di cooperazione, coordinamento, applicazione uniforme del diritto dell’Unione e fiducia tra le Autorità nazionali di vigilanza”¹⁵⁷. L’Unione Europea aveva dinanzi solo due strade: o fare “*chacun pour soi*” oppure optare per “una cooperazione europea migliorata, pragmatica e ragionevole a beneficio di tutti per preservare un’economia mondiale aperta”¹⁵⁸. L’Unione ha scelto la seconda ingranando la marcia per una

¹⁵⁵ Regolamento (UE) n. 1094/2010, art. 2 comma 1.

¹⁵⁶ *Ibidem*, art. 1 comma 6 lettere a, b, c.

¹⁵⁷ *Ibidem*, considerando n. 1.

¹⁵⁸ *Ibidem*, considerando n. 34.

integrazione – unificazione sempre più vasta e stringente in ambito monetario e finanziario, passando dalla “cura *Lamfalussy*” alla “cura *de Larosière*”. Con la creazione del ESFS (definito come “una rete integrata di Autorità di vigilanza nazionali e dell’Unione in cui la vigilanza corrente continui ad essere esercitata a livello nazionale)”¹⁵⁹, l’obiettivo era di “armonizzare maggiormente le norme che disciplinano gli istituti e i mercati finanziari nell’Unione e garantirne l’applicazione uniforme”¹⁶⁰, creando Autorità specifiche nei tre settori fondamentali (bancario, mercati mobiliari, assicurativo), un comitato congiunto delle Autorità europee di vigilanza e un comitato europeo per il rischio sistemico *European Systemic Risk Board* (ESRB). Si tratta di mettere in atto la vigilanza sia dal punto di vista macroprudenziale (ESRB) che da quello microprudenziale *European Supervisory Authorities* (ESAs)¹⁶¹. Leggendo i regolamenti UE 1092/2010, 1093/2010, 1094/2010, 1095/2010 si comprende come il sistema creato (con la compenetrazione bidirezionale delle singole componenti) possa assicurare una vigilanza macro e micro-prudenziale tale da prevedere “sviluppi avversi” ed evitare “l’accumularsi di rischi eccessivi all’interno del sistema finanziario”¹⁶². Inoltre è stata realizzata l’interconnessione tra regolamentazione (*rules on the books*) e vigilanza (*rules in action*)¹⁶³; sono stati concessi alle

¹⁵⁹ *Ibidem*, considerando n. 8.

¹⁶⁰ *Ibidem*, considerando n. 8.

¹⁶¹ Le tre Autorità sono rispettivamente l’EBA (European Banking Authority) per il settore bancario; l’ESMA (European Securities and Markets Authority) per il settore mobiliare e l’EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) per il settore assicurativo e pensionistico.

¹⁶² Regolamento (UE) n. 1092/2010, considerando n. 1.

¹⁶³ Per regolamentazione si intende “l’insieme delle norme e dei principi che disciplinano gli istituti finanziari in funzione della stabilità e della tutela degli investitori”; per vigilanza si intende “la procedura di controllo per verificare che quelle stesse norme e principi siano correttamente applicati dagli istituti finanziari”. Cfr. Moloney Niamh, *The European Securities and markets authority and institutional design for EU financial markets – A tale of two competences: Part (1) Rule Making; Part (2) Rule in action*, in *European Business Organization Law Review*, 12.01 e 12.02, 2011, pagg. 41 ss. (12.01), pagg. 177 ss. (12.02).

Autorità strumenti maggiormente efficaci rispetto al passato con la dotazione della personalità giuridica e con nuove attribuzioni quale, ad esempio, la funzione “di elaborare *standard* tecnici vincolanti in aree preventivamente individuate, da adottarsi con un successivo Atto della commissione. In sostanza ogni Autorità può sottoporre alla Commissione progetti di *Binding Technical Standards* (BTS), nella duplice forma di *Regulatory Technical Standards* (RTS) e di *Implementing Technical Standards* (ITS), nel rispetto della procedura delineata dagli artt. 290 e 291 del TFUE.

I BTS, che sono direttamente applicabili negli Stati membri, assumono la forma di regolamenti o decisioni, configurandosi come nuovi strumenti di regolazione dell’Unione, o meglio, di “quasi regolazione”, che si collocano, sotto un profilo sistematico, tra le norme giuridiche e le linee guida. Questa competenza non è una potestà regolatoria *stricto sensu* di tipo orizzontale, estesa a tutto il settore finanziario, ma limitata alle sole materie individuate dal regolamento istitutivo, ferma restando la possibilità di includerne altre da parte del legislatore¹⁶⁴. Si tratta del completamento di un processo evolutivo in base al quale l’Autorità nazionale non si limita più solo a partecipare al *network* internazionale, con i propri esperti e funzionari, ma ha subito essa stessa un processo di entificazione divenendo membro permanente dell’Autorità europea, soggetto giuridico dotato di indipendenza, collocandosi a ragione tra gli organismi ausiliari dell’UE. Tale processo ha determinato un affievolimento dell’approccio normativo domestico di tipo *bottom-up* a vantaggio dell’approccio *top-down*, per il quale la produzione normativa è sollecitata dal contesto sovranazionale. Infatti sia riguardo alle norme vincolanti sia a quelle di *soft-law* (come linee-guida e raccomandazioni) si guarda soprattutto all’oggettiva realizzazione dei programmi con l’obbligo da parte delle Autorità nazionali di comunicare a quella europea di

¹⁶⁴ Cfr. Colantuoni Virna, *Le funzioni di regolazione della CONSOB nella nuova governance europea*, «I paper dell’Osservatorio», Osservatorio sull’Analisi di Impatto della Regolazione, novembre 2013, P 6/2013. ISSN 2280-8698, pag. 6. http://www.osservatorioair.it/wp-content/uploads/2013/11/OssAIR_Colantuoni_GovernanceUE_P6-2013.pdf

riferimento “entro due mesi dall’emanazione di tali atti, l’avvenuta conformazione del diritto interno”¹⁶⁵ (ovvero l’intenzione di predisporre le misure interne per adeguarsi alle indicazioni europee, secondo la logica del *comply or explain*). In caso contrario, l’Autorità nazionale deve fornire le motivazioni sottostanti alla propria decisione esponendosi a un rischio reputazionale e di censura da parte degli altri Stati membri a seguito della pubblicità sul mancato adeguamento ai precetti europei, ovvero alla ostensione delle motivazioni fornite dall’Autorità nazionale circa il mancato adeguamento... La strategia di *naming and shaming* si è dimostrata finora un efficace deterrente per la violazione degli oneri di conformazione, fungendo da *civil astraint* in un settore, quale quello finanziario, in cui la salvaguardia della reputazione è un vero e proprio bene della vita, fondamentale per la tutela dell’integrità e del funzionamento del mercato”¹⁶⁶. Ma l’azione *top-down* si presenta ancora più forte, sia pure nel rispetto dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità, laddove si prevede l’intervento diretto di ogni ESA anche sui singoli operatori finanziari e bancari, pericolosi per l’equilibrio generale, in caso di inattività delle Autorità nazionali competenti¹⁶⁷. L’altro obiettivo del nuovo sistema di vigilanza e regolamentazione è l’uniformità normativa all’interno della UE; l’art. 9 comma 2 del regolamento 1095 del 2010 afferma: “L’Autorità esegue il monitoraggio delle attività finanziarie nuove ed esistenti e può adottare

¹⁶⁵ Regolamento (UE) n. 1095/2010, art. 17 comma 3.

¹⁶⁶ Colantuoni Virna, *Le funzioni di regolazione della CONSOB nella nuova governance europea*, cit., pagg. 9 – 10.

¹⁶⁷ Regolamento (UE) n. 1095/2010, considerando n. 32; art. 9 comma 5; art. 18 comma 4: “Fatti salvi i poteri della Commissione ai sensi dell’articolo 258 TFUE, se un’autorità competente non si conforma alla decisione dell’Autorità di cui al paragrafo 3 entro il termine fissato nella decisione, l’Autorità può, se i pertinenti obblighi previsti negli atti legislativi di cui all’articolo 1, paragrafo 2, ivi incluse le norme tecniche di regolamentazione e le norme tecniche di attuazione adottate conformemente ai suddetti atti, sono direttamente applicabili ai partecipanti ai mercati finanziari, adottare una decisione nei confronti di un singolo partecipante ai mercati finanziari imponendogli di prendere le misure necessarie per rispettare gli obblighi imposti da tale normativa, tra cui la cessazione di ogni eventuale pratica”.

orientamenti e raccomandazioni volti a promuovere la sicurezza e la solidità dei mercati e la convergenza delle prassi di regolamentazione”. Tale uniformità è uno dei mezzi “per la promozione della trasparenza, della semplicità e dell’equità nel mercato per i prodotti o servizi finanziari destinati ai consumatori in tutto il mercato interno”¹⁶⁸; la stessa Autorità si propone a dare il suo “contributo a favore dello sviluppo di norme comuni”¹⁶⁹. Si giunge così alla problematica già prefigurata nel 1998 da Padoa Schioppa: la globalità della regolamentazione e della vigilanza. Per quest’autore “in un sistema finanziario globale sembra ovvio che la vigilanza debba essere anch’essa globale. Per un certo numero di ragioni, tuttavia, noi non sappiamo che cosa realmente questo significhi nella pratica”¹⁷⁰. Partendo dalla precisazione che il “sistema finanziario globale” non ha solo un aspetto geografico (rete fitta di transazioni transnazionali) con la combinazione sempre più stretta tra capitali e servizi, ma anche un aspetto funzionale inteso come “il graduale attenuamento, se non la cancellazione, di un’altra linea di demarcazione: quella tra gli strumenti finanziari e i servizi di diverso tipo. Il progresso tecnologico e l’innovazione finanziaria hanno creato prodotti che non possono essere classificati in nessuna delle forme tradizionali di contratto. L’innovazione è aumentata in modo impressionante, la personalizzazione del prodotto disegnato per soddisfare determinati bisogni ha permesso la creazione di strumenti complessi, ha reso possibile frazionare il rischio in componenti separate”¹⁷¹. Si è avuta cioè una “commercializzazione della finanza” con la conseguente trasformazione dei mercati che sono stati privatizzati, sono in concorrenza tra loro e hanno visto il prevalere del mercato fuori borsa (mercato terziario) su quelli organizzati. Il risultato di tutto ciò è che “le istituzioni finanziarie sono diventate globali

¹⁶⁸ *Ibidem*, art. 9 comma 1.

¹⁶⁹ *Ibidem*, art. 9 comma 1, lettera d.

¹⁷⁰ Padoa Schioppa Tommaso, *Vigilanza globale: un termine alla ricerca di un contenuto*, in Quaderno della rivista Moneta e Credito, Vol 51, N° 201, 1998, pag. 170.

¹⁷¹ *Ibidem*, pag. 171.

proprio in conseguenza degli sviluppi geografici e funzionali. Esse possono operare in tutto il mondo e in tutti i differenti segmenti della finanza: il settore bancario, le borse e le assicurazioni”¹⁷². Dunque la “vigilanza globale” dovrà tener presenti queste novità e adeguare i suoi strumenti; in particolare per rispondere “adeguatamente alle sfide della finanza globale la vigilanza dovrebbe essere sempre più: favorevole al mercato, definita per obiettivi, strutturata internazionalmente”¹⁷³. Mettendo da parte, per il momento, i primi due aspetti, focalizziamo la nostra attenzione sulla risposta “strutturata internazionalmente”. Padoa Schioppa fa rilevare come sia difficile raggiungere quest’obiettivo dal momento che la vigilanza bancaria, anche se meno strutturata e istituzionalizzata, è riuscita a raggiungere, in termini di definizione di norme, migliori risultati della seconda. Eppure il Comitato di Basilea (vigilanza bancaria) è espressione di soli 27 paesi, la IOSCO (vigilanza finanziaria) è un’organizzazione con più di 80 paesi membri. Il nuovo sistema europeo con i “considerando” numeri 7, 8 e 9 del regolamento UE numero 1092/2010, sembra riprendere letteralmente le parole di Padoa Schioppa: “Data l’integrazione dei mercati finanziari internazionali e il rischio di contagio delle crisi finanziarie, si rende necessario un forte impegno da parte dell’Unione a livello globale... per assicurare che la voce dell’Unione si faccia sentire in questioni relative alla stabilità finanziaria, segnatamente in stretta cooperazione con il Fondo monetario internazionale (FMI) e con il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB), che sono tenuti a fornire preallarmi in merito ai rischi macro-prudenziali a livello globale, nonché con i partner del gruppo dei venti (G20).” Tra i compiti del ESRB l’articolo 3 comma 2 lettera *i*, indica il “coordinare le sue azioni con quelle delle organizzazioni finanziarie internazionali, in particolare con l’FMI e con l’FSB, nonché con gli organismi competenti dei paesi terzi in merito alle questioni di vigilanza macroprudenziale”. Anche nei regolamenti delle tre ESAs sono presenti dei

¹⁷² *Ibidem*, pag. 172.

¹⁷³ *Ibidem*, pag. 175.

riferimenti specifici alla collaborazione con gli organismi internazionali e di paesi terzi, pur precisando che gli atti compiuti in questa veste non impegnano l'intera UE. Il nuovo sistema è un vero e proprio *working progress* che ha ricevuto il benestare della relazione della Commissione prevista dall'articolo 81 del Regolamento della Commissione 1092/2010. In essa la Commissione valuta positivamente il lavoro svolto dalle ESAs e dal ESFS fino al 31 dicembre 2013¹⁷⁴. Facendo rilevare che nel breve termine le ESAs dovranno coinvolgere maggiormente i consumatori, democraticizzare di più il loro processo decisionale e “aumentare ulteriormente la capacità del consiglio delle Autorità di vigilanza di prendere decisioni rapide nell'interesse dell'UE nel suo insieme”¹⁷⁵. In particolare si avanza la possibilità di trasformare l'articolo 9 paragrafo 5 dei regolamenti istitutivi dell'ESAs in una disposizione autonoma di conferimento di poteri (si tratta della possibilità di proibire o limitare temporaneamente talune attività finanziarie che mettono a repentaglio il corretto funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o la stabilità generale o parziale del sistema finanziario dell'Unione). Altra problematica affrontata dalla relazione è la novità intervenuta con l'approvazione del pacchetto SSM (*Single Supervisory Mechanism*) in ambito monetario con cui è stata completato il processo di *Banking Union*. Per la Commissione il meccanismo non interferisce con il sistema esistente, anzi lo completa. In verità il Presidente della CONSOB Vegas nella sua audizione presso la VI Commissione permanente del Senato (Finanza e Tesoro) fa presente che occorrerebbe affiancare all'unione bancaria anche un'unione finanziaria; in altri termini occorrerebbe una *Capital Markets Union* “per garantire una maggiore solidità del sistema finanziario” con un “intervento più

¹⁷⁴ Nel corso del periodo di riferimento sono state presentate alla Commissione più di 150 norme tecniche sotto forma di progetti: l'ESMA ne ha presentate 92, l'EBA ne ha presentate 58, l'EIOPPA ne ha presentata 1. Nello stesso periodo la Commissione ha approvato oltre 45 norme tecniche in totale, rinviandone solo 3 alle ESAs per ulteriori modifiche.

¹⁷⁵ Report from the Commission to the European Parliament and the Council, on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), Bruxelles 08.08.2014, COM(2014) 509 Final.

ampio di armonizzazione delle regole del diritto civile, delle procedure fallimentari e di risoluzione delle crisi societarie”¹⁷⁶. Senza la *Capital Markets Union*, la *Banking Union* per Vegas “rischia di accentuare gli squilibri che oggi caratterizzano il sistema finanziario europeo, connotato dall’eccessivo peso del credito bancario sul finanziamento delle imprese, a fronte di un ruolo ancora marginale del mercato finanziario”¹⁷⁷. Quanto detto ci riporta all’intervento di Padoa Schioppa del 1998 secondo il quale la vigilanza dovrebbe essere organizzata “per obiettivi” piuttosto che per istituzioni o funzioni; un sistema così organizzato è quello in cui vi sono due diversi insiemi di norme (e possibilmente due differenti Autorità di vigilanza) per i due obiettivi perseguiti da qualsiasi sistema di vigilanza: la stabilità e l’equità. “Nell’odierno mondo finanziario il sistema di vigilanza guadagnerebbe in coerenza ed efficacia se tutte le norme volte alla stabilità fossero emanate da una sola agenzia di vigilanza per tutti i tipi di istituzioni finanziarie, e tutte le regole volte alla trasparenza (regole di condotta degli affari, obblighi di divulgazione) fossero emanate da un’unica agenzia”¹⁷⁸. L’UE pur avendo nel 2010 optato per una vigilanza “settorializzata” (banche, mercati mobiliari, assicurazioni) si sta avviando o sta compenetrando tale sistema verso la vigilanza funzionale, per lo meno nell’ambito di Eurolandia; non a caso la Commissione nella citata relazione del 2014 afferma che

¹⁷⁶ Senato della Repubblica, 6ª Commissione permanente Senato (Finanze e tesoro), Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea, Audizione del Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas, Roma 24 marzo 2015, pag. 5, http://www.CONSOB.it/main/CONSOB/comunicati_interventi/audizioni/audizioni.html?firstres=0&hits=136&viewres=1&search=1&resultmethod=audizioni&queryid=audizioni&maxres=1000;

¹⁷⁷ *Ibidem*, pag. 5, lo stesso Vegas in verità riconosce che la Commissione europea di recente ha posto in consultazione un *Green Paper* in cui si delineano gli obiettivi alla base della creazione di una *Capital Markets Union*. Tra gli obiettivi indicati troviamo il consentire alle imprese una diversificazione delle proprie fonti di finanziamento e un rafforzamento del ruolo del mercato dei capitali come canale di raccolta di risorse in specie per le piccole e medie imprese.

¹⁷⁸ Padoa Schioppa Tommaso, *Vigilanza globale: un termine alla ricerca di un contenuto*, op. cit., pag. 177.

“l’introduzione di un assetto binario (*twin peaks*) dovrebbe essere oggetto di un’attenta valutazione alla luce dell’istituzione dell’unione bancaria”, affidando all’ESMA la vigilanza diretta sulle agenzie di rating del credito e la vigilanza sui repertori di dati sulle negoziazioni¹⁷⁹.

¹⁷⁹ Cfr. Report from the Commission to the European Parliament and the Council, on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), cit., pag. 12.

CAPITOLO II

LA CONSOB

1) **Excursus storico.**

La legge n. 216 del 1974 con i suoi due articoli di conversione del d. l. n. 95 del 8 aprile 1974, con cui si istituiva la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), segnava un punto di fine e di inizio di un lungo dibattito per quanto riguardava la vigilanza sui mercati finanziari e sul risparmio in generale.

La Costituzione del 1948 espressamente agli artt. 41 e 47 dà il potere alla legge di determinare i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali; all'art. 47 afferma che la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina coordina e controlla l'esercizio del credito. Un programma così ambizioso e così preciso non poteva non suscitare l'iniziativa parlamentare per tradurre in norme positive gli "imperativi categorici" del dettato costituzionale, non fosse altro perché il mondo della finanza, degli investimenti, del risparmio sicuramente attendeva l'approvazione di una legge per essere coordinato e disciplinato. L'esigenza di una regolamentazione era entrata nel dibattito fin dagli inizi degli anni Sessanta per far fronte alle nuove aspettative dell'Italia agli esordi del cosiddetto "miracolo economico". Si trattava di "allargare" il mercato dei capitali sganciandolo dalla sua "bancocentricità", agevolando "il trasferimento disintermediato di risorse da chi non ne aveva necessità d'impiego a chi, come le imprese, necessitavano di capitali di rischio. Di qui l'avvertita necessità di un intervento sulle società per azioni e sulla borsa; sull'una in quanto normativa dell'impresa organizzata, massima produttrice di occasioni di investimento quali erano le azioni; sull'altra in quanto l'introduzione di nuove forme di controllo e di regole di funzionamento si reputava potesse consentirle di assolvere al meglio il suo ruolo di istituzione destinata ad agevolare la

circolazione di occasioni di investimento anche garantendo ai risparmiatori la disponibilità di informazioni utili e attendibili per l'apprezzamento dei profili di rischio e delle diverse opportunità offerte dalle varie immobilizzazioni finanziarie negoziate¹⁸⁰. In altri termini si trattava di introdurre controlli pubblici su correttezza, trasparenza ed adeguatezza dell'informazione che le organizzazioni lucrative mettevano a disposizione del mercato, per tutelare gli investitori in azioni quotate e non, che raramente “partecipano” alla vita delle società su cui investono. Secondo Ferri occorreva un'amministrazione chiamata non a dirigere il mercato ma ad assicurare il rispetto delle regole, destinata a svolgere una verifica di regolarità delle condotte degli attori della contesa economica¹⁸¹. La disciplina normativa previgente, la legge n. 272 del 1913, si limitava ad organizzare il mercato borsistico, a selezionare gli operatori, a definire i requisiti delle strutture e le modalità di conclusione ed esecuzione dei contratti, infine si garantiva la genuinità del processo di formazione e rilevazione dei prezzi, il cui valore segnaletico era reputato di utilità sociale¹⁸². All'inizio si pensò di affidare tale controllo alla Banca d'Italia¹⁸³, ma, data la diversità tra credito e finanza e le diverse modalità del loro esplicarsi, nonché un latente antagonismo tra i due settori sottoposti alla vigilanza di uno stesso ente, già nel 1964 la relazione di minoranza della Commissione De Gregorio¹⁸⁴ proponeva di attribuire tale funzione ad un organismo indipendente dalla Banca d'Italia, sia pur istituito nel suo ambito, formato da persone di “particolare esperienza e competenza”. La problematica fu ripresa nella prima metà degli anni Settanta, con le proposte di legge Lombardi (1972) e quelle di Marchetti e La Malfa

¹⁸⁰ Romagnoli Gianluca, *CONSOB. Profili e attività*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2012, pag. 6.

¹⁸¹ Cfr. Ferri Giuseppe, *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Rivista Delle Società*, Giuffrè, Milano, n. 3, 1961, pagg. 192 – 196.

¹⁸² Cfr. Motti Cinzia, *Il mercato come organizzazione*, in *Banca, impresa e società*, Il Mulino, Bologna 1991, n. 3, pagg. 466 - 468.

¹⁸³ Proposta di riforma elaborata nel 1961 dalla Commissione presieduta da Santoro Passarelli.

¹⁸⁴ Relazione presentata dai commissari Auletta e Giannotta che si può leggere in *Rivista Delle Società*, Giuffrè, Milano 1966, pagg. 397 ss.

(1973) con cui si prevedeva l'affidamento del controllo sulle società ad un organo collegiale composto da membri di nomina governativa, qualificati da rigorosi requisiti di competenza, esperienza ed indipendenza. Per la prima volta compare la denominazione di Commissione Nazionale per le Società e la Borsa¹⁸⁵. Si arriva così al 1974 quando secondo Minervini “probabilmente furono decisivi il precipitare del *crack* economico – finanziario Sindona – Banca Privata Italiana e l’infittirsi degli scandali relativi a tangenti pagate da società a partiti politici... apparve necessario rinsaldare la fiducia degli investitori e di tutti i cittadini, nel corretto funzionamento delle società per azioni, in particolare di quelle quotate in borsa e delle borse stesse, al fine di promuovere il rilancio degli investimenti nel mercato mobiliare”¹⁸⁶. Il d.l. n. 95 del 1974 istituiva la CONSOB come organo collegiale, composto da 5 membri e sede in Roma. La scelta di concepirla come ente regolatore del “mercato sezionale della Borsa” sollevò in sede parlamentare dei dubbi di legittimità costituzionale, apparendo eccessivo l’affidamento di nuovi e penetranti poteri ad un organismo amministrativo unitamente al trasferimento al medesimo di tutti quelli, sostanzialmente illimitati, relativi al funzionamento del mercato mobiliare che competevano al Ministro del Tesoro”¹⁸⁷. Marzona ricorda che la soluzione fu criticata sostenendo principalmente “la congiunta violazione dei principi di legalità e preferenza della legge: si sosteneva che, da un lato, non vi era certezza sulla posizione del nuovo organo nell’ambito della struttura organizzativa pubblica e che, dall’altro, si attribuivano alla CONSOB nella materia societaria (ad esempio in tema di forme tecniche dei bilanci e di individuazione di contenuti di bilanci e delle relazioni aggiuntive rispetto a quelli previsti dalla

¹⁸⁵ Cfr. Marzona Nicoletta, *L'Amministrazione Pubblica del mercato mobiliare*, CEDAM, Padova 1988, pag. 11.

¹⁸⁶ Minervini Gianni, *La CONSOB. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Liguori Editore, Napoli, 1989, pag. 25.

¹⁸⁷ Predieri Alberto, *La posizione della CONSOB nell'apparato amministrativo*, in Flick Giovanni Maria (a cura di), *CONSOB. L'istituzione e la legge penale*, Giuffè, Milano, 1987, pagg. 200 – 201.

legge) poteri di natura legislativa”¹⁸⁸. Perciò in sede di conversione in legge del decreto fu operato un “rimodellamento” delle norme definendo più puntualmente le condizioni di esercizio dei poteri e sottoponendo gli atti amministrativi generali al controllo ministeriale¹⁸⁹. Romagnoli parla di una “gestazione tormentata” della Commissione, tenendo conto che i primi commissari furono nominati solo un anno dopo con D.P.R. 8 luglio 1975 e il successivo avvio fu stentato per mancanza di fondi e di personale¹⁹⁰. Approvata 30 - 40 anni dopo le principali leggi straniere, a seguito di un dibattito trentennale, ma asfittico, al termine di un esame parlamentare dominato dal pregiudizio parlamentaristico sfavorevole all’amministrativizzazione, la legge istitutiva della Commissione trasferì ad essa poteri prima spettanti alle Camere di Commercio e alle Autorità

¹⁸⁸ Marzona Nicoletta, *L’Amministrazione Pubblica del mercato mobiliare*, op. cit., pag. 12.

¹⁸⁹ Per quanto concerne facoltà e poteri della Commissione la legge prevedeva che fosse destinataria di un flusso costante di informazioni su assetti proprietari, finanza straordinaria da parte delle società quotate; consentiva, ancora, alla Commissione di prescrivere la redazione di bilanci consolidati di gruppo, di imporre la diffusione di dati e notizie necessari per l’informazione del pubblico, di richiedere la trasmissione di documenti e disporre l’audizione di amministratori, sindaci e revisori nonché procedere al compimento di ispezione e verificare l’esattezza delle informazioni. Ancora, la Commissione veniva incaricata di predisporre la disciplina del prospetto informativo, nuovo strumento di informazione degli investitori in sede di quotazione del titolo ed al controllo della relativa correttezza e sufficienza, cui si affiancava il potere di ammissione d’ufficio in borsa di titoli di emittenti non quotati ma diffusi. Con il D.P.R. 31 marzo 1975, n. 136 furono precisati i poteri di controllo della CONSOB sulle società di revisione mentre con il D.P.R. n.138/1975, anch’esso attuativo dell’art. 31 della legge n. 216/1974, le vennero attribuiti i più ampi poteri relativi all’istituzione, soppressione e funzionamento delle borse valori, dunque, rimettendole il potere di ordinare gli scambi e, in caso di accertata irregolarità delle condotte di agenti di cambio e loro procuratori, di avviare l’azione disciplinare. Vedi Landi Giovanni, *CONSOB*, in *Rivista delle società*, Giuffrè, Milano, 1975, 20/01, pag. 16.

¹⁹⁰ Non mancò chi come Minervini ritenesse che il funzionamento “a basso regime”, più che alle difficoltà iniziali, fosse soprattutto imputabile alle “deficienze inerenti al personale che era in numero ristretto, tutto comandato da altre amministrazioni dello Stato e da Enti pubblici, non sempre fornito di competenze e senza prospettive di carriera”. Minervini Gianni, *La CONSOB. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, op. cit., pag. 26.

locali di Borsa e le attribuì, nello stesso tempo poteri nuovi come il potere di ammissione di ufficio di titoli, di accertamento della regolarità e dei modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione e di negoziazione, di determinazione dei tipi di contratti ammessi¹⁹¹. Cassese divide la “vita” della CONSOB in cinque fasi caratterizzata ognuna da un “particolare interesse”: la prima va dal 1974 al 1983, con particolare riguardo alla cosiddetta trasparenza societaria e alla informazione dei soci¹⁹²; la seconda va dal 1983 al 1986, con particolare riguardo alla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio¹⁹³; la terza va dal 1986 al 1989, dedicata soprattutto alla stabilizzazione organizzativa della stessa Commissione¹⁹⁴; la quarta fase va dal 1991 al 1994 con particolare riguardo alla disciplina dell’informazione al mercato¹⁹⁵; la quinta va dal 1996 al 2007, caratterizzata da un’intensa attività parlamentare¹⁹⁶. In queste cinque fasi si consolidano cinque gruppi diversi di competenze principali della Commissione: quelle relative all’informazione societaria, quelle riguardanti la sollecitazione del pubblico risparmio, quelle sul funzionamento dei mercati,

¹⁹¹ Cfr. Cassese Sabino, *La nuova costituzione economica: lezioni*, op. cit., pagg. 260 - 261.

¹⁹² Delibera n. 1079 sui principi contabili e di revisione del 1982.

¹⁹³ Si ricorda la legge n. 77 del 1983 che regola i fondi comuni di investimento mobiliare e i controlli della CONSOB sulla sollecitazione del pubblico risparmio; la legge n. 281 del 1985 che attribuisce personalità giuridica alla Commissione e dà parziale attuazione alle direttive comunitarie n. 279/1979 e la 390/1980. Solo nel 1986 si registrano 69 delibere e 18 comunicazioni in materia di sollecitazione del pubblico risparmio.

¹⁹⁴ Nel 1986 viene adottato il regolamento sull’organizzazione e il funzionamento e l’anno seguente quelli sulla contabilità e sul trattamento giuridico ed economico del personale.

¹⁹⁵ Si ricorda la legge n. 1 del 1991 sulle SIM; la legge n. 157 del 1991 sull’*insider trading*; la legge n. 149 del 1992 sulle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli; il decreto legislativo n. 124 del 1993 sui fondi pensione e la legge n. 86 del 1994 sui fondi comuni di investimento immobiliare.

¹⁹⁶ Si ricorda in primis il decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza) e i regolamenti attuativi del TUF come le delibere n. 11523 e 11745 concernenti i promotori; quelle n. 11521 e 11768 riguardanti i mercati; quelle n. 11520 e 11971 in materia di emittenti e la delibera n. 11715 concernente le partecipazioni rilevanti e i patti parasociali.

quelle sulla vigilanza sugli intermediari, quelle di controllo sulle società di gestione dei mercati. Nello stesso periodo infine da una disciplina imperniata essenzialmente sulle società quotate in borsa si passa ad una disciplina articolata degli emittenti, degli intermediari e dei mercati¹⁹⁷. Alle cinque indicate da Cassese sembra opportuno aggiungerne una sesta che va dal 2007 ad oggi, caratterizzata da un'accentuatissima “comunitarizzazione” della vigilanza sui mercati. Nei suoi “primi 40 anni” di vita la CONSOB è passata da “istituzione meramente nazionale a organismo – parte di una rete sovranazionale di poteri pubblici; da vertice dell'ordinamento delle borse valori a vertice dell'ordinamento del mercato dei valori mobiliari; da organo del Ministero del Tesoro ad Autorità amministrativa indipendente”¹⁹⁸. Rete sovranazionale fortemente “rafforzata” dalle decisioni della UE del 2010 e dall'istituzione dei nuovi organismi di vigilanza europea. Già Spaventa nel suo primo discorso da presidente CONSOB al mercato finanziario (1999) ricordava che “un mercato libero, per offrire i suoi benefici, non può essere privo di regole; ... un sano sviluppo finanziario richiede che alla crescita dei mercati si accompagni uno sviluppo delle istituzioni preposte a stabilire le regole necessarie e a farle rispettare... l'internazionalizzazione dei mercati rende ormai praticamente impossibile considerare la regolamentazione e la vigilanza solo in un'ottica nazionale”¹⁹⁹. Nel 2003, sempre nella stessa circostanza, Spaventa ricorda che “il parlare europeo” è necessario per contribuire alla costruzione del mercato unico dei servizi finanziari e più in generale, del mercato dei capitali. Lo stesso Vegas, attuale presidente CONSOB, nella relazione per l'anno 2015 al mercato finanziario, riconosce che ormai da anni l'azione di vigilanza e la normativa italiana si basano soprattutto su quella comunitaria; secondo lui “a partire dal 2008 si è assistito ad una ridefinizione complessiva del quadro normativo

¹⁹⁷ Cfr. Cassese Sabino, *La nuova costituzione economica: lezioni*, op. cit., pag. 265.

¹⁹⁸ *Ibidem*, pag. 265.

¹⁹⁹ Discorso riportato in Cavazzuti Filippo, *Luigi Spaventa in CONSOB*, Giurisprudenza Commerciale, fasc.1, 2014, pag. 5.

europeo. Si è aperto, e in molti casi già concluso, un ampio processo di revisione delle direttive emanate prima della crisi, che costituivano l'ossatura del diritto mobiliare europeo... Sono state adottate regole che hanno coperto nuove aree dell'intermediazione finanziaria... L'opera di ridisegno del quadro normativo è sostanzialmente completata, ma ne è risultato un apparato alquanto complesso²⁰⁰. Perciò è necessario operare una semplificazione – razionalizzazione di questo “sistema ipertrofico, estremamente articolato, con diverse aree di sovrapposizione e interazione, in alcuni casi di difficile interpretazione e applicazione, anche per gli addetti ai lavori. Esso potrebbe rivelarsi non funzionale alla crescita del mercato dei capitali e all'attività di *enforcement* delle autorità di vigilanza”²⁰¹. A tale scopo è necessaria “una pausa di riflessione. È giunto il momento di semplificare e razionalizzare la disciplina esistente, facendo confluire in un unico testo l'intera regolamentazione europea e la relativa disciplina di secondo livello. Si darebbe così vita ad un vero e proprio Testo Unico europeo dell'intermediazione finanziaria, che si sostituirebbe alle variegate norme nazionali, assorbendole”²⁰². Così come “occorre ricercare un nuovo equilibrio nell'allocazione delle responsabilità e dei poteri fra autorità nazionali e sovranazionali”²⁰³. Per ovviare al fenomeno dell'*overflow* normativo realizzato in Europa, non sempre teso a delineare un quadro coerente, il Vicedirettore generale della CONSOB, Giuseppe D'Agostino, già nel 2014 auspicava la realizzazione del cosiddetto *single rule book*, cioè un Testo Unico della finanza e relativi regolamenti di attuazione in ambito comunitario per

²⁰⁰ Discorso del Presidente Giuseppe Vegas, nell'Incontro annuale con il mercato finanziario per l'anno 2015, Milano, 9 maggio 2016, pag. 11. http://www.CONSOB.it/documents/46180/46181/DISCORSO+AL+MERCATO_2016.pdf/f0978eee-a09d-4ae5-bfed-5ee0cd4be041

²⁰¹ Ibidem, pagg. 11 - 12.

²⁰² Ibidem, pag. 12.

²⁰³ Ibidem, pagg. 12 - 13.

favorire “la convergenza delle pratiche di vigilanza tra le Autorità nazionali e il loro coordinamento a fronte di attività transfrontaliere”²⁰⁴.

2) **Organizzazione.**

Attualmente il “funzionamento” della CONSOB è regolato dalle delibere CONSOB n. 17851 (7 luglio 2011), con la quale è stata ridefinita la struttura organizzativa dell’Istituto, e dalla delibera n. 17852 (7 luglio 2011) con la quale sono state definite le funzioni e i compiti demandati alle Unità Organizzative. La struttura è piramidale con i cinque membri della Commissione al vertice e subito dopo un comitato tecnico²⁰⁵; poi troviamo le nove divisioni che si occupano di aree specifiche²⁰⁶ e cinquantatré uffici di cui uno alle dirette dipendenze del Direttore Generale e del suo Vice (ufficio sanzioni amministrative), otto (uffici non coordinati) alle dirette dipendenze della Commissione²⁰⁷, quattro rientranti

²⁰⁴ Commissione Parlamentare consultiva per la Semplificazione normativa e amministrativa, Audizione del Vice-Direttore Generale della CONSOB Giuseppe D’Agostino, cit., pag. 7.

²⁰⁵ Presieduto dal Direttore generale e composto dal Vice Direttore generale, dal responsabile dell’ufficio segreteria e dai dirigenti delle strutture operative. Il comitato si riunisce settimanalmente prima della riunione della Commissione e, in specie, esamina le proposte di deliberazioni della Commissione, verifica la correttezza dell’attività istruttoria e la sua conformità agli indirizzi della Commissione e predisponde la proposta di ordine del giorno. Cfr. Regolamento sull’organizzazione e il funzionamento della CONSOB, Adottato dalla CONSOB con deliberazione n. 8674 del 17 novembre 1994 e successive modifiche, art. 29.

²⁰⁶ Originariamente le aree erano tre (divisione emittenti, intermediari e mercati); a queste, per l’evoluzione della disciplina sull’attività finanziaria e l’affinamento delle problematiche regolatorie, se ne sono aggiunte altre sei: la divisione *corporate governance*, la divisione studi, la divisione strategie regolamentari, la divisione amministrazione, la divisione ispettorato e la divisione tutela del consumatore. Sito CONSOB (Unità organizzative – Divisioni) <http://www.CONSOB.it/web/area-pubblica/unita-organizzative-divisioni>.

²⁰⁷ Sono direttamente dipendenti dalla Commissione gli uffici incaricati della Presidenza, della Programmazione Finanziaria e Bilancio, dell’attività Parlamentare e di Governo, delle Relazioni internazionali, dei rapporti con la Stampa, della Segreteria della Commissione, del Controllo

nell'ambito della Consulenza Legale²⁰⁸ e quaranta rientranti nelle nove divisioni²⁰⁹. Le divisioni sono dirette da Funzionari generali che a loro volta rispondono al Direttore o al Vice Direttore generale nei limiti di quanto a questo

interno, della Segreteria della Camera di conciliazione e arbitrato. Sito CONSOB (organigramma) <http://www.CONSOB.it/web/area-pubblica/organigramma>.

²⁰⁸ Ufficio Consulenza e Contenzioso Attività Strumentali e di Supporto, Ufficio Consulenza e Contenzioso Emittenti, Ufficio Consulenza e Contenzioso Intermediari e Mercati, Ufficio Contenzioso Penale e Rapporti con la Magistratura. Sito CONSOB (Consulenza Legale) <http://www.CONSOB.it/web/area-pubblica/consulenza-legale>.

²⁰⁹ DIVISIONE INFORMAZIONE EMITTENTI: Ufficio Informazione su Operazioni di Finanza Straordinaria, Ufficio Prospetti Equity e IPO, Ufficio Vigilanza Informazione Emittenti.

DIVISIONE CORPORATE GOVERNANCE: Ufficio Controlli Societari e Tutela dei Diritti dei Soci, Ufficio OPA e Assetti Proprietari, Ufficio Vigilanza Revisori Legali.

DIVISIONE MERCATI: Ufficio Abusi di Mercato, Ufficio Analisi Quantitativa e Innovazione Finanziaria, Ufficio Informazione Mercati, Ufficio Post-Trading, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato, Ufficio Vigilanza operatività Mercati a Pronti e Derivati, Ufficio Giudizi di Rating e Raccomandazioni di Investimento, Ufficio Automazione e Integrazione Processi di vigilanza Mercati.

DIVISIONE INTERMEDIARI: Ufficio Vigilanza Banche e Imprese di Assicurazione, Ufficio Vigilanza Imprese di Investimento, Ufficio Vigilanza Intermediari-Rete e Consulenti Finanziari, Ufficio Vigilanza SGR e OICR, Ufficio Prospetti non Equity.

DIVISIONE ISPETTORATO: Ufficio Ispezioni su Emittenti e Revisori, Ufficio Ispezioni su Intermediari e Mercati, Ufficio Accertamenti Ispettivi su Fenomeni Abusivi e Antiriciclaggio.

DIVISIONE STUDI: Ufficio Studi Economici, Ufficio Pianificazione Strategica, Ufficio Statistiche, Ufficio Studi Giuridici, Ufficio Biblioteca.

DIVISIONE AMMINISTRAZIONE: Ufficio Amministrazione Economica del Personale, Ufficio Gestione e Formazione Risorse, Ufficio Relazioni Sindacali, Ufficio Amministrazione e Contratti – Roma, Ufficio Amministrazione e Contratti – Milano, Ufficio per la Salute e la Sicurezza sul Lavoro, Ufficio Sviluppo e Supporto Applicazioni, Ufficio Architetture.

DIVISIONE STRATEGIE REGOLAMENTARI: Ufficio Regolamentazione, Ufficio Analisi di Impatto della Regolamentazione.

DIVISIONE TUTELA DEL CONSUMATORE: Ufficio Relazioni con il Pubblico, Ufficio Consumer Protection, Ufficio Vigilanza sui Fenomeni Abusivi.

Sito CONSOB (Unità organizzative – Divisioni) <http://www.CONSOB.it/web/area-pubblica/unita-organizzative-divisioni#die>.

delegato²¹⁰. L'organigramma è completato dalle figure del Segretario Generale, che supporta il Presidente e la Commissione in tutta la loro attività e cura il raccordo tra la Commissione e le altre istituzioni²¹¹, e dall'Avvocato Generale che affianca la Commissione con la Consulenza Legale²¹². La legge n. 216 del 1974 dispone che le deliberazioni della Commissione sono adottate collegialmente a maggioranza dei componenti presenti; per alcune specifiche deliberazioni è richiesta una maggioranza qualificata²¹³. Il Presidente sovrintende all'attività istruttoria, cura l'esecuzione delle deliberazioni e non è ammessa delega permanente di funzioni ai commissari. La CONSOB è un organo collegiale di cinque membri²¹⁴ il cui incarico ha una durata settennale, senza possibilità di rinnovo²¹⁵. I commissari sono nominati con Decreto del

²¹⁰ Regolamento sull'organizzazione e il funzionamento della CONSOB, cit., artt. 27, 27 bis e 27 ter.

²¹¹ *Ibidem*, art. 26 bis.

²¹² Sito CONSOB (organigramma) <http://www.CONSOB.it/web/area-pubblica/organigramma>.

²¹³ L'art. 23, commi 2 bis e 2 ter del d.l. 6.12.2011, n. 201, convertito nella L. 22.12.2011, n. 214 aveva eliminato la maggioranza qualificata per talune decisioni della Commissione. Successivamente, l'art. 22, comma 14, del d.l. 24.6.2014, n. 90, convertito con legge 11.8.2014, n. 114, ha ripristinato la maggioranza qualificata per alcune specifiche deliberazioni (a decorrere, secondo quanto previsto dal comma 16 del medesimo art. 22 del decreto, dalla data di nomina dell'ultimo dei cinque componenti).

²¹⁴ L'art. 23, c. 1, del d.l. 6.12.2011, n. 201, convertito nella L. 22.12.2011, n. 214 aveva ridotto da cinque a tre, compreso il Presidente, il numero dei componenti (a decorrere, secondo quanto previsto dal comma 2 del medesimo decreto, dal primo rinnovo successivo all'entrata in vigore del decreto). Successivamente, l'art. 22, comma 13, del d.l. 24.6.2014, n. 90, convertito con legge 11.8.2014, n. 114, ha soppresso il citato art. 23, comma 1, del d.l. 6.12.2011, n. 201 ripristinando a cinque il numero dei componenti a decorrere dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del d.l. n. 90 del 24.6.2014 (19 agosto 2014). Attualmente i commissari della CONSOB sono: Giuseppe Vegas, Presidente; Paolo Troiano, Anna Genovese, Giuseppe Maria Berruti e Carmine Di Noia, commissari.

²¹⁵ In realtà la legge istitutiva n. 216 del 1974 prevedeva una durata quinquennale, con possibilità di rinnovo; l'attuale normativa è stata introdotta con Il d.l. 31 dicembre 2007, n. 248, convertito con modificazioni dalla L. 28 febbraio 2008, n.31, che ha disposto (con l'art. 47-quater) che nelle

Presidente della Repubblica su proposta del Governo. Il Governo, in caso di “impossibilità di funzionamento o di continuata inattività” può proporre lo scioglimento della Commissione, dopo aver dato motivata comunicazione al Parlamento; lo scioglimento avviene con Decreto del Presidente della Repubblica ed è seguito dalla nomina di un commissario straordinario che esercita i poteri della Commissione per un periodo massimo di quarantacinque giorni dallo scioglimento, dopo i quali devono essere nominati i nuovi commissari²¹⁶. L’ambito delle decisioni collegiali è estesissimo: come indica la stessa legge, non solo tutte le materie inerenti all’attività di vigilanza, ma anche questioni che non danno luogo a provvedimenti; in aggiunta troviamo la gestione delle spese di funzionamento, il bilancio di previsione, le norme concernenti la propria organizzazione e il proprio funzionamento, quelle sul trattamento economico e giuridico del personale e sull’ordinamento delle carriere, la nomina del Direttore Generale e l’attribuzione di incarichi e qualifiche dirigenziali²¹⁷. Il Presidente ha un ruolo di “cerniera” tra l’insieme dei commissari e l’apparato burocratico; infatti è il motore dell’attività deliberativa, veicola le proposte dei commissari e degli uffici, definisce le loro modalità di approvazione e ne controlla l’attuazione da parte degli uffici²¹⁸. Sostanzialmente il Presidente è un

more dell'approvazione della legge di riordino delle Autorità indipendenti, la durata in carica del presidente e dei membri della Commissione nazionale per le società e la borsa, di cui all'articolo 1, terzo comma, del decreto legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modificazioni è equiparata a quella del presidente e dei membri delle Autorità istituite con la legge 10 ottobre 1990, n. 287, e con la legge 31 luglio 1997, n. 249, con decorrenza dalla data del decreto di nomina. Suddetto incarico non è rinnovabile.

²¹⁶Art 1, comma 12 del decreto legge n. 95 del 8 aprile 1974 convertito con la legge n. 216 del 7 giugno 1974.

²¹⁷ Cfr. Spaventa Luigi, *La legge 216 del 1974: un ostacolo all'azione della CONSOB*, in Banca Impresa Società, Il Mulino, Bologna, n. 1, 2007.

²¹⁸ Regolamento sull'organizzazione e il funzionamento della CONSOB, cit, art. 5.

primus inter pares, cui non si richiedono diversi requisiti per la designazione²¹⁹, né si riservano particolari prerogative regolatorie. A lui, chiamato a rappresentare l'organizzazione nelle relazioni con l'esterno, spetta una funzione preparatoria delle determinazioni collegiali. Il Presidente convoca i Commissari per le riunioni avvalendosi del supporto del comitato tecnico, dirige i lavori del collegio e può scegliere la modalità di adozione delle delibere optando, in alternativa alla riunione, per il metodo della cosiddetta procedura scritta²²⁰. “Considerata la natura di Autorità indipendente della CONSOB e la peculiarità dei compiti ad essa normativamente attribuiti... considerato il ruolo e la posizione ordinamentale della CONSOB per l'attuazione e la tutela di interessi di rilevanza costituzionale”²²¹, la CONSOB ha approvato un Codice Etico per i componenti della Commissione; il codice impegna i commissari a “conformare la propria condotta ai più elevati canoni morali”²²², adempiendo ai propri compiti e doveri attenendosi ai principi di indipendenza, neutralità, lealtà e discrezione; gli stessi debbono assumere le proprie decisioni, in piena autonomia, respingendo eventuali pressioni indebite, evitando di creare o di fruire di situazioni di privilegio²²³. L'impegno etico si estende anche ad evitare ogni

²¹⁹ A differenza del Presidente del AGCM per il quale l'art. 10 comma 2 della legge n. 287/1990 prevede che il Presidente debba essere “scelto tra persone di notoria indipendenza che abbiano ricoperto incarichi di grande responsabilità e rilievo” mentre gli altri componenti “sono scelti tra persone di notoria indipendenza da individuarsi tra magistrati del Consiglio di Stato, della Corte dei Conti o della Corte di Cassazione, Professori ordinari di materie economiche o giuridiche e personalità provenienti dai settori economici di alta e riconosciuta professionalità”.

²²⁰ Regolamento sull'organizzazione e il funzionamento della CONSOB, cit, artt. 9 e 18. Per consentire ad ogni commissario una corretta informazione sui lavori, la convocazione deve arrivare con un preavviso di almeno cinque giorni, anche se il Presidente ha la possibilità di modificare o integrare l'ordine del giorno fino a ventiquattro ore prima.

²²¹ Delibera CONSOB n. 17444, del 4 agosto 2010, pag. 1. www.CONSOB.it/main/CONSOB/Chi_e/codice_etico/codice_etico_CONSOB.pdf

²²² Codice Etico per i Componenti della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, adottato con delibera n. 17444 del 4 agosto 2010, art. 2 comma 1.

²²³ *Ibidem*, art. 3 commi 1 e 2.

forma di “conflitto d’interessi”²²⁴ e ogni comportamento nella vita sociale che possa danneggiare “la reputazione della CONSOB e la fiducia dell’opinione pubblica nei suoi confronti”²²⁵. Per avere pareri “anche in relazione a casi concreti, concernenti l’interpretazione e l’applicazione” dello stesso codice è nominato dalla CONSOB un Garante Etico che è assistito e supportato da un nucleo di valutazione presso la Divisione Consulenza Legale dell’Istituto²²⁶.

3) I poteri

Nonostante la “gestazione tormentata” della Commissione per le ritrosie parlamentari di concedere ad un organismo amministrativo poteri extra, nel 1974 la Commissione non poteva nascere senza la possibilità di esercitare adeguatamente la funzione originaria con determinati poteri.

Se è vero che in sede di conversione in legge del decreto legge n. 95 del 1974 vi fu un loro rimodellamento, è altrettanto vero che la Commissione *ab origine* ha avuto poteri regolatori, autorizzativi, ispettivi, sanzionatori che sono stati sempre più precisati col TUF del 1998 e le successive modifiche.

3.1 I poteri regolatori

L’art. 2 del T.U.F. dispone che “Il Ministero dell’economia e delle finanze, la Banca d’Italia e la CONSOB esercitano i poteri loro attribuiti in armonia con le disposizioni dell’Unione europea, applicano i regolamenti e le decisioni dell’Unione europea e provvedono in merito alle raccomandazioni concernenti le materie disciplinate dal presente decreto”²²⁷. I commi 1 e 2 dell’art. 4 impongono la collaborazione non solo di tipo “orizzontale” (CONSOB – Banca D’Italia) ma

²²⁴ *Ibidem*, art. 5.

²²⁵ *Ibidem*, art. 2, comma 3.

²²⁶ *Ibidem*, artt. 8 e 9.

²²⁷ Decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, Testo Unico della Finanza.

anche “verticale” (CONSOB e Autorità della UE e dei singoli paesi della Comunità)²²⁸. Scorrendo le “materie disciplinate” dal decreto n. 58 notiamo subito che la CONSOB da organo di controllo della Borsa e di garanzia della trasparenza societaria²²⁹ “è diventata Autorità di regolazione del mercato dei valori mobiliari, nonché di controllo della sollecitazione del pubblico risparmio e degli intermediari finanziari. Essa esercita ora i suoi poteri sull’informazione, sul mercato, e sugli intermediari autorizzati”²³⁰. Altra considerazione da fare è che molti di questi poteri sono *in tandem* con la Banca d’Italia; il T.U.F. chiarisce le rispettive sfere di competenze secondo un criterio funzionale in base al quale alla CONSOB compete la vigilanza per la trasparenza²³¹ e la correttezza dei

²²⁸ Art 4., commi 1 e 2: La Banca d’Italia, la CONSOB, la Commissione di vigilanza sui fondi pensione e l’IVASS collaborano tra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare le rispettive funzioni. Dette autorità non possono reciprocamente opporsi il segreto d’ufficio.

La Banca d’Italia e la CONSOB collaborano, anche mediante scambio di informazioni, con le autorità e i comitati che compongono il SEVIF al fine di agevolare le rispettive funzioni. Nei casi e nei modi stabiliti dalla normativa europea adempiono agli obblighi di comunicazione nei confronti di tali soggetti e delle altre autorità e istituzioni indicate dalle disposizioni dell’Unione europea.

²²⁹ Competenze prima spettanti alle Camere di Commercio e alle Borse Valori.

²³⁰ Cassese Sabino, *La nuova costituzione economica: lezioni*, op. cit., pag. 267.

²³¹ Per Buonocore la “trasparenza è concetto che ormai ha assunto una valenza tecnico – giuridica precisa... e che secondo un’espressiva definizione implica l’indicazione non equivoca dei punti fondamentali e dei termini dell’accordo, dei suoi effetti giuridici e dei plausibili esiti economici”. Buonocore Vincenzo, *Contratti del consumatore e contratti d’impresa*, in *Rivista di Diritto Civile*, CEDAM, Padova, n. 1, 1995, pag. 26. Alpa invece distingue tre diverse accezioni del principio di trasparenza: l’accezione originaria risalente alla metà degli anni Ottanta in occasione della diffusione della circolare dell’ABI del 25 ottobre 1988, contenente il testo di un “accordo interbancario per la pubblicità e la trasparenza delle condizioni praticate alla clientela” e un regolamento contenente regole di autodisciplina per le banche aderenti. Una seconda accezione del termine riguarderebbe la fase della trattativa, la fase della formazione del contratto e la fase della redazione del contratto: di qui la problematica sulla asimmetria dell’informazione che si registra tra il professionista e il consumatore, o tra il professionista, a cui si riconosce una posizione dominante, e il professionista per così dire “debole”. Infine una accezione più

comportamenti; alla Banca d'Italia compete quella su una sana e corretta gestione (stabilità). Fa da sfondo a tale "ricostruzione la logica concorrenziale sottesa all'azione di vigilanza, quale risulta dall'espresso richiamo alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario, l'uno e l'altro indicativi di una posizione sostanzialmente neutrale delle Autorità, che lasciano alla concorrenza tra gli operatori il compito di determinare gli assetti strutturali del sistema"²³². Precisamente l'art. 5 del T.U.F. nell'indicare "finalità e destinatari della vigilanza"²³³ indica cinque obiettivi:

"1. La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi:

- a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario;
- b) la tutela degli investitori;
- c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario;
- d) la competitività del sistema finanziario;
- e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.

connotata e specifica che riguarda i settori del mercato finanziario, come risulta dalla nuova disciplina dell'attività bancaria e dell'intermediazione finanziaria. Cfr. Alpa Guido, *Quando il segno diventa comando: la "trasparenza" dei contratti bancari, assicurativi e dell'intermediazione finanziaria*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2003, n. 2, pag. 465.

²³² Poto Margherita, *La CONSOB e la vigilanza sul mercato mobiliare*, in *Giurisprudenza Italiana*, UTET, Torino, 2004, n. 8/9, p. 1763.

²³³ Si tratta di una vigilanza prudenziale, sistema impostato in un'ottica di valorizzazione della natura imprenditoriale dell'attività esercitata, sulla preventiva determinazione, da parte delle Autorità di controllo, di parametri economico – gestionali ritenuti significativi della sana e prudente gestione dell'intermediario e sul successivo costante riscontro del rispetto di tali parametri da parte dell'intermediario stesso. Tale radicale mutamento di prospettiva dell'azione di vigilanza ha implicato, dal punto di vista dei soggetti deputati ai controlli, un'accresciuta necessità di disporre in tempi rapidi di attendibili e accurate informazioni sull'andamento del singolo operatore e, conseguentemente, a livello aggregato, sul mercato nel suo insieme. Cfr. Alpa Guido e Zatti Paolo, *Commento all'art. 8 del d.lgs. 58 del 24 Febbraio 1998*, in *Commentario breve al Codice Civile, leggi complementari*, Tomo II, CEDAM, Milano 2000.

2. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari.
3. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la CONSOB è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti.
4. La Banca d'Italia e la CONSOB esercitano i poteri di vigilanza nei confronti dei soggetti abilitati; ciascuna vigila sull'osservanza delle disposizioni legislative e regolamentari secondo le competenze definite dai commi 2 e 3”.

Ma, non essendo facile distinguere nettamente le specifiche sfere di competenza i commi 5 e 5-*bis* dello stesso articolo 5 impongono alle due Autorità l’obbligo di coordinarsi e di scambiarsi le informazioni (comma 5), nonché l’obbligo di stipulare “un protocollo d’intesa avente ad oggetto: “a) i compiti di ciascuna e le modalità del loro svolgimento, secondo il criterio della prevalenza delle funzioni di cui ai commi 2 e 3;

b) lo scambio di informazioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e ai provvedimenti assunti nell’esercizio dell’attività di vigilanza.” (comma 5-*bis*). La scelta del legislatore è caduta sul modello della “doppia Autorità” con finalità ben determinate ma con molti “chiaroscuri” nella pratica attuazione²³⁴. Occorre precisare che più volte lo stesso TUF assegna in via esclusiva alla CONSOB il compito di coordinarsi con le Autorità europee di controllo (artt. 4 comma 2 ter, 4-*bis*, 4-*quater*), pur precisando che sia la CONSOB che la Banca d’Italia fanno parte integrante del ESFS (art. 2 comma 2). Prima di addentrarsi nell’analisi dei

²³⁴ Esempio è il caso citato dall’art. 4 ter. del TUF in cui, in riferimento al Regolamento UE n. 236/2012, per la medesima fattispecie (vendita allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell’emittente -credit default swap). Il comma 1 indica come Autorità competenti il MEF, la Banca d’Italia e la CONSOB con competenze poco chiare. Il comma 6 impone di stabilire mediante un protocollo d’intesa “le modalità di cooperazione e del reciproco scambio di informazioni rilevanti ai fini dell’esercizio delle predette funzioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e alle misure adottate nell’esercizio delle rispettive competenze”.

poteri della CONSOB sembra opportuno evidenziare che le norme di riferimento sono la legge istitutiva n. 216 del 1974 e il decreto legislativo n. 58 del 1998 (TUF) così come integrato dai numerosi provvedimenti successivi. Il Testo Unico della Finanza disciplina la materia finanziaria: è diviso in sei parti (la prima dedicata alle definizioni sia della “materia” sia delle Autorità competenti; la seconda è dedicata agli intermediari; la terza ai mercati, la quarta agli emittenti, la quinta alle sanzioni e la sesta alle disposizioni transitorie e finali) in 216 articoli e tre allegati. Leggendo l’art. 1 si comprende come sia cambiato il mondo dell’economia e della finanza dagli anni Settanta ad oggi e di quanto si sia “complessizzato” nei tipi d’investimento, negli operatori e negli strumenti. Il Testo Unico abbandona le precedenti nozioni di sollecitazione al pubblico risparmio e di valori mobiliari, sostituendole rispettivamente con quelle di “offerta al pubblico di prodotti finanziari”²³⁵ e “strumenti finanziari”²³⁶; aggiunge ai “servizi d’investimento” tradizionali (come attività di negoziazione e di gestione di strumenti finanziari) i “servizi accessori” (come custodia e amministrazione di strumenti finanziari, consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, locazione di cassette di sicurezza). Gli intermediari sono di due tipi: i soggetti autorizzati a prestare servizi d’investimento (come SIM, banche) e i soggetti autorizzati a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio (come le società di investimento a capitale variabile – SICAV e le società di gestione del risparmio – SGR). Alcune norme del TUF riguardano anche le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie: le prime

²³⁵ TUF, art. 1, lettera v, "offerta pubblica di acquisto o di scambio": ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c); non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari

²³⁶ Come titoli rappresentativi di capitali di rischio negoziabili sul mercato mobiliare; i titoli del debito negoziabili sul mercato dei capitali, i titoli normalmente negoziabili sul mercato monetario; i contratti *futures*.

possono esercitare in Italia i servizi annessi al mutuo riconoscimento (previa comunicazione alla CONSOB e alla Banca d'Italia da parte dello Stato d'origine); le seconde possono stabilire succursali o svolgere i servizi d'investimento previa autorizzazione rilasciata dalla CONSOB, sentita la Banca d'Italia²³⁷. La disciplina dei mercati regolamentati è ordinata su due livelli, quello privatistico e quello pubblicistico; il primo riguarda la società di organizzazione e gestione dei mercati; il secondo riguarda proprio la CONSOB che è l'organo di controllo di secondo grado. Attualmente la Società di Borsa è una società di diritto privato speciale in quanto ha un capitale minimo determinato dalla CONSOB, la circolazione delle sue azioni deve essere comunicata alla CONSOB, ha un oggetto quasi esclusivo, è iscritta in un albo tenuto dalla CONSOB. Questa società ha compiti gestionali, regolamentari e di controllo anche se in maniera concorrente con la CONSOB la quale ha potestà in materia di informazione e di sorveglianza. A tal fine la CONSOB esercita poteri di vigilanza anche ispettivi e, in caso di necessità e urgenza, può sostituirsi alla società di gestione. Il TUF modifica anche la disciplina dei mercati non regolamentati, assegnando alla CONSOB il potere di stabilire modalità, termini e condizioni dell'informazione al pubblico concernente gli scambi e quello di sospendere e vietare gli scambi stessi²³⁸. Il Testo Unico regola tutte le operazioni di appello al pubblico risparmio; si tratta dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio, delle negoziazioni che si svolgono sui mercati regolamentati. Tutte queste offerte sono sottoposte al controllo esclusivo della CONSOB²³⁹, diretto ad assicurare la tutela degli investitori e l'efficienza e la trasparenza del mercato, del controllo societario e del mercato dei capitali. A tale scopo la CONSOB dispone di poteri regolamentari. Infine la CONSOB dispone anche di poteri autorizzatori, prescrittivi, acquisitivi, interdettivi, di controllo sulla completezza e la

²³⁷ TUF, art. 28.

²³⁸ Cfr. Cassese Sabino, *La nuova costituzione economica: lezioni*, op. cit., pagg. 269 – 271.

²³⁹ TUF, Artt. 94-bis, 101, 102 e 105.

correttezza dell'informazione, di impugnativa delle delibere assembleari, sanzionatorie. Il TUF così come integrato dai provvedimenti legislativi successivi al 1998 e le numerose discipline regolamentari, che lo integrano, costituiscono il “coronamento di un processo d'innovazione della disciplina dei mercati mobiliari che ha avuto il suo inizio con la legge n. 216 del 1964”²⁴⁰. Da tale momento due fenomeni innovativi si registrano nell'ordinamento del mercato mobiliare italiano: la considerazione dell'investimento in titoli mobiliari (come adesione all'offerta di soggetti diversi dalla tradizionale figura dell'agente di cambio) e la presenza centrale di un'Autorità di controllo destinata ad assumere la fisionomia e i poteri delle corrispondenti Autorità già istituite negli altri paesi caratterizzati da un'ampia estensione delle contrattazioni mobiliari²⁴¹. In primis la CONSOB è investita del potere di regolamentazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari, nonché degli obblighi informativi delle società quotate e delle offerte al pubblico degli strumenti finanziari. L'art. 6 comma 2 del TUF assegna ad essa (sentita la Banca d'Italia) il potere di disciplinare “con regolamento gli obblighi dei soggetti abilitati alla prestazione dei servizi d'investimento e alla gestione su base collettiva” in materia di trasparenza²⁴², correttezza²⁴³; tale potere si estende tanto verso l'organizzazione

²⁴⁰ Poto Margherita, *Le autorità di vigilanza sul mercato mobiliare: i custodi incustoditi*, Jovene, Napoli 2008, pag. 109.

²⁴¹ Cfr. Bisogni Giovanni, *Il regolamento CONSOB sugli intermediari finanziari (norme di comportamento e ricadute civilistiche sui contenuti e sulla validità dei contratti di investimento finanziario)*, in *Le nuove Leggi civili commentate*, CEDAM; Padova, 1999, n. II, pag. 923.

²⁴² TUF, art. 6 comma 2 :“a) trasparenza, ivi inclusi:

- 1) gli obblighi informativi nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché della gestione collettiva del risparmio, con particolare riferimento al grado di rischiosità di ciascun tipo specifico di prodotto finanziario e delle gestioni di portafogli offerti, all'impresa e ai servizi prestati, alla salvaguardia degli strumenti finanziari o delle disponibilità liquide detenuti dall'impresa, ai costi, agli incentivi e alle strategie di esecuzione degli ordini;
- 2) le modalità e i criteri da adottare nella diffusione di comunicazioni pubblicitarie e promozionali e di ricerche in materia di investimenti;

interna dell'intermediario quanto verso i rapporti esterni con la clientela. In realtà la potestà regolamentare era già riconosciuta dalla legge istitutiva n. 216 del 1974 e dunque “non costituisce né una novità sotto il profilo della fonte del diritto adottata né sotto il profilo della delineazione di nuove tipologie negoziali soggette a regimi specifici di formazione del consenso o di responsabilità contrattuale”²⁴⁴. Anzi a più riprese tale potestà regolamentare è stata ribadita anche dalla giurisprudenza del Consiglio di Stato; ad esempio nella sentenza n. 280 del 1989 la Sezione VI così si esprime: “alla CONSOB spetta una potestà regolamentare generale, connessa alla funzione di vigilanza che comprende la possibilità di dettare regole sulle procedure relative ai servizi prestati (tra cui sono compresi i servizi offerti dalle società che gestiscono i mercati non regolamentati) e sul comportamento che gli operatori del mercato debbono tenere nei confronti degli investitori”, per cui la stessa CONSOB è “titolare del potere di dettare una disciplina, quantomeno a livello di fissazione di criteri di massima, che comprende, con riferimento alle procedure relative agli scambi sui

3) gli obblighi di comunicazione ai clienti relativi all'esecuzione degli ordini, alla gestione di portafogli, alle operazioni con passività potenziali e ai rendiconti di strumenti finanziari o delle disponibilità liquide dei clienti detenuti dall'impresa;

3-bis) gli obblighi informativi nei confronti degli investitori dei FIA italiani, dei FIA UE e dei FIA non UE.”

²⁴³ TUF, art. 6 comma 2” b) correttezza dei comportamenti, ivi inclusi:

1) gli obblighi di acquisizione di informazioni dai clienti o dai potenziali clienti ai fini della valutazione di adeguatezza o di appropriatezza delle operazioni o dei servizi forniti;

2) le misure per eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per i clienti;

3) gli obblighi in materia di gestione degli ordini;

4) l'obbligo di assicurare che la gestione di portafogli si svolga con modalità aderenti alle specifiche esigenze dei singoli investitori e che quella su base collettiva avvenga nel rispetto degli obiettivi di investimento dell'Oicr;

5) le condizioni alle quali possono essere corrisposti o percepiti incentivi.”

²⁴⁴ Bisogni Giovanni, *Il regolamento CONSOB sugli intermediari finanziari (norme di comportamento e ricadute civilistiche sui contenuti e sulla validità dei contratti di investimento finanziario)*, op. cit., pag. 922.

mercati non regolamentati, anche indicazioni circa la formazione dei prezzi degli strumenti finanziari destinati allo scambio su detti mercati”²⁴⁵. Un esempio concreto è il regolamento approvato con deliberazione n. 11522 del 1 luglio 1998, dedicato agli intermediari finanziari²⁴⁶. Il regolamento stabilisce regole – *standard* per tutelare l’integrità del mercato mobiliare e l’interesse degli investitori; in particolare l’art. 26 fissa il quadro di riferimento per valutare la correttezza dei comportamenti degli intermediari nei singoli “affari”; a tal fine vengono indicati tre parametri di valutazione: finalizzazione della sua attività al miglior risultato economico ottenibile in base alla valutazione del livello di rischio prescelto dall’investitore; indipendenza; rispetto delle regole di funzionamento del mercato²⁴⁷. L’art. 3 comma 3 del TUF dispone che i “regolamenti e i provvedimenti di carattere generale della Banca d’Italia e della CONSOB sono pubblicati nella Gazzetta Ufficiale. Gli altri provvedimenti rilevanti relativi ai soggetti sottoposti a vigilanza sono pubblicati dalla Banca d’Italia nel proprio sito internet e dalla CONSOB, in formato elettronico, nel

²⁴⁵ Consiglio di Stato sentenza n. 280 del 1989, Sezione VI.

²⁴⁶ Esso è strutturato in cinque libri: fonti normative e definizioni; autorizzazioni alle SIM ed ingresso in Italia di imprese di investimento extracomunitarie; prestazione di servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva del risparmio; promozione e collocazione a distanza di servizi di investimento e di prodotti finanziari; attività dei promotori finanziari. Cfr. Poto Margherita, *Le autorità di vigilanza sul mercato mobiliare: i custodi incustoditi*, op.cit., pag. 110.

²⁴⁷ Cfr. Bisogni Giovanni, *Il regolamento CONSOB sugli intermediari finanziari (norme di comportamento e ricadute civilistiche sui contenuti e sulla validità dei contratti di investimento finanziario)*, op. cit., pag. 925. L’autore sottolinea come gli altri requisiti – regole di comportamento, indicati nello stesso articolo 26, siano strumentali alla realizzazione in concreto di tale profilo; in particolare la qualificazione professionale (così come la tempestività nella esecuzione degli ordini) è strumentale alla realizzazione del miglior risultato dell’investimento ma anche alla corretta rappresentazione all’investitore delle potenzialità del rischio dell’investimento stesso. In definitiva lo stesso autore riconosce che sono sintomi di un atteggiamento improntato al rispetto delle regole del mercato sia il rispetto delle regole e dei principi del testo unico, sia l’astensione da ogni comportamento che possa avvantaggiare un investitore a danno di un altro.

proprio Bollettino”. Invece la legge sul risparmio (n. 262 del 2005) all’art. 23 prevede articolate disposizioni sostanziali e procedurali per gli atti di CONSOB e Banca d’Italia diversi da quelli ad incidenza puntuale. In sostanza l’articolo prevede che la CONSOB “debba motivare” i propri atti normativi ad effetto generale²⁴⁸; devono essere accompagnati da una “relazione che ne illustra le conseguenze sulla regolamentazione, sull’attività delle imprese, degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori”²⁴⁹; vieta il cosiddetto *gold plating*, imponendo il rispetto del principio di proporzionalità, inteso come “criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari”²⁵⁰; infine impone una “revisione periodica” almeno triennale di tali atti, per adeguarne il contenuto “all’evoluzione delle condizioni di mercato ed agli interessi degli investitori e dei risparmiatori”²⁵¹. Le disposizioni legislative ricordate introducono delle prescrizioni sostanziali all’impiego del regolamento; pongono a carico delle Autorità (e a garanzia dei suoi destinatari) alcuni vincoli che le prime devono rispettare quando ricorrono a quello strumento che da tempo incontra il favore degli studiosi e delle imprese per la sua astratta capacità di dare una risposta tecnica adeguata e sufficientemente flessibile al continuo mutare dei costumi dei mercati finanziari²⁵².

²⁴⁸ Avendo riguardo anche “alle scelte di regolazione e vigilanza del settore ovvero della materia in cui vertono.” legge n. 262 del 2005, art. 23, comma 1.

²⁴⁹ *Ibidem*, art. 23, comma 2.

²⁵⁰ *Ibidem*, art. 23, comma 2.

²⁵¹ *Ibidem*, art. 23, comma 3.

²⁵² L’impiego del regolamento come strumento di regolamentazione della disciplina finanziaria ha sollevato non poche critiche. Per Minervini in tal modo si demandano alle amministrazioni di settore non solo scelte squisitamente applicative di conoscenze peculiari ma che implicano anche, sia pure tramite una ponderazione tecnica, una comparazione e composizione di interessi e bisogni tendenzialmente antagonisti, riferibili a diverse categorie di soggetti. Cfr. Minervini Gianni, *il vino vecchio negli otri nuovi*, in *Giurisprudenza commerciale*, Giuffrè, Milano, 1994, volume I, pag. 972.

Ma la CONSOB da tempo si serve anche delle “comunicazioni”, delle “raccomandazioni” e delle “validazioni”. Con la prima l’amministrazione sembra voler porre in risalto l’elemento costituito dall’attività materiale di trasmissione di una informazione con cui offre indicazioni operative ed applicative delle disposizioni poste con i suoi regolamenti o delle leggi di cui deve garantire l’osservanza; in verità è una “tecnica normativa” che va al di là dell’“assistenza preventiva” in quanto concorre a precisare la fattispecie astratta con elementi aggiuntivi utili ai fini dell’individuazione della regola di condotta²⁵³. Si tratta di “riempire un vuoto” frequentemente lasciato dalla normativa subprimaria e non colmabile perché la *res cotidiana* è più complessa della *res legum*²⁵⁴. Ovviamente siamo di fronte ad un atto non vincolante in quanto semplice “risponso interpretativo” neutro²⁵⁵, non riconducibile ad una manifestazione provvedimentoale, la cui forza d’orientamento sarebbe tutta fondata sulla sua persuasività intrinseca, sul prestigio di chi la elabora e sul desiderio dei destinatari di non compromettere i rapporti con l’ente di controllo con cui si trovano frequentemente a dialogare.

La “raccomandazione” è una manifestazione di potere conformativo ad “effetti diffusi” con cui CONSOB pubblica o comunica ai singoli destinatari criteri o principi di comportamento cui devono adeguarsi in futuro. Si tratta di una

²⁵³ Cfr. Romagnoli Gianluca, *CONSOB. Profili e attività*, op. cit., pag. 104.

²⁵⁴ Si pone qui la *vexata quaestio* dell’estensione della norma; infatti se quest’ultima è troppo dettagliata rischia un rapidissimo processo di obsolescenza, a causa della dinamica sociale; se invece è più generica allora aumenta il grado di discrezionalità dell’amministrazione. Nella relazione CONSOB per l’anno 1998 ad esempio il Presidente Luigi Spaventa propende per la prima ipotesi; infatti sosteneva l’opportunità della formulazione delle norme regolamentari in termini estremamente ampi per contenerne il tasso di obsolescenza ed evitare così alla normativa la necessità di un costante inseguimento delle novelle della finanza. Cfr. Discorso del Presidente della CONSOB Luigi Spaventa al mercato finanziario per l’anno 1998, pag. 12. <http://www.CONSOB.it/documents/46180/46181/dsc1998.pdf/36d50dc7-f4ea-4090-9ff3-6c39907b2ad0>.

²⁵⁵ CONSOB Comunicazione n. DIS/97012083 del 28 Novembre 1997, in Bollettino CONSOB, 1997, n. 11, pag. 59.

potestà regolatoria nominata, finalizzata a fissare *standard* di comportamento diretti a promuovere la più alta qualità della condotta e del metodo di lavoro dei destinatari, elevandone il livello per tramite l'introduzione di un vincolo relativo²⁵⁶. Il decreto legislativo n. 39/2010, riservando alla CONSOB la vigilanza speciale su tutti i soggetti incaricati della revisione contabile degli enti definiti d'interesse pubblico ha trasformato questa raccomandazione in un vero e proprio obbligo a dar seguito agli specifici interventi prescritti nel termine assegnato, pena l'applicazione di un'articolata serie di sanzioni²⁵⁷. Passando dalla "regolamentazione" alla "regolazione" la CONSOB di recente ha preso l'iniziativa di "validare" le linee-guida elaborate dalle associazioni degli intermediari a supporto della corretta applicazione delle norme a cui i loro iscritti sono sottoposti. È la stessa CONSOB a giustificare il proprio intervento come fattore utile a "valorizzare gli strumenti di autodisciplina normalmente utilizzati dagli operatori, definendo una cornice operativa volta alla massima considerazione delle linee-guida elaborate dalle associazioni di categoria che si dimostrano coerenti con il contesto regolamentare di riferimento, attraverso procedure di pubblica conferma o validazione"²⁵⁸. Specificamente la Commissione senza esservi obbligata, si confronta sulle bozze o progetti di documenti privati di orientamento e conclude l'interlocuzione, in caso positivo, con un atto di apprezzamento denominato "validazione". Non si tratta solo di una pura forma di collaborazione, ma di un vero e proprio condizionamento della

²⁵⁶ CONSOB Comunicazione n. DEM/11012984 del 24 Febbraio 2011. Occorre precisare che le raccomandazioni, intese come prescrizioni dirette ai revisori contabili soggetti al controllo della Commissione sono state veicolate tramite delle comunicazioni che in sostanza introducono precisi obblighi di comportamento; ad esempio la comunicazione CONSOB n. DEM/9030098 del 01 Aprile 2009 apporta modifiche alla scheda di controllo cosiddetto riassuntivo dei principali dati ed informazioni che le società di revisione devono trasmettere all'autorità: di fatto l'atto è divenuto correttivo di una precedente prescrizione generale.

²⁵⁷ Decreto legislativo n. 39 del 2010, artt. 16, 22, 26.

²⁵⁸ *Policy* per la validazione delle linee-guida elaborata dalle associazioni degli intermediari, CONSOB 2 maggio 2008, pag. 1.
http://www.CONSOB.it/main/aree/novita/consultazioni_intLivello_3_esiti.htm.

condotta degli intermediari se si tiene presente quanto la stessa CONSOB dichiara: la sua collaborazione è finalizzata a raggiungere una “positiva verifica di compatibilità delle linee-guida che consentirà di individuare un porto sicuro per l’intermediario che alle stesse si ispirasse, nel senso che i comportamenti operativi, ove conformi con le soluzioni applicative preventivamente validate, saranno considerati in linea con il quadro normativo vigente”²⁵⁹. In definitiva le linee-guida validate non assurgono a fonte del diritto ma più limitatamente ed in positivo contribuiscono a fornire agli operatori maggiore certezza, attraverso criteri e *standard* utili alla pratica risoluzione di problematiche applicative in senso conforme alla disciplina di riferimento.

3.2 I poteri autorizzativi, ispettivi e sanzionatori.

L’attività di vigilanza della CONSOB si sostanzia anche nell’adozione di un numero illimitato di provvedimenti che potremo definire “a contenuto puntuale” con cui condiziona, in modo positivo o negativo, le scelte dei loro destinatari ed il cui tenore può essere anticipato anche tramite le comunicazioni. In tutte le parti del TUF possiamo ritrovare prescrizioni che interessano singoli soggetti e che si sviluppano lungo tutto l’arco di vita delle imprese e delle operazioni disciplinate. Ad esempio CONSOB abilita all’esercizio di attività, verifica il rispetto delle disposizioni legislative e regolamentari poste per ordinarle, interviene correttivamente in caso di deviazione, sospende le iniziative del vigilato, revoca o modifica le proprie autorizzazioni, sanziona chi abbia trasgredito la disciplina posta. Gli articoli 73 e 74 del TUF danno alla CONSOB un’ampia possibilità di incidere con atti puntuali sull’autonomia dei soggetti controllati con provvedimenti contenenti abilitazioni, ammissioni, accertamenti o divieti²⁶⁰. L’art. 64 del TUF prevede varie forme di incidenza privatistica nel

²⁵⁹ Ibidem, pag. 2.

²⁶⁰ TUF, art. 73 “Vigilanza sulle società di gestione”

caso in cui la Commissione rilevi una trasgressione della normativa. A tal fine può chiedere alla società di gestione la sospensione o l'esclusione dalle negoziazioni di strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni²⁶¹; delibera l'attribuzione della qualifica di mercato regolamentato²⁶²; revoca l'autorizzazione alla società di mercato in caso di accertamento di gravi irregolarità²⁶³. Può disporre che il gestore le comunichi anche con cadenza

“1. Le società di gestione sono soggette alla vigilanza della CONSOB, che a tal fine si avvale dei poteri previsti dagli articoli 74, comma 2, e 187-*octies*.

2. La CONSOB iscrive le società di gestione in un albo...”

Art. 74 “Vigilanza sui mercati”

“1. La CONSOB vigila sui mercati regolamentati al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori e può adottare ogni misura per garantire il rispetto degli obblighi previsti dal presente Capo...

1-bis. La CONSOB vigila sul rispetto delle disposizioni del regolamento del mercato, relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 64, comma 1-ter, da parte della società di gestione...

3. In caso di necessità e urgenza, la CONSOB adotta, per le finalità indicate al comma 1, i provvedimenti necessari, anche sostituendosi alla società di gestione.

4. I provvedimenti previsti dal comma 3 possono essere adottati dal Presidente della CONSOB o da chi lo sostituisce in caso di sua assenza o impedimento. Essi sono immediatamente esecutivi e sono sottoposti all'approvazione della Commissione che delibera nel termine di cinque giorni; i provvedimenti perdono efficacia se non approvati entro tale termine.”

²⁶¹ *Ibidem*, art. 64, comma 1 bis, lettera c.

“c) dispone l'ammissione, l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari dalla quotazione e dalle negoziazioni e degli operatori dalle negoziazioni e comunica immediatamente le proprie decisioni alla CONSOB; l'esecuzione delle decisioni di ammissione alle negoziazioni di azioni ordinarie, di obbligazioni e di altri strumenti finanziari emessi da soggetti diversi dagli Stati membri dell'Unione europea, dalle banche comunitarie e dalle società con azioni quotate in un mercato regolamentato nonché delle decisioni di esclusione di azioni dalle negoziazioni è sospesa finché non sia decorso il termine indicato al comma 1-bis, lettera a); tale sospensione non si applica nel caso di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari ammessi in regime di esenzione dall'obbligo di pubblicare il prospetto nonché per l'ammissione di lotti supplementari di azioni già ammesse alle negoziazioni;”

²⁶² *Ibidem*, art. 67, comma 1.

²⁶³ *Ibidem*, art. 75, comma 2, lettera e.

periodica, dati, notizie, atti e documenti e disporre ispezioni od ordinare l'esibizione di documenti²⁶⁴. Inoltre la Commissione approva preventivamente il prospetto informativo²⁶⁵, può ordinare in via cautelare la sospensione di offerta al pubblico di strumenti finanziari se sussiste il sospetto di una violazione della relativa disciplina e, in caso di accertamento positivo, può vietarne la stessa offerta²⁶⁶, così come può imporre la sospensione, temporanea o definitiva, dell'utilizzazione di messaggi pubblicitari scorretti²⁶⁷. Un particolare rilievo hanno i poteri della Commissione in caso di offerta pubblica d'acquisto (OPA) regolamentati dall'art. 102 del TUF. La vigilanza si sostanzia nell'adozione di provvedimenti di carattere autorizzatorio o inibitorio; l'autorità può disporre che le operazioni di acquisto e scambio relative a obbligazioni o titoli di debito siano rette dalla disciplina della sollecitazione all'investimento²⁶⁸; può ancora determinare con provvedimento motivato il corrispettivo da riconoscere agli oblati in caso di OPA obbligatoria²⁶⁹; infine può esentare dall'obbligo di offerta pubblica nei casi previsti dalle norme²⁷⁰. Riguardo alla potestà autorizzatoria occorre ribadire che tale potere si estende anche al controllo sull'esercizio di attività di gestione accentrata degli strumenti finanziari ed alla vigilanza sulla iscrizione e sulle relative variazioni di dati negli albi dei promotori e delle società di revisione. Il TAR del Lazio, Sede di Roma, nella sua pronuncia sul caso Pirelli – Olimpia, sent. n. 3070 del 2002, Sez. I, ha precisato che: “le prescrizioni con la quale la CONSOB, in sede di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto, dispone o esclude l'integrazione o la modifica del prospetto medesimo, imponendo, in caso di discordanza e quale condizione per l'autorizzazione, l'inserimento della propria qualificazione di rapporti, fatti, atti e

²⁶⁴ *Ibidem*, art. 74, comma 2.

²⁶⁵ *Ibidem*, art. 94 bis.

²⁶⁶ *Ibidem*, art. 99.

²⁶⁷ *Ibidem*, art. 101, comma 4.

²⁶⁸ *Ibidem*, art. 102, comma 4 bis.

²⁶⁹ *Ibidem*, art. 106, comma 3 lettere c, d.

²⁷⁰ *Ibidem*, art. 106, comma 6.

comportamenti degli emittenti in relazione alla disciplina del mercato e dei rapporti societari, hanno una funzione di orientamento del mercato che non si esaurisce nella fase della sollecitazione e della quotazione dei titoli, ma è destinata a proiettarsi nel futuro... Tenuto conto che la trasparenza è in funzione della garanzia della parità delle armi tra i soggetti del mercato, la qualificazione, fatta dalla CONSOB nell'esercizio dei poteri di vigilanza, di fatti e rapporti che accadono e si instaurano sul mercato... trascende il concreto e l'occasionale per costituire una regola alla quale la stessa CONSOB si deve attenere e nella quale possono riporre affidamento sia gli operatori strettamente interessati sia tutti gli altri soggetti del mercato"²⁷¹. La vigilanza ispettiva è regolata dall'art. 10 del TUF che riconosce tanto alla Banca d'Italia quanto alla CONSOB il potere di effettuare ispezioni e richiedere l'esibizione di documenti per le materie di rispettiva competenza²⁷² nonché è possibile disporre ispezioni verso le società di

²⁷¹ TAR Lazio, sede di Roma, Sez. I, sent. n. 3070 del 27 Febbraio 2002.

²⁷² TUF, art. 10.

1. La Banca d'Italia e la CONSOB possono, nell'ambito delle rispettive competenze e in armonia con le disposizioni comunitarie, effettuare ispezioni e richiedere l'esibizione dei documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari presso i soggetti abilitati.
- 1-bis. La CONSOB può richiedere al soggetto incaricato della revisione legale dei conti di procedere a verifiche ispettive. Le relative spese, la cui congruità è valutata dalla CONSOB, sono poste a carico del soggetto ispezionato.
- 1-ter. La Banca d'Italia e la CONSOB possono effettuare ispezioni, richiedere l'esibizione dei documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari anche presso coloro ai quali i soggetti abilitati abbiano esternalizzato funzioni aziendali essenziali o importanti e al loro personale.
2. Ciascuna autorità comunica le ispezioni disposte all'altra autorità, la quale può chiedere accertamenti su profili di propria competenza.
3. La Banca d'Italia e la CONSOB possono chiedere alle autorità competenti di uno Stato comunitario di effettuare accertamenti presso succursali di Sim, di Sgr e di banche stabilite sul territorio di detto Stato ovvero concordare altre modalità per le verifiche.
4. Le autorità competenti di uno Stato comunitario, dopo aver informato la Banca d'Italia e la CONSOB, possono ispezionare, anche tramite loro incaricati, le succursali di imprese di investimento, di banche comunitarie e di società di gestione UE e di GEFIA UE dalle stesse autorizzate, stabilite nel territorio della Repubblica. Se le autorità di uno Stato comunitario lo

gestione dei mercati, sulla trasparenza delle negoziazioni, sulla trasparenza e la correttezza degli intermediari e dei promotori finanziari. Ma la legge n. 62 del 2005 recependo la direttiva n. 2003/6/CE sugli abusi di mercato, introducendo l'art. 187 – *octies* nel TUF ha completato l'attività ispettiva della CONSOB; in particolare al comma 3 si legge: “La CONSOB può nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti: a) richiedere notizie, dati o documenti sotto qualsiasi forma stabilendo il termine per la relativa comunicazione; b) richiedere le registrazioni telefoniche esistenti stabilendo il termine per la relativa comunicazione; c) procedere ad audizione personale; d) procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca ai sensi dell'articolo 187-*sexies* 929; e) procedere ad ispezioni; f) procedere a perquisizioni nei modi previsti dall'articolo 33 del Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, e dall'articolo 52 del Decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 633”²⁷³. Il comma 4 assegna alla CONSOB il potere di acquisire informazioni utili per le sue indagini anche avvalendosi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni, richiedendo la comunicazione di dati ed informazioni, anche in deroga alle disposizioni sulla *privacy*, oppure connettendosi telematicamente ai dati contenuti nelle diverse banche dati. Prima di passare ai poteri sanzionatori occorre precisare che gran parte della materia è stata depenalizzata nel corso del tempo fino alle disposizioni del decreto legislativo n. 72 del 12/05/2015; la CONSOB ha il potere di adire il giudice per

richiedono, la Banca d'Italia e la CONSOB, nell'ambito delle rispettive competenze, procedono direttamente agli accertamenti ovvero concordano altre modalità per le verifiche.

5. La Banca d'Italia e la CONSOB possono concordare, nell'ambito delle rispettive competenze, con le autorità competenti degli Stati extracomunitari modalità per l'ispezione di succursali di imprese di investimento e di banche insediate nei rispettivi territori.

²⁷³ Si tratta di poteri (quasi) – giudiziari, con cui la CONSOB, una volta autorizzata dal Procuratore della Repubblica (comma 5) si comporta come un vero e proprio P.M., per cui deve rispettare anche gli articoli del c.p.p. riguardanti le indagini come gli articoli 199, 200, 201, 202, 203 (comma 7) e può avvalersi della Guardia di Finanza “che esegue gli accertamenti richiesti agendo con i poteri di indagine ad essa attribuiti ai fini dell'accertamento dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte sui redditi” (comma 12).

gravi trasgressioni della normativa; sia pure dopo un tormentato percorso tra innovazioni normative e sentenze della Corte Costituzionale si è fissato il principio che per opporsi ad un provvedimento sanzionatorio della CONSOB si deve ricorrere al giudice d'appello, cioè alla magistratura ordinaria e non a quella amministrativa²⁷⁴. Già le Sezioni Unite della Cassazione in sede civile nella sentenza n. 1235 del 23 gennaio 2004²⁷⁵ ribadivano che “la competenza giurisdizionale a conoscere delle opposizioni alle sanzioni inflitte dalla CONSOB ai promotori finanziari spetta, ai sensi dell’art. 195 d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, all’autorità giudiziaria ordinaria, stante la natura vincolata

²⁷⁴ TUF, art. 187 septies comma 4:

“Avverso il provvedimento che applica la sanzione è ammesso ricorso alla corte d'appello nella cui circoscrizione è la sede legale o la residenza dell'opponente. Se l'opponente non ha la sede legale o la residenza nello Stato, è competente la corte d'appello del luogo in cui è stata commessa la violazione. Quando tali criteri non risultano applicabili, è competente la corte d'appello di Roma. Il ricorso è notificato, a pena di decadenza, all'Autorità che ha emesso il provvedimento nel termine di trenta giorni dalla comunicazione del provvedimento impugnato, ovvero sessanta giorni se il ricorrente risiede all'estero, ed è depositato in cancelleria, unitamente ai documenti offerti in comunicazione, nel termine perentorio di trenta giorni dalla notifica”

Comma dapprima abrogato dall’art. 4 dell’Allegato 4 del d.lgs. n. 104 del 2.7.2010 (l’art. 133, comma 1, lett. l) del d.lgs. n. 104/2010 così disponeva: “Sono devolute alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, salvo ulteriori previsioni di legge: ... l) le controversie aventi ad oggetto tutti i provvedimenti, compresi quelli sanzionatori ed esclusi quelli inerenti ai rapporti di impiego privatizzati, adottati dalla Banca d’Italia, dalla Commissione nazionale per le società e la borsa [...]”). Successivamente reintrodotta dalla sentenza della Corte Costituzionale n. 162 del 20/27 giugno 2012 (che ha dichiarato l’illegittimità costituzionale delle norme del d.lgs. n. 104/2010 con la conseguente reviviscenza delle disposizioni del d.lgs. n. 58/1998 che erano state abrogate). Successivamente ancora, il predetto allegato 4, art. 4, comma 1, numero 19) del D.Lgs. n. 104 del 2.7.2010 è stato soppresso dall’art. 3, comma 1, D.Lgs. n. 160 del 14.9.2012. La Corte costituzionale, con sentenza n. 94 del 9/15 aprile 2014 (G.U. n. 18 del 23.4.2014 - Prima serie speciale), ha in seguito dichiarato, tra l’altro, l’illegittimità costituzionale del predetto allegato 4, art. 4, comma 1, numero 19), nella parte in cui ha abrogato gli artt. 187-septies, commi da 4 a 8, e 195, commi da 4 a 8, del presente provvedimento. Il presente comma è stato infine così sostituito dall’art. 5 del d.lgs. n. 72 del 12.5.2015.

²⁷⁵ Foro Italiano, 2004, Tomo I, pag. 1781.

dell'attività sanzionatoria, che non può essere assimilata a quella di vigilanza, le cui modalità di esercizio non sono rigidamente predeterminate". Infine l'art 124–bis del TUF (introdotto dalla legge n. 262/2005) ha inserito per le società quotate l'obbligo di dichiarare, annualmente e secondo i termini e le modalità stabilite dalla CONSOB, se hanno o meno adempiuto alle raccomandazioni previste dai codici di comportamento promossi da società di gestione dei mercati regolamentati o da associazioni di categoria e se hanno osservato gli impegni conseguenti, con obbligo di motivare le ragioni dell'eventuale inadempimento (il cosiddetto principio del *comply or explain*)²⁷⁶.

La parte V del TUF è dedicata alle sanzioni penali (TITOLO I e I *bis*) e amministrative (TITOLO II). Alle prime (sanzioni penali) sono dedicati gli articoli dal 166 al 187 - *quaterdecies*; ovviamente è la giustizia penale ad irrorarle, anche se "l'iniziativa penale" è attribuita anche alla CONSOB e alla Banca d'Italia che: "Se vi è fondato sospetto che una società svolga servizi o attività di investimento o il servizio di gestione collettiva del risparmio ovvero l'attività di cui al comma 2-bis senza esservi abilitata ai sensi del presente decreto, la Banca d'Italia o la CONSOB denunciano i fatti al pubblico ministero ai fini dell'adozione dei provvedimenti previsti dall'articolo 2409 del codice civile ovvero possono richiedere al tribunale l'adozione dei medesimi provvedimenti. Le spese per l'ispezione sono a carico della società". L'art. 187 - *decies* regola i rapporti tra CONSOB e pubblico ministero ai commi 1, 2 e 3:

²⁷⁶ European Corporate Governance Forum, Corporate governance: European Forum clarifies 'comply or explain' principle and issues annual report, IP/06/269, Brussels, 6 March 2006, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-06-269_en.htm?locale=en: "The *comply or explain*' principle forms the basis of the European code-based approach to corporate governance. It provides for more flexible and effective market-led regulation. However, there is agreement that 'comply or explain' can work only if its surrounding regulatory framework ensures that companies respect the obligation to give reasons for deviations from the applicable corporate governance codes. The Forum has therefore undertaken to define in more detail the advantages and the limits of the 'comply or explain' principle from a European perspective. As a first step it has now adopted a common statement on the basic principles that guide the system of *comply or explain*."

“1. Quando ha notizia di uno dei reati previsti dal capo II il pubblico ministero ne informa senza ritardo il Presidente della CONSOB.

2. Il Presidente della CONSOB trasmette al pubblico ministero, con una relazione motivata, la documentazione raccolta nello svolgimento dell'attività di accertamento nel caso in cui emergano elementi che facciano presumere la esistenza di un reato. La trasmissione degli atti al pubblico ministero avviene al più tardi al termine dell'attività di accertamento delle violazioni delle disposizioni di cui al presente titolo, capo III.

3. La CONSOB e l'autorità giudiziaria collaborano tra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare l'accertamento delle violazioni di cui al presente titolo anche quando queste non costituiscono reato. A tale fine la CONSOB può utilizzare i documenti, i dati e le notizie acquisiti dalla Guardia di finanza nei modi e con le forme previsti dall'articolo 63, primo comma, del Decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 633, e dall'articolo 33, terzo comma, del Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600934”. La CONSOB può costituirsi anche parte civile così come sancito nell'art. 187 - *undecies*.

Alle seconde (sanzioni amministrative) sono dedicati gli articoli dal 187 - *quinquiesdecies* al 195 mentre l'art. 194-*bis* fissa le “circostanze rilevanti” di cui CONSOB e Banca d'Italia devono tener conto “Nella determinazione del tipo e dell'ammontare delle sanzioni amministrative pecuniarie o della durata delle sanzioni accessorie... considerano ogni circostanza rilevante e, in particolare, tenuto conto del fatto che il destinatario della sanzione sia persona fisica o giuridica, le seguenti, ove pertinenti:

- a) gravità e durata della violazione;
- b) grado di responsabilità;
- c) capacità finanziaria del responsabile della violazione;
- d) entità del vantaggio ottenuto o delle perdite evitate attraverso la violazione, nella misura in cui essa sia determinabile;

- e) pregiudizi cagionati a terzi attraverso la violazione, nella misura in cui il loro ammontare sia determinabile;
- f) livello di cooperazione del responsabile della violazione con la Banca d'Italia o la CONSOB;
- g) precedenti violazioni in materia bancaria o finanziaria commesse da parte del medesimo soggetto;
- h) potenziali conseguenze sistemiche della violazione”.

La procedura sanzionatoria è regolata dall’art 187 - *septies* così come formulato dal d.lgs n. 72 del 2015; il comma 2 ricorda come tale procedura sia retta “dai principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie”. Il comma 1 prevede che “Le sanzioni amministrative previste dal presente capo sono applicate dalla CONSOB con provvedimento motivato, previa contestazione degli addebiti agli interessati, da effettuarsi entro centottanta giorni dall'accertamento ovvero entro trecentosessanta giorni se l'interessato risiede o ha la sede all'estero. I soggetti interessati possono, entro trenta giorni dalla contestazione, presentare deduzioni e chiedere un'audizione personale in sede di istruttoria, cui possono partecipare anche con l'assistenza di un avvocato”. Per le infrazioni più gravi (come l’omissione di comunicazioni da parte delle società o degli organi di controllo) oltre al pagamento di un’ammenda (che può arrivare anche ad euro dieci milioni o ad una cifra fino al 5% del fatturato complessivo annuo) sono presenti anche una sorta di “pubblica gogna” per la persona responsabile della violazione e l’ordine di eliminare le infrazioni contestate, accompagnato da un eventuale “indicazione delle misure da adottare e del termine per l’adempimento, e di astenersi dal ripeterle, quando le infrazioni stesse siano connotate da scarsa offensività o pericolosità”.²⁷⁷

²⁷⁷ TUF, art. 192 bis, comma 1, lettera b.

La CONSOB o la Banca d'Italia, secondo le loro competenze, applicano anche le sanzioni direttamente applicabili ai soggetti vigilati, emanate dall'ESMA o dall'EBA ai sensi del TUF o del regolamento UE 1095/2010²⁷⁸.

Infine per particolari sanzioni (violazioni artt. 6, 12, 21 commi 1 e 1 - *bis*, 33 comma 4, 35 - *decies*, 79 - *bis*) “che sono connotate di scarsa offensività e pericolosità”, la CONSOB può pretendere solo l'eliminazione delle infrazioni contestate ordinando “di eliminare le infrazioni contestate, anche indicando le misure da adottare ed il termine per l'adempimento”²⁷⁹.

4) Responsabilità

La CONSOB dal 1985 ha personalità giuridica, dunque è anche “responsabile” dei suoi atti, cioè può essere chiamata a rispondere dai risparmiatori o da chi ne ha interesse per “*culpa in vigilando*”, per i danni arrecati anche per l’“omessa” o “negligente” vigilanza. Infatti i privati fanno “affidamento” sull’attività pubblica di vigilanza. La prima sentenza che ha riconosciuto la responsabilità della CONSOB nei confronti di un gruppo di risparmiatori, per omesso controllo sulla completezza e veridicità delle informazioni fornite dai promotori di un'operazione di collocamento di titoli atipici relativi ad una operazione immobiliare, è stata la sentenza n. 3132 del 3 marzo 2001 pronunciata dalla I sezione civile della Cassazione; nella motivazione la Suprema Corte così chiarisce il suo pensiero: “la CONSOB, fermo restando il potere... di innovare le proprie metodologie informative dell’offerta... aveva poi il ben più penetrante e diffuso potere di controllo della completezza – veridicità delle notizie... lungo tutto l’arco procedimentale..., un potere espressivo della scelta legislativa di assegnare alla CONSOB la massima funzione di garante dell’agire della società e tradotto in plurime potestà d’intervento..., significativamente richiamate per la fase di controllo dell’operazione di sollecitazione al pubblico risparmio..., tra le

²⁷⁸ *Ibidem*, art. 194 ter.

²⁷⁹ *Ibidem*, art. 194 quater.

quali, e per quel che rileva, la potestà di disporre esibizioni ed integrazioni documentali, ispezioni ed inchieste, al fine di accertare l'esattezza dei dati e delle notizie comunicati o pubblicati". La CONSOB aveva l'obbligo di "attivarsi" una volta accertato che "ex actis risultava... la falsità di essenziali dati della prescritta comunicazione e della necessaria informazione pubblica, l'organo pubblico istituzionalmente preposto ad assicurare l'effettività di minimi *standards* informativi avesse la potestà legale di intervenire con iniziative istruttorie, integrative, repressive su operazioni che *prima facie* quel livello di veridica informazione non fornivano"²⁸⁰. Pertanto la Corte ravvisò i presupposti per "la configurabilità di una responsabilità civile dell'autorità medesima, ammettendo che tale amministrazione è chiamata a risarcire i danni derivanti dal negligente esercizio dell'attività di vigilanza, atteso che costituisce comportamento dovuto l'osservanza delle norme che disciplinano la funzione di vigilanza della CONSOB, sicché l'omissione dello stesso configura illecito aquiliano, che comporta la responsabilità dei danni riconducibili a lesioni di situazioni protette dei privati"²⁸¹. La questione fu rinviata dalla Corte Suprema alla Corte d'appello di Milano che con sentenza del 21 ottobre 2003²⁸² non solo confermò le tesi della Cassazione ma accertò l'esistenza del "nesso di causalità" materiale intercorrente tra il comportamento omissivo colposo della CONSOB e il danno subito dai sottoscrittori, concludendo che il tempestivo e corretto esercizio dei poteri di vigilanza della Commissione avrebbe dissuaso gli investitori dall'operazione; infatti "anche un investitore con notevole propensione al rischio si sarebbe rivolto verso altre forme di investimento, ove fosse stato a conoscenza della reale situazione del proponente l'operazione e tale mancata conoscenza è imputabile alla CONSOB per non aver esercitato l'attività

²⁸⁰ Corte di Cassazione, Sezione I civile, sentenza n. 3132 del 3 marzo 2001.

²⁸¹ Poto Margherita, *Le autorità di vigilanza sul mercato mobiliare: i custodi incustoditi*, op. cit., pag. 178.

²⁸² Sentenza Corte d'Appello di Milano del 21 ottobre 2003; Pres. Odorisio, Est. Chindemi; Gatti e altri (Avv. Danovi) c. CONSOB e altri (Avv. dello Stato Salvatorelli), Catone e altra (Avv. Celona), in *Il Foro Italiano*, Volume I, 2004, pag. 584.

di vigilanza e controllo a cui, nella fattispecie, era obbligata”²⁸³. L’intervento della giurisprudenza non era sufficiente per contenere un problema che rischiava di estendersi a macchia d’olio e condurre al collasso l’intero sistema²⁸⁴. Commentando i fatti Clarich scrive: “nei rapporti tra Autorità indipendenti e potere giudiziario si è aperto di recente, in seguito ad una svolta giurisprudenziale, un nuovo fronte: la responsabilità civile delle prime per danni cagionati a terzi in relazione all’esercizio difettoso dell’attività di vigilanza... la svolta può avere un effetto positivo, sul piano del modello, poiché consente di chiamare le Autorità indipendenti a rendere conto del loro operato e dunque contribuisce ad attenuare il *deficit* di legittimazione democratica di cui esse soffrono. L’arma della responsabilità civile deve essere però maneggiata dai giudici con cautela. Oltre un certo limite, infatti, vi è il rischio che le Autorità indipendenti manifestino eccessiva prudenza giustificata dal timore della responsabilità, ma contraria ad un esercizio vigoroso dei poteri”²⁸⁵. Nasceva l’esigenza di istituire un fondo nel caso di perdite derivanti da omessa vigilanza, a modello di altri Stati membri, primo tra tutti del sistema tedesco, in cui è disposta la corresponsione di un indennizzo alla cui diffusione ha contribuito l’opera amplificatrice della Giurisprudenza comunitaria. In Italia prima la legge n. 262 del 2005 (legge sul risparmio) con l’art. 27 assegnò la delega al Governo per individuare “procedure di conciliazione e di arbitrato, sistema d’indennizzo e fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori”, poi il decreto legislativo n. 179 del 2007 hanno posto rimedio, non senza preoccupazioni per le conseguenze ricadenti soprattutto sugli operatori di mercato e per una

²⁸³ *Ibidem*, ultimo capoverso, punto quarto della decisione.

²⁸⁴ Per un’analisi più approfondita della giurisprudenza in materia vedi Caranta Roberto, *La responsabilità delle autorità di vigilanza per mancato o insufficiente esercizio dei loro poteri*, in Responsabilità civile e previdenza, Volume 69, Fascicolo 1, Giuffrè, Milano, 2004, pagg. 181 – 190.

²⁸⁵ Clarich Marcello, *Autorità indipendenti: bilancio e prospettive di un modello*, Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 51.

“deresponsabilizzazione” della CONSOB²⁸⁶. Il suddetto decreto 179, emanato ai sensi dell’art. 27 commi 1 e 2 della legge sul risparmio al capo I istituisce una Camera di conciliazione e arbitrato presso la CONSOB, stabilendo anche le procedure per la conciliazione e l’arbitrato, tanto ordinario quanto semplificato. I procedimenti sono attivabili solo dagli investitori non professionali²⁸⁷. La camera di conciliazione ed arbitrato²⁸⁸ gestisce la fase iniziale e finale dei procedimenti, istituisce e tiene un elenco di conciliatori ed arbitri²⁸⁹. I procedimenti previsti sono: la conciliazione stragiudiziale, regolata dall’art. 4 del decreto legislativo n. 179 del 2007, l’arbitrato amministrato dalla CONSOB (art. 5) ordinario e semplificato. La Camera di conciliazione è composta da tre membri, nominati dalla CONSOB e “scelti tra dipendenti in servizio alla CONSOB appartenenti alla carriera direttiva superiore”²⁹⁰; l’incarico ha la durata di tre anni ed è rinnovabile una sola volta²⁹¹. La Camera “amministra i procedimenti di conciliazione e di arbitrato” promossi dagli investitori “per la risoluzione di

²⁸⁶ In Francia alla vigilia dell’approvazione della legge di tutela sul risparmio erano emerse simili perplessità: “*si le budget de l’Autorité provient des reources du marché lui-même, la responsabilité de l’Autorité prend de ce fait une forme mutualisée. Cela relativise le lien entre responsabilité pécuniaire et souci de bien faire*”. In Frison-Roche Marie Anne, *Les qualités du régulateur face aux exigences du droit*, in "RÉGULATEURS ET JUGES", n° spécial des Petites Affiches, n. 17 del 23 gennaio 2003, pag. 15. Secondo altri “*il incomberait au marché, et donc à la collectivité de ses acteurs, de supporter le poids de la réparation de la faute commise par l’Autorité de Régulation dans l’exercice de sa mission. Mais, n’y a-t-il pas dans cette proposition le risque d’une déresponsabilisation de l’Autorité de Régulation?*” in Coquelet Marie Laure, *Brèves remarques à propos d’une fusion attendue: La création de l’autorité des marchés financiers*, in Petites Affiches del 14 novembre 2003, n. 228, pag. 6.

²⁸⁷ Secondo il TUF all’art. 6, commi 2 – *quinquies* e 2 – *sexsies* e successive modificazioni.

²⁸⁸ Secondo il regolamento CONSOB adottato con delibera n. 18275 del 18 luglio 2012.

²⁸⁹ Scelti tra persone di comprovata imparzialità, indipendenza, professionalità e onorabilità (decreto legislativo n. 179 del 2007 art. 2, comma 5, lettera c), e secondo i criteri stabiliti dall’art. 7 del citato regolamento CONSOB adottato dalla delibera n. 18175.

²⁹⁰ Regolamento CONSOB approvato con delibera n. 18275 del 18/07/2012, Allegato I, art. 3, comma 1.

²⁹¹ *Ibidem*, art. 3, comma 2.

controversie insorte tra investitori e intermediari per la violazione da parte di questi degli obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali con gli investitori. Essa non interviene in alcun modo, nel corso della procedura di conciliazione e del giudizio arbitrale, nel merito delle controversie”²⁹². Il procedimento di conciliazione ha durata brevissima, entro 60 giorni dall’istanza formulata; se questa è dichiarata ammissibile l’intermediario ne viene informato e viene invitato ad aderire o meno al procedimento; in caso di risposta affermativa, dopo circa venti giorni, viene nominato il conciliatore iscritto nell’apposito elenco secondo precisi criteri²⁹³. Il conciliatore “non prima di cinque giorni e non oltre quindici giorni dalla data di accettazione” fissa la data e la sede per la prima riunione “dandone tempestiva comunicazione alle parti e alla Camera di conciliazione”²⁹⁴. La procedura di conciliazione “si ispira ai principi dell’immediatezza, della concentrazione e dell’oralità ed è, come è, coperta da riservatezza in tutte le sue fasi. La procedura si ispira ai principi di imparzialità e garanzia del contraddittorio, fatta salva la possibilità per il conciliatore di sentire separatamente le parti”²⁹⁵. Nel caso in cui si raggiunga un accordo il conciliatore lo inserisce in un processo verbale; in caso contrario comunque il conciliatore formula una “proposta di conciliazione”, che le parti possono accettare o meno²⁹⁶. Il verbale di accordo, “previo accertamento della sua regolarità formale e della sua conformità all’ordine pubblico e a norme imperative, è omologato con decreto del Presidente del Tribunale nel cui circondario ha avuto luogo la conciliazione”²⁹⁷. In caso di insuccesso comunque

²⁹² “la Camera in particolare: organizza i servizi di arbitrato e di conciliazione, cura la tenuta degli elenchi dei conciliatori e degli arbitri, stabilisce e aggiorna il loro codice deontologico, promuove i servizi di arbitrato e conciliazione e ne diffonde la conoscenza, promuove corsi di formazione e aggiornamento per i conciliatori e gli arbitri”. *Ibidem*, art. 4.

²⁹³ Questi criteri sono indicati nell’art 13 del Regolamento CONSOB n. 18275.

²⁹⁴ *Ibidem*, art. 16.

²⁹⁵ *Ibidem* art. 15, commi 1 e 3.

²⁹⁶ *Ibidem*, art. 18, commi 1, 2 e 3.

²⁹⁷ *Ibidem*, art. 18, comma 4.

il conciliatore stila un processo verbale, sottoscritto dalle parti e contenente la proposta da lui formulata²⁹⁸. La procedura si conclude con la trasmissione degli atti alla Camera di conciliazione da parte del conciliatore; quest'ultima provvede a rilasciarne copia alle parti che ne fanno richiesta²⁹⁹.

Un procedimento alternativo, e più tradizionale, è l'arbitrato "amministrato" dalla Camera di conciliazione; esso deve essere espressamente richiesto dalle parti e ha "natura rituale" essendo regolato dalle disposizioni del presente regolamento e dagli artt. 806 e ss. del codice di procedura civile³⁰⁰. L'arbitro può essere unico (nominato dalla Camera di conciliazione) o un collegio arbitrale di tre membri, di cui il terzo è nominato dalla Camera; giudica secondo le norme del diritto e la Camera di conciliazione assume le funzioni che nell'arbitrato il codice di procedura civile assegna al Presidente del Tribunale³⁰¹. La Camera designa l'arbitro che decide entro centoventi giorni dalla nomina (salvo brevi proroghe per specifiche motivazioni)³⁰². Un investitore, solo nel caso di danno patrimoniale, può attivare anche l'"arbitrato semplificato"³⁰³. Quest'arbitro giudica basandosi "esclusivamente sulle prove precostituite introdotte dalle parti con la domanda di accesso e con l'atto di risposta"³⁰⁴. Ogni lodo è depositato dall'arbitro presso la CONSOB per il visto formale e in caso di impugnazione per nullità la Corte d'Appello non può mai decidere la controversia nel merito³⁰⁵. Il capo secondo dello stesso decreto prevede l'istituzione di un fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori; l'art. 8 destina tale fondo "all'indennizzo, nei limiti della disponibilità del fondo medesimo, dei danni patrimoniali causati dalla violazione, accertata con sentenza passata in giudicato, o con lodo arbitrale

²⁹⁸ *Ibidem*, art. 18, comma 6.

²⁹⁹ *Ibidem*, art. 18, comma 7.

³⁰⁰ *Ibidem*, art. 22.

³⁰¹ *Ibidem*, art. 21, comma 1 e 2.

³⁰² *Ibidem*, art. 29, comma 1 e 2.

³⁰³ *Ibidem* art. 32, comma 1 e art. 33, comma 2.

³⁰⁴ *Ibidem*, art. 32, comma 3.

³⁰⁵ *Ibidem*, artt. 37 e 38.

non più impugnabile, delle norme che disciplinano le attività” di intermediazione finanziaria³⁰⁶. La gestione del fondo è attribuita alla CONSOB che è legittimata ad agire in giudizio, in rappresentanza del fondo per la tutela dei diritti e l’esercizio dell’azione di rivalsa³⁰⁷. Alla CONSOB è attribuito anche il potere di regolamentare e definire i criteri di determinazione dell’indennizzo, fissandone anche la misura massima; di disciplinare le modalità e le condizioni di accesso al fondo³⁰⁸. Infine la CONSOB deve emanare anche i regolamenti previsti del decreto legislativo n. 179 entro 12 mesi dall’entrata in vigore dello stesso, cosa che è avvenuta con i regolamenti adottati con delibere n. 16763 del 2008, e n. 18275 del 2012.

5) Le attività complementari della CONSOB.

Anche se il quadro normativo è in continua e non sempre ordinata evoluzione (soprattutto per la ricezione delle direttive europee in materia), possiamo dire che le competenze della CONSOB, come ha affermato il suo Presidente Cardia, permettono alla stessa di svolgere la sua “funzione primaria di Autorità di vigilanza sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti con riguardo all’intera gamma dei servizi di intermediazione mobiliare e dei prodotti a contenuto finanziario”³⁰⁹ inclusi quelli emessi da banche ed assicurazioni.

Dagli inizi del millennio la CONSOB, rivedendo la sua struttura organizzativa, ha creato la Divisione Relazioni Esterne con la missione di sviluppare la funzione di

³⁰⁶ Decreto legislativo n. 179 del 2007 art. 8, comma 1.

³⁰⁷ *Ibidem*, art. 8, commi 2, 3 e 4.

³⁰⁸ *Ibidem*, art. 8, comma 6.

³⁰⁹ Senato della Repubblica, VI Commissione permanente (Finanze e Tesoro), indagine conoscitiva sulle questioni attinenti all'attuazione della legge 28 Dicembre 2005, n. 262, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari", Audizione del Presidente della CONSOB, Lamberto Cardia, 27 settembre 2006. http://www.CONSOB.it/main/documenti/pubblicazioni/audizioni/audizione_cardia_27092006.htm

investor education; nei primi anni questa divisione ha espletato la sua funzione con la pubblicazione della Relazione annuale, di un bollettino quindicinale, del notiziario “CONSOB informa”, dei *Working papers* “Quaderni di finanza”, con la gestione del proprio sito e dell’ufficio per le relazioni col pubblico.

In realtà la *mission* originaria era quella di diffondere tra gli acquirenti una maggiore consapevolezza dei rischi e dei costi dei prodotti finanziari (come le commissioni degli intermediari), e in genere una cultura appropriata in modo da rafforzare la loro capacità di autotutelarsi.

In un intervento televisivo l’attuale Presidente della CONSOB Vegas ha dichiarato che né lo Stato né la scuola né le altre istituzioni possono fare da “angeli custodi”, in quanto ognuno deve essere responsabile delle proprie scelte di natura economica finanziaria; ogni scelta deve essere consapevole, cioè bisogna conoscere i meccanismi basilari della finanza e tener presente che “nessun pasto è gratis” e che “non bisogna lasciarsi vincere dall’avidità, il meccanismo peggiore che fa compiere delle scelte di cui facilmente poi ci si pente”; né bisogna affidarsi ciecamente alla cieca fortuna perché avvicinarsi ai meccanismi finanziari non ha niente a che fare con il gioco del Superenalotto³¹⁰.

Le parole di Vegas, soprattutto il suo preciso riferimento alla educazione finanziaria in ambito scolastico, sono del tutto sottoscrivibili, solo che appaiono poco credibili ed espressione di pura “retorica politica”³¹¹ in quanto quelle parole richiamano direttamente quelle pronunciate già nel 2009 da Mauro Lorenzoni (responsabile della Divisione Relazioni Esterne della CONSOB) davanti alla

³¹⁰ Intervento di Giuseppe Vegas a Rai cultura Economia nello Speciale Econo-mix: le Giornate dell’Educazione Finanziaria. <http://www.economia.rai.it/articoli/la-CONSOB-promuove-leducazione-finanziaria/31762/default.aspx>

³¹¹ L’aspetto “retorico” delle parole di Vegas, pur nella loro semplicità, esprime quasi saggezza popolare, è dimostrato dal fatto che sia CONSOB che il suo Presidente, in tanti anni, non hanno realizzato praticamente le buone intenzioni espresse, anzi recentissimamente gli è stato “rinfacciato” di “aver autorizzato” l’eliminazione degli scenari probabilistici da alcuni prospetti informativi, scenari che avrebbero reso “evidente” e “lampante” l’alta rischiosità di alcuni tipi di investimento.

decima Commissione permanente del Senato³¹² sullo stesso argomento: “si ritiene altamente auspicabile la possibilità di inserire elementi di educazione finanziaria nei programmi scolastici sin dalle prime classi, con diretto coinvolgimento del Ministero della pubblica istruzione”³¹³.

Segno evidente che tanti anni sono passati invano anche dal punto di vista legislativo, se è vero, come è vero, che una legge sull’educazione finanziaria ancora non è stata approvata e nel 2016 il Vice - Direttore Generale della CONSOB, Giuseppe D’Agostino, è stato risentito dalla settima Commissione del Senato (Istruzione Pubblica e Beni Culturali)³¹⁴ sullo stesso argomento.

Lo stesso Lorenzoni ha precisato che la “politica educativa” della CONSOB è cominciata dal 1994 con l’ufficio Relazioni con il pubblico e l’educazione finanziaria è stata “sottolineata” ulteriormente con l’istituzione dell’ufficio Rapporti con i risparmiatori (nell’ambito della Divisione Relazioni Esterne, 2007) col compito di realizzare “iniziative di educazione finanziaria e di curare i rapporti con le associazioni rappresentate nel Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti (CNCU)”.

³¹² In occasione della discussione, in sede di comitato ristretto, di più disegni di legge sull’educazione finanziaria; precisamente disegni di legge nn. 1288 – 1477 – 1593 – 1626 – 1796.

³¹³ Senato della Repubblica, X Commissione permanente, Commissione Industria, Commercio e Turismo (Comitato ristretto), Educazione Finanziaria, disegni di legge nn. 1288 – 1477 – 1593 – 1626 – 1796, Audizione del Dott. Mauro Lorenzoni, Responsabile della Divisione Relazioni Esterne della CONSOB, Roma, 24 novembre 2009. http://www.CONSOB.it/main/documenti/pubblicazioni/audizioni/audizione_lorenzoni_20091124.htm

³¹⁴ Senato Della Repubblica, VII Commissione Permanente, (Istruzione Pubblica E Beni Culturali), disegno di legge n. 1196 - “Norme per l’educazione alla cittadinanza economica”, Audizione del Vice-Direttore Generale della CONSOB, Giuseppe D’Agostino, Roma 5 Aprile 2016. http://www.CONSOB.it/documents/46180/46181/audizione_dagostino_20160405.pdf/aa0a19c6-bae0-461b-9d0d-e26599657501

Pur definendo “sussidiaria” questa attività della CONSOB, il suo funzionario ne sottolinea l’importanza per i consumatori e la loro capacità di autotutela specialmente dopo che i bassi tassi d’interesse hanno spinto i *BOT people* verso altre forme d’investimento più rischiose e più “complicate”.

Anche perché i mercati finanziari hanno scoperto il *marketing* le cui strategie di vendita mal si conciliano con le “superficiali” conoscenze dei risparmiatori/clienti³¹⁵.

Nella sua audizione Lorenzoni, *en passant*, citava la direttiva MiFID che imponeva l’obbligo di modificare i propri comportamenti sia ai consumatori e sia agli intermediari.

Ancora una volta sono l’Europa e le Organizzazioni Internazionali a “smuovere” le sonnolenti Autorità nazionali nell’ambito dell’estensione di diritti.

Fin dal 2005 l’Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) ha svolto “un ruolo di primo piano su queste tematiche³¹⁶ con l’obiettivo di individuare principi comuni e buone pratiche in materia di alfabetizzazione

³¹⁵ La proposta “politica” della CONSOB nel 2009 era stata “tradizionale”: l’istituzione di un “Comitato congiunto” tra gli *shareholders* come “figura centrale di programmazione, coordinamento e verifica delle attività di educazione finanziaria. L’istituzione di tale comitato, oltre ad imprimere indirizzi coerenti e a garantire la concreta realizzazione di tali attività, permetterebbe anche di ovviare all’attuale situazione di frammentazione delle iniziative già svolte o in corso di svolgimento da parte di soggetti sia pubblici sia privati”. Più praticamente a lungo termine si pensava ad una stretta collaborazione con il mondo della scuola; a breve termine all’“effettuazione di campagne pubblicitarie mirate con il supporto del dipartimento per l’informazione ed editoria della Presidenza del Consiglio” per aumentare il livello di cultura finanziaria delle persone “di età medio avanzata... reticenti” a studiare ma “ancora sensibili a sollecitazioni di tipo comportamentale”. Senato della Repubblica, X Commissione permanente, Audizione del Dott. Mauro Lorenzoni, cit..

³¹⁶ Nel 2005 ha diffuso le *Recommendations on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*; nel 2008 ha focalizzato la sua attenzione sul concetto di rischio nell’ambito assicurativo e pensionistico diffondendo le *Recommendations on Good Practices for Enhanced Risk Awareness and Education on Insurance Issues* e *Recommendation on Good Practices on Financial Education Relating to Private Pensions*.

finanziaria, assicurativa e previdenziale”³¹⁷; dal 2010 fino al 2015 ha lavorato per ottenere il *Toolkit for Measuring Financial Literacy and Financial Inclusion*, uno *standard* metodologico per la rilevazione omogenea e l’analisi comparativa del livello di *literacy* e di inclusione finanziaria dei cittadini dei paesi membri; sempre nel 2015 il “Segretariato Generale dell’OCSE ha pubblicato, infine, un *Policy Handbook* sulle strategie nazionali per l’educazione finanziaria. L’*Handbook* nasce dall’intento di offrire una guida ai governi e alle autorità pubbliche che vogliano avviare una strategia nazionale per l’educazione finanziaria, poiché identifica le prassi più efficaci sulla base dell’esperienza internazionale”³¹⁸.

Nel giugno del 2013 la IOSCO ha costituito il “Comitato per gli Investitori al dettaglio (*Committee on Retail Investors – C8*), con l’obiettivo principale di condurre il lavoro di indirizzo relativo all’educazione e all’alfabetizzazione finanziaria degli investitori non professionali nonché, in seconda battuta, di portare all’attenzione del Consiglio della IOSCO le prospettive degli stessi e le loro capacità cognitive al fine di tenerle in considerazione con riferimento alle attività di protezione degli investitori”³¹⁹.

La stessa Commissione europea nel 2008 ha insediato un gruppo di esperti in materia di istruzione finanziaria con il compito di individuare le *best practices* internazionali e fornire pareri alla Commissione circa la modalità di attuazione dei principi per l’elaborazione e l’attuazione dei programmi di istruzione finanziaria.

Gli esempi di attuazione pratica non mancano: Australia e Gran Bretagna.

L’Australia nel 2011 ha lanciato *Moneysmart*, un sito web di proprietà dell’*Australian Securities and Investment Commission (ASIC)*, che è parte integrante della *National Financial Literacy Strategy*, con lo scopo di fornire

³¹⁷ Senato Della Repubblica, VII Commissione Permanente, Audizione del Vice-Direttore Generale della CONSOB, Giuseppe D’Agostino, cit., pag. 7.

³¹⁸ *Ibidem*.

³¹⁹ *Ibidem*.

informazioni e strumenti a tutti i cittadini australiani sul mondo finanziario, per gestire al meglio il proprio denaro. Con tre Apps e più di quattrocento pagine di contenuti dispensa consigli e conoscenze a giovani, adulti, famiglie e donne sul risparmio, sui prestiti, sulle assicurazioni, sulle pensioni e sulle truffe.

In Gran Bretagna sempre nel 2011 è stato lanciato il *Money Advice Service* (MAS), un ente indipendente, finanziato con i contributi delle stesse società finanziarie, gestito da un Presidente e un Consiglio nominati dalla *Financial Conduct Authority* (FCA). Il MAS fornisce consulenza gratuita in materia di decisioni monetarie e finanziarie ai cittadini inglesi per via telefonica, con un apposito sito internet e appuntamenti su richiesta.

Il disegno di legge n. 1196³²⁰ recante “norme per l’educazione alla cittadinanza economica” ha come obiettivo la trasformazione in norme giuridiche degli apporti dell’economia comportamentale, fondata dal premio Nobel (2002) Daniel Kahneman e Amos Tversky.

Il comma 2 dell’art. 1. definisce “cittadinanza economica” tutto l’insieme di “capacità e competenze che permetta al cittadino, nell’arco della sua vita economica e sociale, di divenire agente economico rispettoso delle regole del vivere civile e consapevole, grazie allo sviluppo dei processi cognitivi e degli aspetti emotivi e psicologici che influiscono sulle scelte economiche, al fine di contribuire al benessere economico individuale, nonché al benessere sociale”.

Secondo i due studiosi israeliani gli “individui non sempre agiscono in maniera razionale. Al contrario, essi decodificano le informazioni (spesso troppe e complesse) usando sistematicamente regole semplicistiche (cosiddette euristiche), che creano un divario tra percezioni e dati oggettivi e generano errori (bias) nelle scelte”³²¹. Infatti tendono a soffrire di *overconfidence*, cioè a sovrastimare le proprie capacità e competenze effettive; la *financial education*

³²⁰ Comunicato alla Presidenza del Senato in data 5 dicembre 2013; annunciato nella seduta pom. n. 152 del 12 dicembre 2013.

³²¹ Senato Della Repubblica, VII Commissione Permanente, Audizione del Vice-Direttore Generale della CONSOB, Giuseppe D’Agostino, cit., pag. 12.

dovrebbe eliminare questo grave rischio di incorrere in errori di valutazione e “allineare” le competenze percepite a quelle reali³²².

La CONSOB dal 2010 ha cercato di colmare le lacune di *financial literacy* degli italiani istituendo un Osservatorio sul comportamento delle famiglie negli investimenti ed interagendo con le associazioni dei consumatori; nel 2014 ha varato il progetto “Carta degli Investitori” con tre sotto – progetti fondamentali: l’organizzazione di un portale web della CONSOB dedicato al tema dell’*Investor education* con la creazione di un *network* informativo/formativo tra la Commissione e le associazioni dei consumatori; l’introduzione di un organismo di risoluzione stragiudiziale (obbligatorio e non più facoltativo) delle controversie, sul modello dell’Arbitro Bancario Finanziario; il perfezionamento del proprio portale per acquisire gli esposti e le segnalazioni dei risparmiatori, per ottenere informazioni utili ad orientare possibili azioni di vigilanza.

Il portale dell’*Investor education* e l’applicativo per la trasmissione telematica degli esposti sono operativi; l’attuazione dell’arbitro – CONSOB è in fase di completamento.

Le recenti vicende negative, di alcune banche, l’introduzione del *bail-in* rendono quest’attività educativa sempre più necessaria da un punto di vista sociale, in specie per i soggetti più deboli per età e livello d’istruzione³²³.

³²² Un recente studio basato su dati dell’Osservatorio in Italia ha dimostrato che i più “acculturati” finanziariamente sono nella condizione di prendere decisioni di investimento migliori degli “analfabetizzati” che sono *overconfident*. Cfr. Gentile Monica, Linciano Nadia e Soccorso Paola, *Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from the Italian market*, in Quaderno di Finanza (CONSOB) n. 83, Marzo 2016. <http://www.CONSOB.it/documents/11973/204072/Quaderno+di+finanza+n.+83/c91497dd-9971-49df-a481-a205c389b9f6>

³²³ Sono ancora vive le immagini di alcuni anziani indotti dalla cieca fiducia nei direttori di alcune filiali di banche a sottoscrivere forme di investimento, alquanto rischiose, senza alcuna remora perché “non sapevano quello che facevano” e che hanno visto svanire in un attimo il valore dei loro investimenti, proprio come il mucchio di noci di manzoniana memoria diventato un mucchio di foglie secche.

Da questo punto di vista il citato disegno di legge n. 1196 fissa qualcosa di meritorio laddove all'art. 3 comma 2 prevede la “definizione di un programma educativo di cittadinanza economica rivolto in particolare alle donne, ai giovani in cerca di prima occupazione ed agli anziani, finalizzato a ridurre gli elementi di vulnerabilità alle truffe ed ai comportamenti economicamente rischiosi”.

Ma anche in questo caso sembra di trovarsi di fronte a “sole buone intenzioni” perché l'iter legislativo dura ormai da tre anni e siamo ancora in commissione in sede referente, non sono stanziati fondi per passare dalla fase di sperimentazione a quella di stabilizzazione delle norme; in ambito scolastico si presenta solo un collegamento tra educazione finanziaria e il nuovo insegnamento “cittadinanza e Costituzione”; il mondo accademico è ostracizzato dalla legge, lasciando tutto alle scelte volontarie come quella della CONSOB che ha stipulato diverse convenzioni quadro con atenei italiani per avere un più efficace monitoraggio della realtà economica e interpretare con maggiore velocità e precisione le dinamiche dei fenomeni incidenti sullo svolgimento delle attività istituzionali.

La CONSOB dovrebbe prendere coscienza del fatto che la prima forma di coscienza – educazione finanziaria è di “farsi conoscere”, diventare più “popolare” e uscire dalla nicchia elitaria in cui si trova a volte non per sua colpa; se si conducesse un sondaggio per stabilire quanti italiani conoscano il termine “CONSOB” e la sua *mission*, credo che la percentuale dei “consapevoli” non supererebbe la doppia cifra³²⁴.

Di fronte a questo ogni grande programma perde qualsiasi valenza perché manca il presupposto fondamentale: sapere a chi rivolgersi per tutelare i propri diritti e far valere le proprie ragioni.

³²⁴ Nonostante il sito web e le altre iniziative.

CAPITOLO III

IL SISTEMA DI VIGILANZA INTERNAZIONALE.

1) Excursus Storico

Abbiamo visto come il “mondo finanziario globale” esiga un “governo globale” per evitare le inevitabili distorsioni del mercato lasciato allo “stato brado”. Già Kant nel saggio “Per una pace perpetua” auspicava, circa due secoli fa, la nascita di un governo mondiale, in quanto unico potere capace di contenere “gli egoismi nazionali e individuali”, i presupposti fondamentali per la “pace perpetua”, sia pure nell’ambito del liberalesimo. Dopo ognuno dei due conflitti mondiali prima il presidente americano Wilson, con i famosi 14 punti, poi i tre grandi di Jalta (W. Churchill - Gran Bretagna, F.D. Roosevelt - Stati Uniti e Stalin – Russia) hanno posto la questione di una sorta di governo del mondo come “camera di compensazione” dei conflitti tra stati, dando vita prima alla Società delle Nazioni e poi all’Organizzazione delle Nazioni Unite. Ma un “governo mondiale” inteso come organismo politico dotato di potere esecutivo e legittimato democraticamente, ancora non esiste. La questione si è spostata allora nel campo prettamente economico – finanziario, in cui le esigenze del *business* sono molto più “stringenti”. Non a caso dopo la crisi petrolifera del 1973 a poco a poco le economie più industrializzate hanno sentito l’esigenza di “fare un tagliando annuale” ai problemi economici – politici su scala mondiale, facendo nascere prima il G3, poi il G7, G8 e infine il G20. Le istituzioni nate dopo *Bretton Woods* (FMI, Banca Mondiale, Comitato di Basilea e IOSCO) ormai non riuscivano a far fronte alla “*rapid transmission of financial disturbances*” negli “*highly integrated financial markets*”. “*Close international co-operation in the regulation and supervision of financial institutions and markets is essential to the continued safeguarding of the financial system and to prevent erosion of necessary prudential standards. Continued strengthening of these efforts has the*

*full support of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors... •The G10 should be encouraged to intensify their review of work in this area and there should be a call for the Basle Committee on Banking Supervision and the International Organisation of Securities Commissions to work closely together in addressing the major issues in this area and the desirable steps to address identified problems and to report back... ”³²⁵. Con la dichiarazione ufficiale di Lione (1996) si chiedeva che “*Because emerging markets are growing in significance, these Committees, and other appropriate fora should be encouraged to strengthen their outreach to and cooperation with emerging market supervisors in order to promote high prudential standards. The International Financial Institutions should give more attention to promoting effective regulatory and supervisory structures in emerging markets*” ³²⁶. Pertanto si diede vita ad un *working group*³²⁷, il cui report, presentato nel 1997, permise al G8 di Denver di proporre, da una parte, il rafforzamento del ruolo del FMI e della Banca Mondiale, dall'altra l'elaborazione di due degli *standard* di maggior rilievo delle reti transazionali di regolatori per i settori bancario e mobiliare; i *Core principles for effective banking supervision* del Comitato di Basilea e gli *Objectives and principles of securities regulation* della IOSCO. Le crisi finanziarie del Messico e di altri paesi asiatici spinsero il G7 a cercare la collaborazione di altri paesi per “*to strengthen the international financial system... These reforms are designed to: increase the transparency and openness of the international financial system; identify and disseminate international principles, standards and codes of best practice; strengthen incentives to meet**

³²⁵ The Halifax Summit Review of the International Financial Institutions: Background Document, Halifax, 16 giugno 1995. <http://www.g8.utoronto.ca/summit/1995halifax/financial/index.html>

³²⁶ Finance Ministers' Report, to the Heads of State and Government on international monetary stability, Lyon G7 Summit, 28 Giugno 1996. <http://www.g8.utoronto.ca/summit/1995halifax/financial/index.html>

³²⁷ Formato dai ministri dell'economia e dai Governatori delle banche centrali dei paesi maggiormente industrializzati, da rappresentanti del FMI, della Banca Mondiale, del Comitato di Basilea e della IOSCO.

*these international standards; and strengthen official assistance to help developing countries reinforce their economic and financial infrastructures*³²⁸. Furono così istituzionalizzati il *Financial Stability Forum* (FSF) e il G20 che fino al 2008 si è riunito solo a livello dei Ministri delle finanze; successivamente, in piena crisi post 2008 e dopo il crollo della *Lehman Brothers Holdings Inc*, si è costituito quale vertice di Capi di Stato e di Governo, autodefinitosi “*the premier forum for international economic cooperation*”³²⁹. Si tratta di una forma di *governance sui generis* perché i “comunicati” del G20 non sono norme imperative. Comunque la cooperazione ha portato alcuni frutti come l’obbligo di registrazione per le agenzie di rating, l’inizio della lotta ai paradisi fiscali, la trasformazione del FSF in *Financial Stability Board* (FSB) e il riconoscimento della necessità di ampliare la regolazione a “*all systemically important financial institutions, instruments and markets*”³³⁰. In questi ultimi anni il G20 sembra aver scelto l’FSB come sua *longa manus*, tanto che lo stesso FSB definisce tale supporto “vitale” per il proseguimento e il successo del processo di riforma della regolazione in una fase in cui, grazie alla ripresa economica superiore alle aspettative, si registrava l’evidente aspettativa delle *lobbies* di un ritorno al *business as usual*. L’interazione tra l’FSB e il Gruppo dei 20 si declina quindi secondo dinamiche variabili³³¹. Mentre l’FMI e la Banca Mondiale hanno continuato a “stabilire *standards*” per la stabilità finanziaria degli Stati, elaborando regole per la loro politica finanziaria fiscale e monetaria, l’FSB, il Comitato di Basilea, la IOSCO e la IAIS sembrano presentarsi come “regolatori globali” in stretta collaborazione con il G20, anche se presentano sempre un

³²⁸ Declaration of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors, 30 Ottobre 1998. <http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm103098.htm>.

³²⁹ Il G20 comprende i membri del G8 (Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia, Regno Unito, Italia, Canada e Russia), Cina, Brasile, India, Australia, Messico, Corea del Sud, Indonesia, Turchia, Arabia Saudita, Argentina, Sudafrica, Unione Europea.

³³⁰ Global Plan for Recovery and Reform, Statement Issued by the G20 Leaders, 2 Aprile 2009, Londra, par. 15. <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0402.html>

³³¹ De Bellis Maurizia, *La regolazione dei mercati finanziari*, op. cit., pagg. 94-95.

difetto di *accountability*, per evitare i quali si registra una moltiplicazione degli strumenti a carattere procedurale volti a garantire la partecipazione al procedimento decisionale dei regolatori globali. Dopo la crisi del 2008 e tante “dichiarazioni” l’attuale architettura del sistema per la regolazione dei mercati finanziari vede l’intervento di una pluralità di organismi che si collocano a diversi livelli (globale, europeo, nazionale), con differenti modelli organizzatori³³². L’*input* politico è dato dal G20 e/o G8 che si servono del FSB (come strumento di coordinamento tra i vari soggetti), del FMI e Banca Mondiale (come “controllori” delle politiche nazionali). L’FSB provvede a dare attuazione agli indirizzi politici e coordina l’attività degli altri *standards setters* in tal senso; le reti transnazionali e gli organismi privati elaborano gli *standards*; l’FMI e la Banca Mondiale monitorano l’attuazione di dette regole all’interno degli ordinamenti nazionali; le Autorità nazionali e gli organismi privati per un verso concorrono alla redazione delle regole globali (prendendo parte alle reti transnazionali) e per l’altro verso le applicano. L’FSB comunque esercita una pluralità di funzioni: specifica gli indirizzi provenienti dal G20; indica le priorità cui gli altri *standards setters* devono attenersi; elabora esso stesso alcune regole; più di recente ha iniziato a gestire alcune iniziative volte a favorire l’applicazione degli *standards*. In pratica a livello “globale” troviamo la stessa organizzazione della UE con regolatori globali³³³ “specializzati”: il Comitato di Basilea (per le attività bancarie), la IOSCO (per i mercati mobiliari), la IAIS (per

³³² Reti transnazionali di regolatori come il Comitato di Basilea e la IOSCO; regolatori privati, come la IAIS (International Association of Insurance Supervisors), lo IASB (International Accounting Standards Board) e l’IFAC (International Federation of Accountants); organizzazioni internazionali intergovernative come l’FMI e la Banca Mondiale; collegi di capi di Stato e di Governo, come il G8 e il G20.

³³³ Il termine “reti transnazionali di regolatori” è stato usato da giuristi statunitensi per identificare “*patterns of regular and purposive relations among like government units working across the borders that divide countries from one another*” Cfr. Slaughter Anne-Marie, *A New World Order*, Princeton University Press, 2004, pag. 14.

le assicurazioni). La loro funzione è di essere *standards setters*³³⁴ cioè fissano delle regole *standard* che gli organismi nazionali devono seguire; tali regole, secondo l'FSB, si distinguono in *principles, practises, methodologies* o *guidelines*; più precisamente nel *Compendium* si afferma che i *principles* sono “*fundamental tenets pertaining to a broad policy area ... usually set out in a general way and therefore offer a degree of flexibility in implementation to suit country circumstances*”; le *practices* sono “*more specific and spell out the practical application of the principles within a more narrowly defined context*”; le *methodologies* o *guidelines* invece “*provide detailed guidance on steps to be taken or requirements to be met and are specific enough to allow a relatively objective assessment of the degree of observance*”³³⁵. Invece il Comitato di Basilea e la IOSCO non enunciano in modo esplicito una distinzione tra gli

³³⁴ Una ricostruzione differente è proposta da Zaring che utilizza, in riferimento al Comitato di Basilea, alla IOSCO e alla IAIS, la denominazione di *International Financial Regulatory Organizations*, IFROS. Cfr. David Zaring, *International Law by Other Means: The Twilight Existence of International Financial Regulatory Organizations*, in *Texas International Law Journal*, Vol. 33 n. 2, 1998, pag. 285.

³³⁵ Financial Stability Board, *The Compendium of Standards*, <http://www.fsb.org/what-we-do/about-the-compendium-of-standards/>. Invece secondo le definizioni fornite dalla IAIS, i *principles* “*are fundamental to effective insurance supervision. Principles identify areas in which the insurance supervisor should have authority or control and that form the basis on which standards are developed*”; gli *standards* “*focus on particular issues. They describe best or most prudent practices. In some cases, standards set out best practices for a supervisory authority; in others, they describe the practices a well managed insurer would be expected to follow and thereby assist supervisors in assessing the practices that companies in their jurisdictions have in place*”; i *Guidance papers*, “*are an adjunct to principles and standards, designed to assist supervisors and raise the effectiveness of supervision*”.

Principles: <http://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/archive-supervisorarchive-supervisory-material-superseded-by-icps-standards-guidance-adopted-in-2011>.

Standards: <http://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/archive-supervisorarchive-supervisory-material-superseded-by-icps-standards-guidance-adopted-in-2011/standards>.

Guidance papers: <http://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/archive-supervisorarchive-supervisory-material-superseded-by-icps-standards-guidance-adopted-in-2011/guidance-papers>.

standards che approvano; tuttavia un grado di specificità variabile si rinviene anche nella prassi da loro seguita; di recente le due organizzazioni hanno incominciato a definire meglio i loro interventi pubblicando il Comitato di Basilea la “*Guidance on the application of the Core principles for effective banking supervision to the regulation and supervision of institutions relevant to financial inclusion*”³³⁶ e la IOSCO gli “*Objectives and Principles of Securities Regulation and the IOSCO Assessment Methodology*”³³⁷. Allo stato attuale non sembra possibile determinare *ex ante* le caratteristiche di maggior o minor grado di dettaglio delle regole globali in ragione della loro riconducibilità ad una data categoria. La genericità degli *standards* internazionali non può essere presupposta come elemento distintivo di tale tipologia di regole globali, ma il livello di specificità deve essere verificato caso per caso. Anzi l’unica certezza è la loro presentazione come *standards*, utilizzata forse per mostrare maggior rispetto delle autonomie nazionali³³⁸ ed evitare l’accusa di “legiferare” *without representation* con norme più specifiche. Come già aveva affermato Padoa Schioppa, il percorso di costruzione della cooperazione transnazionale non ha seguito un disegno chiaro, ma ha costituito la “risposta occasionale” a gravi crisi internazionali; ad esempio il Comitato di Basilea è nato nel 1974 dopo il fallimento delle banche *Bankhaus Herstatt* e la *Franklin National Bank*; la IOSCO è successiva al collasso del Banco Ambrosiano mentre la IAIS è nata al seguito del crollo della *Bank of Credit and Commerce International* (BCCI).

³³⁶ Guidance on the application of the Core principles for effective banking supervision to the regulation and supervision of institutions relevant to financial inclusion, Dicembre 2015, <http://www.bis.org/bcbs/publ/d351.htm>

³³⁷ Objectives and Principles of Securities Regulation and the IOSCO Assessment Methodology, giugno 2010 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

³³⁸ Secondo altri “*imprecision is not synonymous with State discretion, when it occurs within a delegation of authority and therefore grants to an international body wider authority to determine its meaning. The charters of international organizations provide important examples. In these instruments, generality frequently produces a broader delegation of authority, although member states almost always retain many levers of influences*” Abbott Kenneth W. e altri, *The concept of legalization*, in *International Organization*, Volume 54, n. 3, 2000, pag. 415.

Infine è necessario aggiungere che esistono anche organizzazioni private che fissano *standards* internazionali come lo *International Accounting Standards Board* (IASB), l'IFAC ed altri.

2) Il Comitato di Basilea

Il Comitato di Basilea (Basel Committee on Banking Supervision) nato nel 1974 ha visto via via accrescere la sua *auctoritas* come *standards setter* nel settore bancario. Nato per volontà delle banche centrali dei paesi del G10³³⁹, è rimasto un organismo tipicamente anglosassone, senza trattato istitutivo e senza regole interne di funzionamento. L'avvenuta costituzione infatti risale ad un comunicato stampa della *Bank for International Settlements* (BIS) del 12 febbraio 1975. Le sue funzioni si sono "dilatate" nel tempo passando da organismo per "promuovere la conoscenza dei diversi sistemi di vigilanza bancaria, favorire la condivisione di informazioni tra Autorità di vigilanza, creare un sistema di preallarme per individuare i problemi delle banche internazionali, coordinare le politiche di vigilanza relative a queste ultime, svolgere studi su argomenti legati alla vigilanza bancaria"³⁴⁰ a *standard setter* per il credito, visto anche che nel preambolo all'accordo sul capitale del 1998 si afferma che "l'armonizzazione dei requisiti di adeguatezza patrimoniale, oltre a

³³⁹ Il G10 comprende i paesi del G7 (Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia, Regno Unito, Italia, Canada) più Belgio, Paesi Bassi, Svezia e la Svizzera. In realtà la Svizzera è l'undicesimo paese ma la denominazione del gruppo non è stata modificata. In verità vi prendono parte diversi organismi; ad esempio mentre per l'Italia vi partecipa solo la Banca d'Italia, per la Germania ne fanno parte sia la Bundesbank, sia l'Autorità di vigilanza per i servizi finanziari (BaFin); un caso particolare è rappresentato dagli Stati Uniti, in quanto sono stati ammessi a far parte del comitato rappresentanti di ben quattro Autorità amministrative, delle Federal Reserve (FED), dell'Office of the Comptroller of the Currency (OCC), della Federal Reserve Bank di New York, del Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) e l'Office of Thrift Supervision (OTS).

³⁴⁰ Kapstein Ethan B., *Governare l'economia globale. La finanza internazionale e lo Stato*, Asterios Editore, Trieste, 1999, pag. 67.

rafforzare la solidità del sistema bancario internazionale, mira a favorire la parità concorrenziale tra le banche”³⁴¹. Ne fanno parte i rappresentanti delle Banche Centrali o delle entità competenti per la vigilanza bancaria; ad esempio per l’Italia vi partecipa la Banca d’Italia, per la Germania ne fanno parte sia la Bundesbank sia l’Autorità di vigilanza per i servizi finanziari. Un caso peculiare è rappresentato dagli Stati Uniti per i quali sono stati ammessi a far parte del comitato i rappresentanti di ben quattro Autorità amministrative, della *Federal Reserve* (FED), dell’*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), della *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), dell’*Office of Thrift Supervision* (OTS) e della *Federal Reserve Bank of New York*. Dal 2009 la rappresentanza è stata allargata a tutti i paesi del G20 più Hong Kong, Singapore e, per rafforzare la sua influenza, ha sviluppato numerosi strumenti di raccordo e di cooperazione con le Autorità di vigilanza delle aree geografiche non rappresentate al suo interno favorendo, per un verso, la costituzione di organizzazioni regionali delle Autorità di vigilanza rappresentative di quasi tutte le aree geografiche con cui ha stipulato numerosi accordi, per altro verso ha avviato un sistema di conferenze a cadenza biennale, come strumento di cooperazione con tutti i paesi. In tal modo il Comitato ha potuto estendere in modo considerevole l’area di applicazione dei suoi *standards*, pur mantenendo a lungo limitata la *membership* della rete³⁴². Il Comitato, presieduto a turno, si riunisce quattro volte l’anno e decide per *consensus*. È assistito da un segretariato, composto da personale distaccato proveniente dalle istituzioni dei paesi membri, ed opera presso la BIS, con sede a Basilea. Con l’ampliamento dei suoi compiti il Comitato organizza la sua attività in gruppi e sottogruppi di lavoro che elaborano le proposte di *standards*; attualmente i gruppi sono cinque, anche se si formano o vengono soppressi a seconda dei temi da trattare: il *Supervision and Implementation Group* (SIG), con il compito di monitorare e favorire l’implementazione degli *standards*

³⁴¹ De Bellis Maurizia, *La regolazione dei mercati finanziari*, op. cit., pag. 17.

³⁴² Walker George Alexander, *International Banking Regulation. Law Policy & Practice*, Kluwer Law International. Londra, 2011, pag. 59.

prodotti dal Comitato; il *Policy Development Group* (PDG) che identifica gli ambiti in cui è necessario produrre nuove regole; l'*Accounting Experts Group* (AEG) che verifica che i criteri contabili favoriscano la stabilità bancaria, promuovendo e supportando gli *standards setters* competenti in materia; il *Basel Consultative Group* (BCG) che cura la cooperazione con le Autorità di vigilanza dei paesi non appartenenti al comitato; il *Macroprudential Supervision Group* (MPG) che monitora e riferisce al comitato sugli sviluppi globali dei rischi sistemici in riferimento alla vigilanza delle banche più importanti dal punto di vista sistemico³⁴³. Si tratta di un'organizzazione interna articolata ed estremamente flessibile, ancora caratterizzata da un certo grado di segretezza.

3) La IOSCO

La *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) deve le sue origini alla *Inter-American Association of Securities Commissions*, una associazione voluta nel 1974 dagli Stati Uniti che raggruppava le Autorità di vigilanza dell'America settentrionale³⁴⁴. Solo nel 1983 è divenuta una organizzazione mondiale³⁴⁵, senza un trattato istitutivo ma con il semplice riconoscimento di associazione no profit di diritto privato da parte del parlamento del Quebec, dove l'organizzazione aveva sede prima di trasferirsi a

³⁴³ Per l'organigramma completo del Comitato di Basilea consulta: <http://www.bis.org/bcbs/mesc.htm>

³⁴⁴ Brummer Chris, *Minilateralism How Trade Alliances, Soft Law and Financial Engineering are Redefining Economic Statecraft*, Cambridge University Press, 2014, pag 100.

³⁴⁵ Sulla data dell'istituzione c'è qualche incertezza; ad esempio Zaring la fa risalire al 1984, vedi David Zaring, *International Law by Other Means: The Twilight Existence of International Financial Regulatory Organizations*, op. cit., pag. 285. Ad ogni modo la trasformazione da organizzazione regionale a universale non presenta nessuna cesura perché gli incontri annuali sono numerati a partire da quelli della *Inter-American Association of Securities Commissions*, infatti il primo meeting della IOSCO nel 1987 venne denominato *Twelfth Annual Conference*.

Madrid³⁴⁶. Un funzionario, che ha fatto parte sia del Comitato di Basilea sia della IOSCO, ha affermato che “*Basel is an example of leadership; IOSCO is an example of democracy*”³⁴⁷, volendo porre la prima differenziazione tra i due organismi; la IOSCO infatti è dotata di alcune norme interne (*By-Laws*) che ne fissano la struttura e il funzionamento; la seconda differenza è la sua rappresentatività: alla IOSCO infatti aderiscono più di 100 membri che rappresentano il 95% del mercato mobiliare, anche se non tutti allo stesso livello. I suoi membri si dividono in tre categorie: ordinari, associati, affiliati³⁴⁸. La struttura interna della IOSCO è fissata dalle *By-Laws* così come recentemente riformate alla quarantesima conferenza annuale di Londra (giugno 2015), in attuazione di decisioni già prese nel 2011 e nel 2014, riconoscendo l’importanza del ruolo della IOSCO nel fissare *standards* per lo sviluppo dei mercati e l’assistenza tecnica e il bisogno di incentivare l’integrazione dei mercati finanziari a livello internazionale e a livello domestico, in vista di una protezione per gli investitori³⁴⁹. Gli organi della IOSCO secondo l’art. 15 sono:

- 1) Il Comitato dei Presidenti;

³⁴⁶ Cfr. Sommer A.A. Jr., *IOSCO: Its Mission and Achievement*, in *Northwestern Journal of International Law & Business*, Volume 17, 1997, pagg. 15 – 16. <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1441&context=njilb>. Si veda pure Cassatella Antonio, *La regolazione globale del mercato dei valori mobiliari: la IOSCO*, in Battini Stefano (a cura di), *la regolazione globale dei mercati finanziari*, Giuffrè, Rivista trimestrale di diritto pubblico, Quaderno 3, 2007, pag. 100.

³⁴⁷ Braithwaite John e Drahos Peter, *Global Business Regulation*, Cambridge University Press, 2000, pag. 156.

³⁴⁸ I membri ordinari (126) hanno diritto di voto su tutte le decisioni e corrispondono alle Autorità di regolazione del settore mobiliare; i membri associati (20) hanno diritto di partecipare e di essere ascoltati nelle riunioni del Comitato e corrispondono alle Associazioni a carattere regionale delle Autorità di vigilanza; i membri affiliati (65) non possono partecipare al comitato ma partecipano al comitato consultivo e corrispondono ad organizzazioni internazionali come le borse valori. Si veda anche https://www.iosco.org/about/?subsection=becoming_a_member

³⁴⁹IOSCO By-Laws, Wishing inclusi nel preambolo, https://www.iosco.org/library/by_laws/pdf/IOSCO-By-Laws-Section-1-English.pdf

- 2) Il Board della IOSCO;
- 3) Il Comitato dei mercati sviluppati ed emergenti;
- 4) Il Segretariato Generale;
- 5) I Comitati Regionali³⁵⁰;
- 6) I Comitati consultivi.

3.1 La Struttura della IOSCO

Il Comitato dei Presidenti svolge compiti analoghi a quelli delle assemblee generali delle organizzazioni internazionali, è formato dai membri ordinari, decide a maggioranza dei presenti, ma per la riforma delle *By-Laws* è necessaria la maggioranza qualificata dei 2/3. Si riunisce una volta all'anno, esercita “*all the powers necessary to achieve the purpose of the organization*”; è presieduto dal rappresentante dell'organizzazione che ospita la conferenza annuale; elegge i 18 membri del Board di sua competenza³⁵¹ e ne approva le risoluzioni, riconosce i Comitati regionali; accetta l'ammissione di nuovi membri e ne determina la quota annuale di partecipazione; commina sanzioni come la sospensione o l'espulsione³⁵².

Il Board della IOSCO³⁵³ è composto da 18 membri stabili e 16 elettivi, come stabilito dalla *Resolution* della conferenza annuale del 2014. I 18 membri *nominated* sono i rappresentanti delle Autorità di vigilanza dei paesi con i mercati

³⁵⁰ Le quattro macro aree regionali sono: Africa-Medioriente - Asia e Regione del Pacifico – Europa - Regione Inter-Americana.

³⁵¹ In realtà si tratta di una elezione pro forma o quasi perché questi 18 membri definiti *nominated*, devono essere scelti tra i 18 paesi in cui il mercato è più vasto secondo l'art. 2 della Resolution of the Presidents' Committee On the composition of the IOSCO Board, (Resolution 5/2013). <https://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES49.pdf>

³⁵² IOSCO, By-Laws, art. 26. https://www.iosco.org/library/by_laws/pdf/IOSCO-By-Laws-Section-1-English.pdf

³⁵³ Prima della riforma esisteva un comitato esecutivo e uno tecnico, le cui funzioni sono state “assorbite” dal Board

più vasti, dal punto di vista della capitalizzazione; particolare importante è che gli Stati Uniti, il Canada e la Corea del Sud hanno due rappresentanti³⁵⁴. I sedici membri “elettivi” sono così distribuiti:

- 1) Il Presidente e il Vice presidente del Comitato Mercati sviluppati ed Emergenti (GEM);
- 2) I Presidenti dei quattro Comitati regionali;
- 3) 2 membri eletti dal Comitato GEM fra i suoi componenti;
- 4) 2 membri eletti da ognuno dei quattro Comitati regionali tra i suoi componenti³⁵⁵.

In verità ai lavori del *Board* come osservatori e, a discrezione del Presidente, con diritto di parola, possono partecipare il Presidente (o chi per esso) dell’ESMA e il Presidente (o chi per esso) del Comitato Consultivo dei membri affiliati.

Così come nella scelta dei propri rappresentanti al *Board* ogni comitato deve assicurare la rappresentanza dei mercati più grandi e un bilanciamento a livello regionale e sub regionale³⁵⁶. Il Board dura in carica due anni (intervallo di tempo

³⁵⁴ Attualmente i 18 membri *Nominated* sono: Australia - Australian Securities and Investment Commission (ASIC); Brazil - Comissão de Valores Mobiliários (CVM); Canada - Ontario Securities Commission (OSC), and Québec Autorité des marchés financiers (AMF); China - China Securities Regulatory Commission (CSRC); France - Autorité des marchés financiers (AMF); Germany - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin); Hong Kong - Securities and Futures Commission (SFC); India - Securities and Exchange Board of India (SEBI); Italy - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); Japan - Financial Services Agency (FSA); The Netherlands - The Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM); South Korea - Financial Services Commission/Financial Supervisory Service (FSC/FSS); Spain - Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV); Switzerland - Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA); United Kingdom - Financial Conduct Authority (FCA); United States - Securities and Exchange Commission (SEC), and Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

³⁵⁵ Le condizioni preliminari per essere eletti nel Board della IOSCO sono: aver firmato il *Memorandum* multilaterale d’intesa, non essere in arretrato con i pagamenti annuali, essere attivo nel lavoro della IOSCO e dei suoi comitati.

³⁵⁶ Resolution of the Presidents’ Committee On the composition of the IOSCO Board, (Resolution 5/2013), art. 7 ss. <https://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES49.pdf>

tra due meeting annuali) e al suo interno elegge un Presidente e un Vice presidente³⁵⁷. Il Board “takes all decisions and undertakes all actions necessary or convenient to achieve the objectives of the Organization”³⁵⁸; in particolare:

“(a) prepares a program of activities and an annual budget to be approved by the Presidents Committee;

(b) acts as liaison among members of the Organization;

(c) accepts the admission of new members;

(d) appoints the Secretary General;

(e) recommends regional groupings of members for recognition by the Presidents Committee as Regional Committees; (f) recognizes Consultative Committees;

(g) recommends the Agenda for the Presidents Committee for that Committee's approval;

(h) recommends to the Presidents Committee the imposition of sanctions upon members; and

(i) carries out other duties assigned to it by the Presidents Committee”³⁵⁹.

Il Board per svolgere le sue mansioni si serve di 8 “comitati specifici” che lavorano sotto la sua egida in aree specifiche: “*issuer accounting, audit and disclosure; regulation of secondary markets; regulation of market intermediaries; enforcement and the exchange of information; investment management; credit rating agencies; commodities derivatives markets; and retail investors*”³⁶⁰.

Il Board, secondo le *By-Laws*, deve favorire gli scambi informativi e acquisire autorevolezza tra i vigilati, specie attraverso la IA (Analisi d’Impatto) che “*makes regulatory policy more transparent and thus can help to make IOSCO more accountable. It is also a means of communication between IOSCO, the different*

³⁵⁷ IOSCO, By-Laws, art. 39.1.

³⁵⁸ *Ibidem*, art. 40.1.

³⁵⁹ *Ibidem*, art. 40.2.

³⁶⁰ IOSCO, Annual Report 2014, pag. 20.
https://www.iosco.org/annual_reports/2014/pdf/annualReport2014.pdf

*national regulators involved, the regulated firms and other affected or interested parties. IA is therefore a key tool to develop IOSCO's Principles and Policies*³⁶¹.

Per evitare l'“effetto impreparazione” della crisi del 2008 e per prevenirne altre è stato creato il Comitato per il Rischio emergente, composto dai rappresentanti delle Agenzie di vigilanza, che riferisce al Board e pubblica l'annuale *IOSCO Securities Market Risk Outlook*³⁶².

Infine per monitorare l'attuazione dei propri *Principles* nel 2012 è stato creato un *Assessment Committee* che, sotto l'egida del Board, “*promote(s) full, effective and consistent implementation of IOSCO principles and standards across its membership*”³⁶³.

Il Comitato dei mercati sviluppati ed emergenti agisce secondo le *By-Laws*, riferisce al Board della IOSCO; può adottare proprie regole e procedure che non siano in contrasto con le *By-Laws* o con i protocolli. Le sue regole e procedure, a cura del Segretario generale, saranno fatte circolare tra tutti i membri per avere la loro approvazione o suggerimenti³⁶⁴.

Il Segretariato Generale è retto dal Segretario Generale che è nominato dal Comitato dei Presidenti; esamina le richieste di adesione, assiste il Comitato dei Presidenti e il Board, rappresenta l'organizzazione negli incontri con altri gruppi, prepara il meeting annuale, esegue tutti i compiti affidatigli dal Board³⁶⁵.

³⁶¹ IOSCO, Impact Assessment Guidelines, Report of the Executive Committee of IOSCO, 15 Luglio 2011, pag. 5. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD456.pdf>

³⁶² IOSCO, Annual Report 2014, cit., pag. 58.

³⁶³IOSCO "IOSCO confirmed as the Key Global Reference Point for Securities Regulation" (Media Release 35/2013, Lussemburgo 18 Settembre 2013, pag. 6, <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS297.pdf>; l'Assessment Committee è formato da 26 membri con due osservatori di cui uno dell'International Bank for Reconstruction and Development, il secondo dell'International Monetary Fund, per la lista completa dei membri vedi IOSCO "Assessment Committee", https://www.iosco.org/about/?subSection=display_committee&cmtID=19&subSection1=ac-members.

³⁶⁴ IOSCO, By-Laws, Artt. da 48 a 50.3.

³⁶⁵ *Ibidem*, art. 51.

I Comitati Regionali sono costituiti dai membri ordinari di una macroarea del mondo che possono chiedere di costituire un Comitato regionale; la richiesta deve essere rivolta al Segretario Generale che la esamina e la trasmette al Board della IOSCO; ovviamente per avere un tale riconoscimento, il comitato regionale deve essere rappresentativo di quella macroarea. Una volta avuto il parere positivo del Board, il Comitato regionale può essere riconosciuto dal Comitato dei Presidenti. Attualmente esistono quattro Comitati regionali che rappresentano le seguenti aree geografiche: Africa – Medioriente, Asia e Regione del Pacifico, Europa e regione Inter-Americana³⁶⁶.

Un Comitato regionale:

“(a) acts as a forum in which members of that region may discuss topics of special interest and consider issues being discussed by the IOSCO Board;

(b) coordinates the distribution of information among members of that region;

(c) elects ordinary members if required pursuant to Section 17 from among the ordinary members of that region to the IOSCO Board; and

(d) carries out such other functions relevant to its region that are not inconsistent with the By-Laws and Protocols”³⁶⁷.

Ogni Comitato regionale può fissare proprie regole e procedure a meno che non siano in contrasto con le *By-Laws* e i protocolli³⁶⁸.

I Comitati consultivi: il Board della IOSCO può costituire un comitato consultivo designandone i membri; questo tipo di comitato opera come un forum in cui un gruppo di membri può discutere argomenti di interesse comune; il comitato consultivo può stabilire proprie regole o procedure, che non siano in contrasto con le norme dell'organizzazione.

Attualmente è riconosciuto come Comitato consultivo *l’Affiliated Members Consultative Committee*.

³⁶⁶ *Ibidem*, Artt. da 55 a 59.

³⁶⁷ *Ibidem*, art. 60.

³⁶⁸ *Ibidem*, art. 64.

3.2 Mission e obiettivi della IOSCO.

Le *By-Laws* fissano anche gli obiettivi dell'organismo, fondato sulla cooperazione dei membri:

- 1) sviluppare i mercati mobiliari e migliorare la loro efficienza;
- 2) coordinare l'*enforcement* degli *standards* dei valori mobiliari;
- 3) attuare gli *standards* di regolazione comuni³⁶⁹.

Nel preambolo delle *By-Laws* si afferma che per raggiungere questi scopi occorre:

“to cooperate in developing, implementing and promoting adherence to internationally recognised and consistent standards of regulation, oversight and enforcement in order to protect investors, maintain fair, efficient and transparent markets, and seek to address systemic risks;

to enhance investor protection and promote investor confidence in the integrity of securities markets, through strengthened information exchange and cooperation in enforcement against misconduct and in supervision of markets and market intermediaries;

*to exchange information at both global and regional levels on their respective experiences in order to assist the development of markets, strengthen market infrastructure and implement appropriate regulation”*³⁷⁰.

Se nei primi anni di vita sono prevalse flessibilità e celerità nel prendere decisioni, dopo l'allargamento ad altri paesi e la crisi del 2008, la crescente rilevanza degli *standards* ha influito in modo determinante sulla celerità del processo decisionale; ad esempio il procedimento di elaborazione del secondo accordo sul capitale è durato più di cinque anni; infatti all'iniziale informalità degli incontri tra i rappresentanti delle Autorità di regolazione nazionali si accompagna ora un procedimento di *standard settings* estremamente articolato, che richiede tempi più lunghi. Vi è poi il problema dell'*accountability* in quanto costituisce il

³⁶⁹ *Ibidem*, art. 1.2.

³⁷⁰ *Ibidem*, Preamble.

“peccato originale” della cooperazione transnazionale, cioè l’attribuzione del potere di regolazione a favore di tecnocrati privi di legittimazione democratica. Infatti alcuni degli *standards* fissati dalla IOSCO trovano immediata attuazione in provvedimenti delle Autorità domestiche senza che vi sia un intervento del legislatore comunitario o nazionale, trasformando il ruolo delle Amministrazioni nazionali che giocano una parte importante nello spazio giuridico globale; in altri termini un’Autorità di vigilanza come la CONSOB si trova ad agire in funzione globale (nell’ambito della IOSCO), in funzione comunitaria (nell’ambito dell’ESMA) e come Autorità nazionale (nell’ambito del sistema amministrativo domestico).

Nel mondo globalizzato la missione della IOSCO è diventata sempre più difficoltosa perché trovare soluzioni tecniche e vigilare mercati in continua evoluzione rappresentano obiettivi difficili da raggiungere.

Mr. Jean Saint-Geours, Presidente del Comitato Tecnico e Presidente delle operazioni di Borsa a Parigi nel 1994, all’incontro annuale di Tokio affermava a proposito della IOSCO: *“Our organization is some kind of laboratory, a crucible where tomorrow's markets are planned. In the last ten years, since IOSCO opened itself up to the whole world, a genuine community of market regulators has concretized. Mutual understanding has noticeably progressed in such a multilateral framework. This mutual understanding is the common soil from which tomorrow's technical solutions will sprout. Our recommendations, even though they do not belong to the classical legal order, are nevertheless of an obvious normative scope. My experience as a regulator taught me that hindrances to international cooperation seldom are of a technical nature; they have more to do with cultural differences, in the wider meaning of the term. Thus, any improvement in mutual understanding among regulators contributes to the lifting of technical obstacle”*³⁷¹.

³⁷¹ Discorso di apertura di Mr. Jean Saint-Geours, riportato in Sommer A.A. Jr., *IOSCO: Its Mission and Achievement*, op. cit., pag. 29.

CAPITOLO IV

I REGOLATORI PRIVATI.

1) Introduzione

Nel mondo globale la “società civile” sembra aver conquistato sempre più spazio rispetto al “Palazzo” (società politica). In questo modo i “privati” da semplici “destinatari” delle regole globali sono diventati titolari di diritti di partecipazione ai procedimenti globali³⁷².

Fino a giungere ad una vera e propria *private administration*.

Infatti organismi di natura privata pongono in essere regole fondamentalmente qualificabili come volontarie, che acquisiscono però una efficacia vincolante non solo nel campo economico-finanziario, ma anche nella tutela dell’ambiente e dei diritti umani.

Ad esempio l’*International Organization for Standardization* (ISO) fissa *standards* e linee guida per la produzione di merci e la fornitura di servizi; il *Forest Stewardship Council* (FSC) invece esercita la funzione di certificare la “sostenibilità” ambientale di alcune produzioni.

L’*International Federation of Pharmaceutical Manufacturers & Associations* è un’organizzazione no profit non governativa che raggruppa le maggiori industrie farmaceutiche con un proprio *code of pharmaceutical marketing practices* che rende pubblici i nomi delle imprese che non lo rispettano con un meccanismo di *naming and shaming*³⁷³.

³⁷² Cfr. Battini Stefano, *Organizzazioni internazionali e soggetti privati: verso un diritto amministrativo globale?*, in Rivista trimestrale di diritto pubblico, 2005, fascicolo n. 2, pagg. 305 ss.

³⁷³ Cfr. Ronit Karsten e Schneider Volker, *Global Governance Through Private Organizations*, in Governance, Volume 12, numero 3, luglio 1999, pagg. 243 ss.

Secondo Nolke “*non state actors not only formulate norms, but often also have a key role in their enforcement. Accordingly the current privatization of rule-making and enforcement goes much further than traditional lobbying in allowing private actors an active role in regulation itself*”³⁷⁴.

Tra le cause che hanno favorito la *private administration* alcuni autori indicano i processi di liberalizzazione, privatizzazione ed esternalizzazione; altri invece la struttura del mercato di tipo oligopolistico in cui le poche imprese sono maggiormente spinte a collaborare tra loro; altri infine indicano la ricerca di una maggiore efficienza della regolazione, superando il deficit di competenze idonee e di risorse economiche in capo ai regolatori pubblici³⁷⁵. Ma gli organismi “privati” che più interessano la nostra ricerca sono la *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*, lo *International Accounting Standards Board (IASB)* e l’*International Federation of Accountants (IFAC)*, che elaborano *standards*, riconosciuti internazionalmente, per le società di assicurazione, per la redazione di documenti contabili di imprese di diverse nazionalità e in materia di revisione contabile e di etica professionale: tutte materie riguardanti l’economia e l’informazione finanziaria, per dare loro maggiore credibilità, in quanto tra principi contabili, criteri di revisione, efficienza dei mercati e protezione degli investitori, esiste uno strettissimo collegamento.

2) La IAIS

Nata nel 1994 la *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)* è un’organizzazione transnazionale per i regolatori nel campo assicurativo con l’obiettivo di promuovere la cooperazione tra le Autorità di vigilanza e fornire corsi di perfezionamento tramite i membri dello staff. Inoltre l’organizzazione ha per scopo l’armonizzazione e la stabilità nei mercati assicurativi sviluppati ed

³⁷⁴ Nolke Andreas e Graz Jean-Christophe (a cura di), *The Limits of Transnational Private Governance*, Routledge, London, 2007, pag. 2.

³⁷⁵ Cfr. De Bellis Maurizia, *La regolazione dei mercati finanziari*, op. cit., pag. 36.

emergenti. Si tratta di un organismo no profit, con personalità giuridica³⁷⁶ e con uno “statuto” interno (*By-laws*) che ne fissa la struttura, il funzionamento e gli obiettivi. Con i suoi *standards* influenza i regolatori nazionali e regionali pubblicando principi di vigilanza, offrendo supporto e appoggio e migliorando sempre di più l’attività regolatoria. Ha sede a Basilea, in Svizzera, e comprende oltre 150 membri provenienti da 140 paesi. Alle sue riunioni partecipano anche più di 120 organizzazioni in qualità di osservatori come associazioni internazionali, compagnie di assicurazioni, istituzioni finanziarie e società di revisione e consulenza. Sono membri dell’associazione, secondo l’art. 2 delle *By-Laws*, l’Autorità di vigilanza sulle assicurazioni che esercita le sue funzioni in uno Stato, una regione o qualsiasi giurisdizione, la *Federal Insurance Office* (FIO), la *National Association of Insurance Commissioners* (NAIC), la Commissione Europea e qualsiasi organizzazione internazionale che il comitato esecutivo ritiene di scegliere per attuare la *mission* dell’associazione³⁷⁷.

La struttura dell’organizzazione comprende i seguenti organi: l’Assemblea generale dei membri, il Comitato esecutivo e i suoi comitati e sottocomitati, una segreteria³⁷⁸.

L’Assemblea dei membri ha il potere di emendare le *By-Laws*, adottare principi, *standards* e linee guida non già adottate dal comitato esecutivo, sciogliere l’associazione, approvare o rifiutare la richiesta di adesione all’associazione, eleggere i membri del comitato esecutivo, approvare il bilancio e i contributi da versare, decidere ogni altra cosa inerente la vita e l’andamento dell’associazione³⁷⁹.

³⁷⁶ Regolata dall’art. 60 del Codice civile svizzero.

³⁷⁷ La NAIC non ha diritto di voto, ma può scegliere fino a 15 tra i suoi membri che avranno diritto di voto; la Commissione europea e le altre organizzazioni non hanno diritto di voto.

³⁷⁸ IAIS *By-Laws*, art. 9. <http://www.iaisweb.org/page/about-the-iais/by-laws//file/58076/2015-by-laws>.

³⁷⁹ Le deliberazioni sui primi tre poteri vengono prese a maggioranza dei 2/3, le altre a maggioranza semplice, *By-Laws* IAIS, art. 10

Il Comitato esecutivo è composto da 9 a 24 membri con diritto di voto, eletti dall'assemblea generale e da membri senza diritto di voto³⁸⁰ come i presidenti dei comitati per la stabilità finanziaria tecnica, per l'attuazione e il bilancio³⁸¹.

La scelta di questi membri deve essere fatta tenendo conto di una proporzionata distribuzione tra le diverse aree geografiche, i diversi tipi di mercato assicurativo e i diversi gradi di sviluppo³⁸².

La carica dura due anni con possibilità di rielezione³⁸³.

Il Comitato elegge al suo interno un presidente e un vicepresidente che restano in carica per due anni; le decisioni del Comitato vengono prese a maggioranza³⁸⁴.

Ovviamente il Comitato agirà nel migliore interesse dell'associazione e prenderà *“all decisions necessary to achieve the mission of the Association in accordance with the directions given by the General Meeting”*³⁸⁵.

Per adempiere al meglio ai suoi compiti il Comitato esecutivo provvederà a costituire quattro comitati: il Comitato per la stabilità finanziaria e tecnica, il Comitato per l'attuazione, il Comitato per il Bilancio e il Comitato per la revisione e il rischio³⁸⁶.

Il primo ha il compito di *“develop international principles, standards, guidance and other documents related to insurance supervision and work on issues related to financial stability, systemic risk, and macroprudential supervision and surveillance”*³⁸⁷.

Il secondo si impegnerà a trovare ogni rimedio per l'assistenza e l'attuazione in *“implementation of IAIS principles, standards and guidance”*³⁸⁸.

³⁸⁰ A meno che non siano già membri eletti dall'assemblea.

³⁸¹ IAIS By-Laws, art. 13

³⁸² *Ibidem*, art. 13 comma 5.

³⁸³ *Ibidem*, art. 13 comma 4.

³⁸⁴ *Ibidem*, art. 13 commi 6 e 7.

³⁸⁵ *Ibidem*, art. 14 comma 2.

³⁸⁶ *Ibidem*, art. 14 comma 3.

³⁸⁷ *Ibidem*, art. 14 comma 3, lettera a).

³⁸⁸ *Ibidem*, art. 14 comma 3, lettera b).

Il terzo curerà il bilancio interno dell'assicurazione fissando i contributi annuali e riferendo periodicamente al comitato esecutivo sull'andamento delle finanze³⁸⁹.

Il quarto controllerà che l'associazione *“achieve their objectives through effective and efficient operations and are compliant with applicable procedures and resolutions. This Committee shall consist of at least three members appointed by the Executive Committee and shall deliver an annual report to the General Meeting”*³⁹⁰.

Ognuno di essi avrà un presidente e un vicepresidente nominati dal Comitato esecutivo³⁹¹.

Tra gli altri compiti del Comitato esecutivo possiamo indicare anche: preparare gli emendamenti delle *By-Laws*, convocare l'Assemblea generale, preparare un programma di attività dell'associazione, adottare principi, *standards* e linee guida sviluppate dall'associazione, nominare il segretario generale³⁹².

Ogni comitato, a sua volta può costituire dei sottocomitati per farsi coadiuvare nella sua attività³⁹³.

La segreteria è diretta da un Segretario generale, nominato dal Comitato esecutivo, che agirà sempre seguendo le sue istruzioni; le principali responsabilità della segreteria sono le seguenti:

“(a) to support the activities of the Association;

(b) to ensure efficient communication among Members, stakeholders and others;

(c) to maintain and reinforce the Association;

(d) to facilitate cooperation with other institutions;

(e) to manage the financial, material and human resources of the Association in a proper way and in accordance with the authorised budget; and

³⁸⁹ *Ibidem*, art. 14 comma 3, lettera c).

³⁹⁰ *Ibidem*, art. 14 comma 3, lettera d).

³⁹¹ *Ibidem*, art. 14 comma 4.

³⁹² *Ibidem*, art. 14 comma 6.

³⁹³ *Ibidem*, art. 15 comma 1.

(f) *to carry out all other functions that are assigned by the Executive Committee*”³⁹⁴.

L’associazione tiene una conferenza annuale presieduta dal rappresentante del membro ospitante, in collaborazione con il presidente del Comitato esecutivo e la segreteria³⁹⁵.

È utile sottolineare che i principi e gli *standards* stabiliti dalla IAIS sono di importanza fondamentale per l’attuazione della regolazione nazionale e sono usati dalle altre organizzazioni internazionali (ad esempio FMI) come *benchmark*.

Fin dal 1994 la IAIS ha svolto il suo compito pubblicando principi, *standards* e linee guida per migliorare la regolazione, incoraggiando la cooperazione con i *memorandum* multilaterali di intesa e con scambi di informazioni. Dopo la crisi del 2008 e l’invito del G20 a identificare meglio le aree di rischio, la IAIS ha lanciato il suo *Common Framework* per la vigilanza di gruppi assicurativi e regole *standard* per la cooperazione transnazionale; si arriva così agli *Insurance Core Principles* (ICPs) che stabiliscono principi globali per la vigilanza sulle assicurazioni e su tutte le compagnie; ogni ICP ha una struttura triadica, cioè è costituito da *statment, standards, guidance*.

Gli ICPs formulati nel 2015 affermano che la posizione finanziaria dell’assicuratore non deve essere “*obscured by hidden or inherent conservatism or optimism in the valuation. Such an approach is appropriate in the context of risk-based solvency requirements which satisfy these ICPs and standards and shares their objectives of transparency and comparability*”³⁹⁶.

³⁹⁴ *Ibidem*, art. 16 comma 2.

³⁹⁵ *Ibidem*, art. 17 commi 1 e 2.

³⁹⁶ IAIS, *Insurance Core Principles*, Novembre 2015, ICP 14.4.1, pag. 132.
<http://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-core-principles//file/58067/insurance-core-principles-updated-november-2015>

In particolare gli ICPs devono riflettere i cambiamenti di mercato e accordarsi con le proposte dello IASB per avere una sorveglianza macroprudenziale più efficiente.

A tale scopo la IAIS nel 2011 ha messo in atto l'altro progetto "*Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups (ComFrame)*" per avere un punto di riferimento e promuovere l'interazione tra i vigilatori al fine di verificare l'applicazione pratica degli ICPs a livello internazionale.

Il progetto, dopo due anni di consultazioni tra i vari gruppi assicurativi, ha visto la luce nel 2013, anche se i *principles* sono stati ulteriormente revisionati negli anni seguenti³⁹⁷.

Secondo la direttiva *Solvency II* (Direttiva 2009/138/CE) anche il mondo assicurativo deve rispettare le forme prudenziali di quello bancario; in altri termini i rischi devono essere "coperti" dai margini di capitale e, dove è possibile, gli impegni devono essere basati su un'analisi empirica del *portfolio*. Un'impresa assicurativa deve anche dimostrare la sua abilità nel controllare, mitigare e maneggiare la sua esposizione al rischio come una parte del *management* del rischio d'impresa; vale a dire che è necessaria una continuità di analisi che misuri la capacità di far fronte alle richieste di capitale superiori al profitto.

3) Lo IASB

L'attuale *International Accounting Standards Board* (IASB) è una struttura nata nel 2001 in seguito alla riorganizzazione dello *International Accounting Standards Committee* (IASC), un organismo nato negli anni '70 con il compito di "*formulate and publish, in the public interest, basic standards to be observed*

³⁹⁷ IAIS, Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups (ComFrame). <http://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/common-framework/file/60333/comframe-frequently-asked-questions-updated-26-april-2016>

in the presentation of audited accounts and financial statements and to promote their worldwide acceptance and observance”³⁹⁸.

In verità già nel 1966 i presidenti delle associazioni di professionisti contabili, del Regno Unito, del Canada e degli Stati Uniti istituirono l'*Accountants International Study Group* (AISG) con il compito di pubblicare studi comparativi sulla regolazione contabile nei tre paesi. Nel 1972 il presidente dell'AISG invitò altre sei organizzazioni nazionali di professionisti contabili, (Australia, Francia, Germania, Giappone, Messico e Paesi bassi) ad aderire all'istituzione dello IASC³⁹⁹.

Come è evidente si trattava di un'organizzazione di origine e stampo anglosassone⁴⁰⁰ che nel 1983 si allargò a tutti i membri dell'IFAC e alla fine degli anni '90 arrivò a comprendere più di 100 membri.

Da una prima fase definita “*descriptive*” in cui ci si limitava alla compilazione di principi già esistenti e commenti accettabili si passò ad una in cui già lo IASC si proponeva come *standards setter* e cercava di ottenere il riconoscimento di regolatori pubblici globali come la IOSCO⁴⁰¹. Anzi nel 1995, in seguito ad una precisa richiesta della IOSCO, venne elaborato un programma di lavoro

³⁹⁸ FASB, *Comparability in International Accounting Standards— A Brief History*, <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176156304264>

³⁹⁹ Per le vicende storiche dello IASC consulta il link <http://www.iasplus.com/en-gb/resources/ifrsf-en-gb/history/resource25>

⁴⁰⁰ L'istituzione dello IASC può essere interpretata come “*a power strategy to counter balance emerging European regulation in Accounting. British professional associations in particular feared tht legalistic European regulatory attempts could threaten their domain of professional self– regulation*”. Botzem Sebastian, *Transnational expert-driven standardization – accountancy governance from a professional point of view*, in Nolke Andreas e Graz Jean-Christophe (a cura di), *The Limits of Transnational Private Governance*, op.cit., pag. 49.

⁴⁰¹ Più precisamente l'interesse della IOSCO per gli *standards* dello IASC risale alla fine degli anni '80; per una approfondire la questione si consulti, IOSCO Resolution and List of IASC 2000 Standards, Resolution Concerning the Use of IASC Standards for the Purpose of Facilitating Multinational Securities Offerings and Cross-border Listings <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS26.pdf>.

congiunto, che portò alla revisione di 30 *standards* contabili⁴⁰². Successivamente la stessa IOSCO e la Commissione Europea divennero *member observers* dell'organizzazione (1998) insieme alla Cina. L'ampliamento della *membership* e l'intensificazione dell'attività di *standard setting* portarono alla riorganizzazione nel 2001 e alla nascita dello IASB all'interno della *International Financial Reporting Standards Foundation* (IFRS Foundation). Nel 2004 è cominciato un altro processo di rinnovamento per migliorare la trasparenza; nel marzo del 2006 fu approvato il *Due Process Handbook*, rinnovato nel 2009. Nel 2010 è stata riformata la *Constitution* della fondazione cambiando il nome da IASC Foundation all'attuale IFRS Foundation. All'interno della *Foundation* hanno grande importanza i 22 *Trustees* di cui 6 provenienti rispettivamente da Nord America, Europa e Asia/Oceania, gli altri 4 provenienti da altre aree, per avere una più adeguata distribuzione geografica (di cui uno Sud America e uno Africa)⁴⁰³. I *Trustees* nominano i membri dello IASB, dell'*International Financial Reporting Interpretations Committee* (IFRIC) e dell'*IFRS Advisory Council*. Lo IASB è un indipendente *standards setter* con sede a Londra; è composto da 16 membri di cui 4 provenienti da Brasile, Cina, India, Giappone e Sud-Africa, gli altri di origine anglosassone o europea⁴⁰⁴. Comunque è da sottolineare che, benché le norme prescrivano di garantire che siano rappresentati non solo revisori ma anche imprese, analisti finanziari e professori universitari, si registra la presenza maggioritaria di membri appartenenti alle multinazionali che dominano il settore della revisione contabile

⁴⁰² *Ibidem*, pagg. 3 - 5.

⁴⁰³ IFRS Foundation, Trustees' Review of Structure and Effectiveness: Issues for the Review, art. 78, http://www.ifrs.org/About-us/IFRS-Foundation/Oversight/Trustees/Documents/WEBSITE_IFRS-Foundation-Trustees-Review%20of-Structure-and-Effectiveness_JULY-2015.pdf

⁴⁰⁴ Nel sito IASPlus si legge: "*from July 2012 there will normally be four members from the Asia/Oceania region; four from Europe; four from North America; one each from Africa and South America; and two appointed from any area, subject to maintaining overall geographical balance*". <http://www.iasplus.com/en/resources/ifrsf/iasb-ifrs-ic/iasb-board>.

(le cosiddette *Big Four*: Deloitte, Ernst & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers). In ragione di ciò, secondo alcuni, nel settore contabile si sarebbe determinata la transizione da una *governance* dei professionisti ad una dominata dagli attori e dalle logiche dei mercati finanziari⁴⁰⁵. Proprio per ovviare a questi inconvenienti e rafforzare la propria *accountability* lo IASB ha rinforzato le modalità di cooperazione con altre organizzazioni internazionali e transnazionali fino ad arrivare al 2009, anno in cui è stato istituito il *Monitoring Board* (MB) composto da due rappresentanti della IOSCO, altri della SEC, della Financial Services Agency del Giappone e della Commissione Europea, con il Comitato di Basilea come membro *observer*. L'MB si riunisce una volta all'anno, decide per *consensus* e ha un compito di vigilanza di secondo grado, essendo un meccanismo di interazione formale tra i *Trustees* e le Autorità pubbliche in ambito contabile; l'MB nomina anche i *Trustees*⁴⁰⁶.

Il problema più importante è di trovare una convergenza tra gli IFRS e gli *Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP) fissati dallo *standard setter* statunitense *Financial Accounting Standards Board* (FASB) da una parte e di avere degli interlocutori nazionali “privati” dall'altra.

Con la UE nel 2006 c'è stata una tavola rotonda in cui sono state discusse alcune regole sottoposte allo IASB. Con la US FASB è stato pubblicato un memorandum d'intesa per dare vita ad un programma di convergenza approvato anche dalle SEC. Per quanto riguarda gli interlocutori “privati”, non sono stati facilmente riscontrati nei paesi di *civil law* dove i regolatori erano di gran lunga “pubblici”. Per questo nel 2001 in Italia è stato creato l'OIC (Organismo Italiano

⁴⁰⁵ Botzem Sebastian e Quack Sigrid, *Contested rules and shifting boundaries: International standard setting in accounting*, in Djelic Marie-Laure e Kerstin Sahlin-Andersson (a cura di) *Transnational Governance. Institutional Dynamics of Regulation*. Cambridge University Press, 2006, pag. 277.

⁴⁰⁶ IFRS Foundation, *Trustees' Review of Structure and Effectiveness: Issues for the Review*, cit., artt. 69 – 70.

di Contabilità)⁴⁰⁷ su iniziativa degli organismi rappresentativi della professione contabile, di analisti e fruitori di prospetti finanziari, ma anche delle Autorità pubbliche di regolazione per i mercati finanziari (Banca d'Italia, CONSOB e ISVAP) e i Ministeri della Giustizia e dell'Economia e delle Finanze. Le sue funzioni sono di raccordo e di coordinamento con il regolatore globale, sia inviando commenti alle bozze di *standards*, sia collaborando per la loro applicazione nel sistema domestico, sia redigendo principi contabili nazionali non presenti in quelli globali. Con l'OIC collaborano anche strutture della P.A.⁴⁰⁸ sia le Autorità di vigilanza nazionali (Banca d'Italia, CONSOB, ISVAP) e sia alcuni Ministeri (MEF e Giustizia) che partecipano come osservatori alle riunioni degli organi dell'OIC responsabili del coordinamento con le Autorità internazionali e dell'elaborazione di principi nazionali contabili.

4) L'IFAC

L'International Federation of Accountants (IFAC) è stata fondata nel 1977 da 63 organizzazioni professionali di revisori dei conti; si tratta di una organizzazione no profit con sede operativa a New York ma registrata nel registro di commercio di Ginevra in Svizzera. Oggi conta circa 175 membri, divisi in membri associati e affiliati, provenienti da 130 paesi; ovviamente alcuni di essi sono rappresentati da più di un membro (ad esempio la Francia ne ha due, mentre il Regno Unito ne ha ben sette)⁴⁰⁹. Al momento della sua istituzione si prefissava il compito di

⁴⁰⁷ L'OIC si compone di quattro organi: il Collegio dei Fondatori, il Consiglio di Sorveglianza, il Consiglio di Gestione, il Collegio dei Revisori (art. 8 Statuto OIC). Il Consiglio di Gestione propone candidature, sentito il Consiglio di Sorveglianza, per la nomina a membro degli organi dell'EFRAG o dello IASB o di analoghi organismi internazionali; emana i principi contabili nazionali preparati da un comitato tecnico scientifico (art. 12 Statuto OIC).

⁴⁰⁸ Nel Consiglio di Sorveglianza della fondazione è previsto un membro designato dal Dipartimento della Ragioneria Generale dello Stato.

⁴⁰⁹ Per l'Italia ne fa parte il Consiglio nazionale dei Dottori commercialisti e degli esperti contabili; per la Francia la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes e il Conseil

favorire “*the development and enhancement of a coordinated worldwide accounting profession with harmonized standards*”⁴¹⁰, di “*serve the public interest by: contributing to and supporting high-quality international standards, helping to build and encouraging strong professional accountancy organizations, accounting firms, and high-quality practices by professional accountants; and speaking out on public interest issues*”⁴¹¹; una finalità molto affine allo IASC prima e allo IASB poi. Non a caso fino al 2001 l’IFAC era confluito nello IASC, per poi riacquistare la propria autonomia con la nascita dello IASB. Da quest’ultimo si differenzia perché dell’IFAC fanno parte solo le organizzazioni dei revisori contabili e non altri soggetti come imprese o analisti finanziari. Tuttavia nel primo decennio del secolo XXI al compito originario l’IFAC ha affiancato quello di *standard setter* globale nell’ambito della revisione dei conti, esponendosi in tal modo al pericolo di conflitti d’interesse, in quanto “*IFAC faces a potential problem in managing its role as an international standard setter serving the public interest together with its function of representing and promoting the global accounting profession*”⁴¹². Nella sua *Constitution* è fissata anche la sua struttura, molto più complessa dello IASB; l’organo assembleare è il *Council*, di cui fanno parte tutti gli aderenti all’organizzazione con un rappresentante per ogni membro; il *Council* decide in

Superieur de l’Ordre des Expertes – Comptables; per il Regno Unito l’ Association of Accounting Technicians, l’Association of Chartered Certified Accountants (ACCA), il Chartered Institute of Management Accountants, il Chartered Institute of Public Finance and Accountancy, l’Institute of Chartered Accountants in England and Wales, l’Institute of Chartered Accountants of Scotland, l’Institute of Financial Accountants

⁴¹⁰ Loft Anne, Humphrey Christopher e Turley Stuart, *In pursuit of global regulation: Changing governance and accountability structures at the International Federation of Accountants (IFAC)*, in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2006, Vol. 19, numero 3, pag. 430.

⁴¹¹ Constitution of the IFAC, art. 4.2. <https://www.ifac.org/system/files/uploads/Gov/IFAC-Constitution-Feb-2014.pdf>

⁴¹² Loft Anne, Humphrey Christopher e Turley Stuart, *In pursuit of global regulation: Changing governance and accountability structures at the International Federation of Accountants (IFAC)*, op. cit., pag. 442.

merito all'ammissione di nuovi membri e all'eventuale espulsione di quelli esistenti, determina i contributi finanziari e, su proposta del *Board*, designa i membri del *Nominating Committee*⁴¹³. L'organo esecutivo è il *Board*, composto da 22 membri, scelti dal *Council* più un Presidente; svolge compiti di gestione e può esercitare tutti i poteri necessari per raggiungere gli obiettivi dell'organizzazione⁴¹⁴.

Troviamo poi comitati e sottocomitati del *Board* con funzioni di supporto, di raccordo e di *standard setting*⁴¹⁵. La scelta dei membri del *Board* viene fatta in base ai contributi versati dai membri; precisamente si prevede che “*in electing the members of the Board, the Council shall be cognizant that the composition of the Board, disregarding the President's position, shall reflect the level of Members' financial contribution to IFAC*”⁴¹⁶.

Dunque non ritroviamo un'adeguata distribuzione geografica, bensì uno sbilanciamento di rappresentanza a favore dei paesi più ricchi, in specie di origine anglosassone⁴¹⁷.

⁴¹³ Constitution of the IFAC, cit., art. 12.

⁴¹⁴ *Ibidem*, Artt. 17 e 19.

⁴¹⁵ Tra questi il *Nominating Committee* svolge un ruolo consultivo circa le nomine dei componenti del *Board* e dei Comitati. *Ibidem*, art. 30.

L'*Audit Committee* monitora l'integrità e il controllo delle finanze interne; il *Planning and Finance Committee*, provvede alla vigilanza dello sviluppo del management e al monitoraggio e alle strategie e operazioni dell'IFAC; il *Governance Committee*, vigila sull'efficacia della Governance dell'IFAC; il *Public Policy and Regulation Advisory Group* fornisce all'IFAC ricerche, progetti linee politiche e interazioni con le organizzazioni esterne; il *Regulatory Liaison Group*, collabora con il *Monitoring Group* e pubblica relazioni riguardanti la professione di revisore contabile. *By-Laws of IFAC, Appendix A.*
<https://www.ifac.org/system/files/uploads/Gov/IFAC-Bylaws-Feb-2014.pdf>

⁴¹⁶ Constitution of the IFAC, cit., art. 17.2.

⁴¹⁷ Attualmente tra i membri del *Board* solo due rappresentano paesi africani (Nigeria e Sud Africa), uno solo il sud America (Brasile), sei i paesi asiatici e gli altri distribuiti tra America del Nord e Europa. Anche nell'IFAC troviamo la forte influenza delle *Big Four*, cioè le quattro multinazionali della revisione contabile che, sia pure indirettamente (tramite il FOF - Forum of Firms) influenzano l'attività dell'organismo.

Alcuni comitati dell'IFAC sono definiti "*Public Interest Committee*" e tra essi hanno compiti di *standard setters* lo *International Accounting Education Standards Board* (IAESB), l'*International Auditing and Assurance Standards Board* (IAASB), l'*International Ethics Standards Board for Accountants* (IESBA). Questi godono di una certa autonomia, hanno un proprio regolamento interno (*term of reference*), hanno propri organi consultivi e sono definiti *Independent Standard-Setting Boards* (SSBs).

Il Board più importante per noi è lo IAASB, nato nel 2001 sulle ceneri del preesistente *International Auditing Practices Committee*; la sua composizione è ibrida perché presenta 10 membri designati dall'IFAC, cinque membri designati dalle grandi multinazionali operanti nel settore dell'*auditing* e tre detti "*Public Membres*", selezionati in base ad un bando pubblico internazionale. Comunque la prevalenza di membri di origine anglosassone è ancora rilevante anche se alle riunioni possono partecipare come *observers* rappresentanti della Commissione Europea, dell'Autorità di vigilanza dei servizi finanziari Giapponese (FSA Japan), mentre alcuni regolatori internazionali fanno parte del suo organo consultivo (IAASB Consultative Advisory Group). Vi è poi un'ulteriore comitato dell'IFAC che elabora *standards* internazionali, ma non è stato compreso tra quelli di "interesse pubblico"; si tratta dell'*International Public Sector Accounting Standards Board* (IPSASB), che detta regole specifiche per redigere i bilanci delle amministrazioni pubbliche⁴¹⁸.

Infine troviamo gli organismi di controllo; il primo è il *Compliance Advisory Panel* (CAP) avente l'obiettivo di controllare che i membri dell'IFAC rispettino gli obblighi dell'organizzazione e applichino gli *standards* globali in materia di revisione; le sanzioni comminate, in caso di trasgressione, vanno dalla sospensione all'espulsione; negli *Statements of membership obligations* (SMO)

⁴¹⁸ L'IPSASB nel 2004 ha sostituito un comitato esistente già dal 1986, il *Public Sector Committee* (PSC). Per un'analisi più approfondita delle caratteristiche dell'attività di quest'ultimo si veda Pozzoli Stefano, *Ruolo e strategie dell'IPSAS Board*, in Atti del Convegno su "L'armonizzazione dei bilanci delle pubbliche amministrazioni e il ruolo degli IPSAS", Napoli 25 Giugno 2008

si legge “*These Statements require member bodies to use their best endeavors to meet the obligations. A member body will have been considered to have used “best endeavors” if it could not reasonably do more than it has done and is doing to meet the particular membership obligation... In exceptional circumstances, a member body or associate may depart from the obligations contained in these Statements, if doing so will fulfill its public interest duties more effectively. The member body or associate should be prepared to justify the departure. A member body or associate that fails to follow the obligations of these Statements, or justify satisfactorily why it has departed from them, may be suspended or removed from membership*”⁴¹⁹.

Dopo il 2005 è stato introdotto un altro organo di vigilanza sulle attività dell’IFAC di pubblico interesse, il *Public Interest Oversight Board* (PIOB) con sede a Madrid, la stessa della IOSCO⁴²⁰.

Il PIOB è formato da 10 membri nominati dal *Monitoring group*, di cui fanno parte il Comitato di Basilea, la IOSCO, la IAIS, la Banca mondiale, il FSB e la Commissione europea; da ciò si comprende l’intento dei regolatori pubblici globali di “controllare” un regolatore privato.

Il PIOB infatti ha il potere di incidere sulla composizione dei comitati, di approvare gli statuti e di verificare se seguono alcune regole procedurali per l’elaborazione degli *standard*.

Il PIOB dà conto di tali verifiche in una relazione annuale che pubblica e invia ai membri dell’IFAC, al FSB e ai regolatori finanziari globali⁴²¹; in altri termini la funzione del PIOB è analoga a quella che il *Monitoring Board* svolge per lo

⁴¹⁹ IFAC Board, *Statements of Membership Obligations*, Pubblicati ad Aprile 2004, (Riformati il 10 Novembre 2006), Preface to the *Statements of Membership Obligations, Best Endeavors*, pag.1. <https://www.ifac.org/system/files/downloads/statements-of-membership-obligations.pdf>

⁴²⁰ A Madrid il PIOB opera come la *Fundación Consejo de Supervisión Pública en Estándares de Auditoría, Ética Profesional y Materias Relacionadas*, un ente no-profit regolato dal diritto spagnolo.

⁴²¹ Ad oggi il PIOB ha pubblicato 10 rapporti annuali disponibili all’indirizzo: <http://www.ipiob.org/index.php/public-reports>

IASB, anche se il primo sembra più “integrato” nel sistema internazionale di regolatori.

CAPITOL V

LE “CONSORELLE” DELLA CONSOB.

1) La BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht).

Per poter capire il sistema finanziario tedesco occorre focalizzare la nostra attenzione prima sulla disciplina delle Autorità indipendenti e poi sul settore finanziario di quel paese. Secondo alcuni autori le prime Autorità indipendenti risalgono al 1875, anno di fondazione del I *Reich*, con l’istituzione dell’*Audit Court*, anche se solo nei decenni successivi hanno ricevuto notevole impulso⁴²². Secondo altri l’origine di un modello costituzionale di Autorità indipendente risale a Carl Schmitt che in una conferenza tenuta alla Camera di commercio di Berlino nel 1930 definiva la *Bundesbank* e altri organismi, come le ferrovie, organi di governo dell’economia “neutri” rispetto all’indirizzo politico del governo⁴²³.

Si trattava e si tratta di conciliare il principio democratico con la previsione di organi esterni ed indipendenti con poteri delegati; in Germania si è scelta la strada della P.A. dipendente dall’esecutivo, anche se in pratica prevale il principio del non intervento; in altri termini tutte le Autorità indipendenti tedesche sono “*an Gesetz und Recht gebunden*” cioè sono tenute ad osservare il principio di legalità. Rudolf scrive che “*the importance of the executive's being bound to the statutes and the law cannot be underestimated... Given the historic experience of the national-socialist rule with its blatant disregard of the rule of law, this principle has assumed a central position in the self image of the*

⁴²² Cfr. van Aaken Anne, *Independent Administrative Agencies in Germany*, in Caranta Roberto, Andenas Mads e Fairgrieve Duncan (a cura di), *Independent Administrative Authorities*, British Institute of International and Comparative Law, London, 2004, pagg. 81 ss.

⁴²³ Schmitt Carl, *Das Problem der innerpolitischen Neutralität des Staates*, in *Verfassungsrechtliche Aufsätze 1924 - 1954*, Duncker & Humblot, Berlino, 1985, pagg. 41 ss.

*Federal Republic of Germany. An administrative authority that intentionally disregards the law leaves the common ground of societal consensus*⁴²⁴. Dopo le aberrazioni del III Reich il *Rechtsstaat* (stato di diritto) è fondato sulla Costituzione che garantisce una effettiva protezione contro gli atti della pubblica autorità: “tutti i diritti pubblici trovano il loro fondamento, il loro contenuto, il loro fine nell’organismo statale, nel quale deve realizzarsi la volontà nazionale nel suo tendere al compimento della vita collettiva”⁴²⁵.

Il sistema finanziario tedesco, pur basandosi sulla distinzione in tre settori (bancario, assicurativo, mobiliare), presenta delle peculiarità perché è fondato sulla *Universal Bank*; l’oggetto principale delle banche non è la massimizzazione del profitto ma offrire servizi ai clienti; il sistema bancario ha una forte incidenza sul PIL del paese⁴²⁶. In Germania, più che altrove, si è verificato che “l’innovazione finanziaria ha consentito a diverse categorie di intermediari, appartenenti a comparti diversi, di invadere... comparti di mercato per legge riservati ad altri intermediari. Un esempio tipico di quest’ultimo fenomeno è quello della massiccia partecipazione delle banche ad attività di intermediazione di nuovi prodotti finanziari, sostanzialmente assimilabili ai valori mobiliari”⁴²⁷. Infatti anche le società di assicurazione e quelle di investimento presentano stretti legami e/o sovrapposizioni con quelle bancarie con cui scambiano poltrone di supervisione e amministrazione: “*there are close connections between the insurance and banking industries which manifest themselves in cross-holdings of equity and seats on the respective and supervisory boards*”⁴²⁸.

⁴²⁴ Rudolf Beate, *The Enforcement of Judgments Against Public Authorities in the Federal Republic of Germany*, in *European Public Law*, Volume 7, numero 2, 2001, pagg. 259-280.

⁴²⁵ von Gerber Carl Friedrich., *Über öffentliche Rechte* (1852), traduzione italiana di Lucchini P.L., *Sui diritti pubblici in Diritto pubblico*, Giuffrè, Milano 1971, pag. 43.

⁴²⁶ Cfr. Krahen Jan Pieter e Schmidt Reinhard H., *The German Financial System*, Oxford University Press, 2004, pag. 29.

⁴²⁷ Regoli Duccio, *Mercati finanziari in diritto comparato* (voce), in *Digesto – Discipline privatistiche – Sezione. Commerciale*, Volume 9, Utet, Torino, 1993, pag. 410.

⁴²⁸ Krahen Jan Pieter e Schmidt Reinhard H., *The German Financial System*, op. cit., pag. 35.

Per questo il legislatore il 22 aprile del 2002 con la *Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz* (FinDAG) è intervenuto per accrescere il tasso di trasparenza e disciplinare il sistema, creando un'unica Autorità di vigilanza per il settore finanziario, la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin) che ha sostituito il *Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen* (BAKred) per il settore bancario, il *Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen* (BAV) per il settore assicurativo e il *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel* (BAWe) per il settore finanziario mobiliare⁴²⁹. Quest'ultimo nelle forme di mercato ufficiale (*amtlicher Markt*), mercato semiufficiale (*gerechter Markt*) e di mercato libero (*Freiverkehr*) è simultaneamente unito a quello bancario; per questo la disciplina dell'intero sistema finanziario può interpretarsi come organica dal punto di vista della vigilanza.

La BaFin, nata come organo federale di diritto pubblico indipendente, sotto la supervisione legale e funzionale del Ministro federale delle finanze, esercita dal 1 maggio 2002 le funzioni di vigilanza del settore bancario, assicurativo e mobiliare. Ha congiunto in capo ad un unico ente federale le funzioni esercitate prima dalla BAKred, BAV e BAWe. In sostanza la BaFin “*has three main supervisory objects: its paramount aim is to ensure the functioning of the entire financial industry in Germany. From this objective, two others can be inferred: to safeguard the solvency of banks, financial services institutions and insurance undertakings – which in the past was mainly a task of the BAK red and the BAV – and to protect clients and investors*”⁴³⁰. Inoltre si preoccupa anche di assicurare l'esatto adempimento delle obbligazioni delle banche, delle istituzioni finanziarie e delle imprese assicurative, di incoraggiare la predisposizione di *standards* di condotta, perseguire operazioni finanziarie non autorizzate; sul suo

⁴²⁹ BaFin, Functions & history, http://www.bafin.de/EN/DieBaFin/AufgabenGeschichte/functionshistory_node.html

⁴³⁰ Mwenda Kenneth Kaoma, *Legal aspects of Unified Financial Services Supervision in Germany*, in *German Law Journal*, numero 4, 2003, pag. 10.

sito si legge “*BaFin may also enforce measures against companies that are unwittingly involved in unauthorised business, for instance taking recourse to their regular services. During the year under review, BaFin issued instructions to two involved companies*”⁴³¹. Però negli ultimi anni, in specie con gli ultimi governi di centro-destra, in Germania si è assistito ad un lungo dibattito incentrato sulla questione dell’unica o più Autorità di vigilanza. In particolare il *management* della *Bundesbank* premeva per subentrare alla BaFin come unica Autorità di vigilanza e Weber, Presidente della Banca Centrale tedesca, aveva presentato un piano di smantellamento della BaFin: voleva comunque riportare sotto l’ombrello della *Bundesbank* la supervisione completa del sistema bancario. Di rimando il Presidente della BaFin, Sanio, in una delle sue rare interviste, sosteneva che non c’erano ragioni plausibili per porre la vigilanza bancaria e assicurativa sotto la *Bundesbank* aggiungendo che “*the division of labor (between BaFin and the Bundesbank) is spelled out in all detail in respective rules and directives and things are moving without a hitch. I cannot see a more efficient way to organize German banking supervision. There were situations where the whole German banking system was threatened that were defused because two banking supervisors brought all their power to bear on those concerned*”. Speyer, della *Deutsche Bank*, ha affermato invece che la riforma proposta avrebbe ucciso il “sensibile approccio” di una struttura di vigilanza onnicomprensiva e integrata, che era stata la filosofia da cui era nata la BaFin; tutto questo a dispetto del fatto che la crisi ha sottolineato la stretta interconnessione tra mercati bancari, assicurativi e mobiliari; Speyer conclude: “*It is hard to see how comprehensive monitoring of the risks in all financial*

⁴³¹ BaFin, Annual Report 2006, pag. 201.
http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Jahresbericht/dl_annualreport_2006.pdf?__blob=publicationFile

*market segments can be organized more effectively in the new structure than within BaFin*⁴³².

1.1 Struttura

Il lungo dibattito ha portato alla riforma della FinDAG con la legge del 20 novembre 2015. Alla sezione 2 paragrafo 5 vengono precisati gli organi della BaFin; l'*Absatz* 1 afferma che gli organi della BaFin sono: il Direttorio, il Presidente o la Presidentessa e il Consiglio di Amministrazione⁴³³.

Il Ministero Federale emanerà il regolamento della BaFin, che può essere modificato dal ministero, sentito il Consiglio di Amministrazione; nel regolamento si stabilirà la struttura e l'organizzazione della BaFin, le competenze e le funzioni dei suoi organi⁴³⁴.

La BaFin è diretta dal Direttorio, formato dal Presidente – Presidentessa e dai quattro direttori esecutivi o dai loro rappresentanti.

⁴³² Engelen Klaus C., *Germany's Fight Over BaFin*, in *International Economy*, Vol. 24, n.1, 2010, pagg. 71-72.

⁴³³ FinDAG § 5 (1) Organe der Bundesanstalt sind das Direktorium, der Präsident oder die Präsidentin und der Verwaltungsrat.

⁴³⁴ FinDAG § 5 (3) Das Bundesministerium wird ermächtigt, die Satzung der Bundesanstalt durch Rechtsverordnung zu erlassen. Die Satzung kann vom Bundesministerium durch Rechtsverordnung im Benehmen mit dem Verwaltungsrat geändert werden. In die Satzung sind insbesondere Bestimmungen aufzunehmen über

1. den Aufbau und die Organisation der Bundesanstalt,
2. die Rechte und Pflichten der Organe der Bundesanstalt,
3. die Einzelheiten der Bestellung und Abberufung der Mitglieder des Verwaltungsrats und des Anhörungsrechts der Verbände der Kredit- und Versicherungswirtschaft sowie der Kapitalverwaltungsgesellschaften,
4. die Einzelheiten der Bestellung und Abberufung der Mitglieder des Fachbeirats und des Verbraucherbeirats,
5. die Haushaltsführung sowie die Rechnungslegung der Bundesanstalt.

Il Direttorio decide sullo Statuto dell'organizzazione che regola i poteri e i campi di azione⁴³⁵; il Direttorio si riunisce sotto la presidenza del Presidente, fissa il regolamento interno della BaFin, che deve essere approvato dal Ministero delle Finanze⁴³⁶. Il Presidente stabilisce la strategia della BaFin circa la sorveglianza *Allfinanz* nazionale e internazionale⁴³⁷.

Tra i compiti della BaFin troviamo la sorveglianza sulle banche, sulle assicurazioni, sui valori mobiliari, sull'amministrazione interna e altri compiti trasversali, compiti assegnati ai quattro corrispondenti dipartimenti⁴³⁸.

Il Presidente rappresenta la BaFin legalmente e verso i terzi⁴³⁹.

Già da questi paragrafi si nota lo "smantellamento" della precedente struttura verticistica della BaFin, in quanto il Presidente è divenuto un elemento del

⁴³⁵ FinDAG § 6 (1) Die Bundesanstalt wird durch das Direktorium gesamtverantwortlich geleitet und verwaltet. Das Direktorium besteht aus einem Präsidenten oder einer Präsidentin sowie vier Exekutivdirektoren oder Exekutivdirektorinnen, von denen einer oder eine als Vizepräsident oder Vizepräsidentin ständiger Vertreter oder ständige Vertreterin des Präsidenten oder der Präsidentin ist. Das Direktorium beschließt einstimmig ein Organisationsstatut, welches die Zuständigkeiten und Aufgaben innerhalb des Direktoriums festlegt. Das Organisationsstatut sowie deren Änderungen sind dem Bundesministerium zur Genehmigung vorzulegen.

⁴³⁶ FinDAG § 6 (2) Das Direktorium berät unter dem Vorsitz des Präsidenten oder der Präsidentin. Es fasst seine Beschlüsse – auch im Falle von Meinungsverschiedenheiten – mit einfacher Mehrheit der abgegebenen Stimmen. Bei Stimmgleichheit gibt die Stimme des Präsidenten oder der Präsidentin den Ausschlag. Das Direktorium regelt die innere Organisation der Bundesanstalt durch eine Geschäftsordnung. Über die Geschäftsordnung und deren Änderungen, die der Genehmigung des Bundesministeriums bedürfen, beschließt das Direktorium einstimmig.

⁴³⁷ FinDAG § 6 (3) Der Präsident oder die Präsidentin bestimmt die strategische Ausrichtung der Bundesanstalt als Allfinanzaufsicht national und international. Im Rahmen dieser Vorgaben obliegt den Exekutivdirektoren und Exekutivdirektorinnen die Verantwortung für ihren Geschäftsbereich.

⁴³⁸ FinDAG § 6 (4) Zur Wahrnehmung der gesetzlichen Aufgaben der Bundesanstalt werden vier Geschäftsbereiche eingerichtet: Querschnittsaufgaben/Innere Verwaltung, Bankenaufsicht, Versicherungsaufsicht und Wertpapieraufsicht.

⁴³⁹ FinDAG § 6 (5) Der Präsident oder die Präsidentin vertritt die Bundesanstalt gerichtlich und außergerichtlich.

Direttorio; tale impressione è rafforzata dalla istituzione del Consiglio di Amministrazione (*Verwaltungsrat*).

Quest'ultimo è costituito all'interno della BaFin; vigila sull'andamento dell'organizzazione e sull'implementazione dei suoi compiti.

Di regola il Presidente deve riferire al Consiglio sull'andamento della BaFin; i direttori esecutivi devono riferire sull'esecuzione dei loro compiti⁴⁴⁰.

Il Consiglio di Amministrazione è composto da un rappresentante del Governo Federale e da altri 15 membri tra cui un altro rappresentante del Governo, un rappresentante del Ministero per l'economia e l'energia, due rappresentanti del Ministero della Giustizia e per la protezione dei consumatori, cinque membri del Bundestag e sei persone con esperienza professionale o particolari conoscenze nell'ambito del credito, della finanza, della matematica, degli investimenti, delle assicurazioni, del mercato mobiliare o del bilancio, che non facciano già parte della BaFin.

La Bundesbank può prendere parte con un suo rappresentante senza diritto di voto alle riunioni del Consiglio, come pure un rappresentante del Consiglio sindacale⁴⁴¹.

⁴⁴⁰ FinDAG § 7 (1) Bei der Bundesanstalt wird ein Verwaltungsrat gebildet. Der Verwaltungsrat überwacht die Geschäftsführung der Bundesanstalt und unterstützt diese bei der Erfüllung ihrer Aufgaben. Der Präsident oder die Präsidentin hat den Verwaltungsrat regelmäßig über die Geschäftsführung der Bundesanstalt zu unterrichten. Die Exekutivdirektoren und Exekutivdirektorinnen haben über ihre Aufgabenbereiche zu berichten.

⁴⁴¹ FinDAG § 7 (3) Der Verwaltungsrat besteht aus

1. dem Vorsitzenden und seinem Stellvertreter, die vom Bundesministerium entsandt werden,
2. folgenden 15 weiteren Mitgliedern:
 - a) ein weiterer Vertreter des Bundesministeriums,
 - b) ein Vertreter des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie,
 - c) zwei Vertreter des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz,
 - d) (weggefallen)
 - e) fünf Mitglieder des Deutschen Bundestages,

Al *Verwaltungsrat* si affianca il *Fachbeirat* (un Consiglio di specialisti) formato da ventiquattro membri scelti dal governo federale che cooperano con la BaFin per il raggiungimento dei suoi obiettivi; i ventiquattro membri sono specialisti nel campo delle scienze finanziarie, del credito, delle assicurazioni⁴⁴²; anche la

f) sechs Personen mit beruflicher Erfahrung oder besonderen Kenntnissen auf dem Gebiet des Kredit-, Finanzdienstleistungs-, Zahlungsdienste-, Investment-, Versicherungs-, Wertpapier- oder Bilanzwesens, die jedoch nicht der Bundesanstalt angehören dürfen.

Die Deutsche Bundesbank kann mit einem Vertreter ohne Stimmrecht an den Sitzungen des Verwaltungsrats teilnehmen. Das gleiche Teilnahmerecht haben der Vorsitz des Personalrats der Bundesanstalt und seine Stellvertreter.

Tra gli esperti nominati nel *Verwaltungsrat* ci devono essere esponenti:

1. die Deutsche Kreditwirtschaft,
2. der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. und
3. der Bundesverband Investment und Asset Management e. V.

Satzung der BaFin, § 3 Bestellung und Abberufung der Mitglieder des Verwaltungsrats, (6).

⁴⁴² Il paragrafo 8 Absatz 4 del *Satzung* der BaFin precisa che tra gli esperti ci devono essere:

1. für einen Vertreter der Kreditwirtschaft der Bundesverband deutscher Banken e. V.,
2. für einen Vertreter der Kreditwirtschaft der Deutsche Sparkassen- und Giroverband e. V.,
3. für einen Vertreter der Kreditwirtschaft der Bundesverband der Volks- und Raiffeisenbanken e. V.,
4. für einen Vertreter der Kreditwirtschaft der Verband der Auslandsbanken e. V.,
5. für einen Vertreter der Kreditwirtschaft der Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands e. V.,
6. für einen Vertreter der Kreditwirtschaft der Verband deutscher Pfandbriefbanken e. V. in Abstimmung mit dem Verband der Privaten Bausparkassen e. V. und der Bundesgeschäftsstelle der Landesbausparkassen,
7. für einen Vertreter der Kapitalanlagegesellschaften und der Finanzdienstleistungsinstitute der Bundesverband Investment und Asset Management e. V.,
8. für vier Vertreter der Versicherungswirtschaft der Gesamtverband der Versicherungswirtschaft e. V.,
9. für einen Vertreter der Verband der privaten Krankenversicherung e. V.,
10. für einen Vertreter die Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e. V..

Darüber hinaus soll sich der *Fachbeirat* aus drei Mitgliedern der Wissenschaft, insbesondere der Bankbetriebs- und Versicherungsbetriebslehre, sowie fachwissenschaftlicher Vereinigungen, drei Vertretern von Verbraucherschutzorganisationen, einem Vertreter der Deutschen Bundesbank

Bundesbank e le Associazioni per la protezione dei consumatori devono avere un loro rappresentante⁴⁴³.

All'interno della BaFin secondo il paragrafo 8a esiste anche il *Verbraucherbeirat*⁴⁴⁴ (Consiglio per la protezione dei consumatori) che collabora con la BaFin per il raggiungimento dei suoi scopi di sorveglianza; questo consiglio è formato da dodici membri scelti dal Governo Federale; anche qui troviamo membri presi dalle organizzazioni dei consumatori e dal mondo scientifico; il Ministero della Giustizia e per la protezione dei consumatori avranno un loro rappresentante⁴⁴⁵.

sowie je einem Vertreter der freien Berufe, der mittelständischen Vereinigungen, der Gewerkschaften und einem Vertreter der Industrie zusammensetzen. Eine gleichzeitige Mitgliedschaft in anderen Beiräten der Bundesanstalt ist möglich.

⁴⁴³ FinDAG § 8 (1) Bei der Bundesanstalt wird ein Fachbeirat gebildet. Er berät die Bundesanstalt bei der Erfüllung ihrer Aufgaben. Er kann auch Empfehlungen zur allgemeinen Weiterentwicklung der Aufsichtspraxis einbringen.

(2) Der Fachbeirat besteht aus 24 Mitgliedern. Die Mitglieder des Fachbeirats werden durch das Bundesministerium bestellt. Im Fachbeirat sollen die Finanzwissenschaft, die Kredit- und Versicherungswirtschaft, die Deutsche Bundesbank und die Verbraucherschutzvereinigungen angemessen vertreten sein.

⁴⁴⁴ FinDAG § 8a (1) Bei der Bundesanstalt wird ein Verbraucherbeirat gebildet. Er berät die Bundesanstalt aus Verbrauchersicht bei der Erfüllung ihrer Aufsichtsaufgaben.

(2) Der Verbraucherbeirat besteht aus zwölf Mitgliedern. Die Mitglieder des Verbraucherbeirats werden durch das Bundesministerium bestellt. Im Verbraucherbeirat sollen die Wissenschaft, Verbraucher- und Anlegerschutzorganisationen, Mitarbeiter außergerichtlicher Streitschlichtungssysteme sowie das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz angemessen vertreten sein.

⁴⁴⁵ I membri del Verbraucherbeirat sono scelti secondo queste indicazioni:

1. drei Wissenschaftler oder Wissenschaftlerinnen, die in bedeutendem Umfang auf dem Gebiet des Verbraucher- oder des Anlegerschutzes forschen,
2. vier Vertreter oder Vertreterinnen von Verbraucher- oder Anlegerschutzorganisationen,
3. drei Mitarbeiter oder Mitarbeiterinnen außergerichtlicher Streitschlichtungssysteme,
4. einen Vertreter oder eine Vertreterin des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz und
5. einen Vertreter oder eine Vertreterin der Gewerkschaften.

I membri del Direttorio durano in carica cinque anni con possibilità di rinomina; operano nell'interesse esclusivo dello Stato e devono prestare un solenne giuramento innanzi al Ministro delle Finanze⁴⁴⁶.

I membri del Direttorio, ovviamente, nel periodo della loro carica non possono svolgere altre attività⁴⁴⁷.

Lo Statuto della BaFin, approvato dalla stessa ai sensi del paragrafo 6 Absatz 1 della FinDAG nel 2008 e modificato nel 2012, sancisce che il Direttorio è responsabile del funzionamento dell'autorità.

Oltre al Presidente troviamo quattro dipartimenti guidati da quattro direttori esecutivi: amministrazione interna e risorse umane, vigilanza bancaria, vigilanza assicurazioni e fondi pensioni e vigilanza sui mercati mobiliari.

Al Presidente⁴⁴⁸ spetta la direzione delle relazioni internazionali, del controllo interno e dei rapporti con la stampa; il suo diretto referente è il Ministro federale delle Finanze⁴⁴⁹.

Satzung der BaFin, § 8a Verbraucherbeirat, (1).

⁴⁴⁶FinDAG § 9 (3)...Ich schwöre, das Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland und alle in der Bundesrepublik Deutschland geltenden Gesetze zu wahren und meine Amtspflichten gewissenhaft zu erfüllen, so wahr mir Gott helfe...

⁴⁴⁷ FinDAG § 9 (4) Die Mitglieder des Direktoriums dürfen ohne Zustimmung des Bundesministeriums der Finanzen neben ihrem Amt kein anderes besoldetes Amt, kein Gewerbe und keinen Beruf ausüben und weder der Leitung eines auf Erwerb gerichteten Unternehmens noch einem Aufsichtsrat, Verwaltungsrat, Beirat oder einem anderen Gremium eines öffentlichen oder privaten Unternehmens, noch einer Regierung oder einer gesetzgebenden Körperschaft des Bundes oder eines Landes angehören. Sie dürfen ohne Zustimmung des Bundesministeriums der Finanzen nicht gegen Entgelt außergerichtliche Gutachten erstellen. Die Zustimmung des Bundesministeriums der Finanzen ist unter den in § 99 Absatz 2 des Bundesbeamtengesetzes genannten Voraussetzungen zu versagen.

⁴⁴⁸ Nel caso di suo impedimento è sostituito dal Direttore più anziano per anni di servizio.

⁴⁴⁹ OsBaFin § 1 Gesamtverantwortung und Geschäftsbereiche.

(2) Die gesetzlichen Aufgaben der BaFin werden in den Geschäftsbereichen „Querschnittsaufgaben/Innere Verwaltung“, „Bankenaufsicht“, „Versicherungsaufsicht“ und „Wertpapieraufsicht“ wahrgenommen, die jeweils von einer Exekutivdirektorin bzw. einem Exekutivdirektor verantwortet werden. Der Präsidentin bzw. dem Präsidenten sind die

Il Direttorio stabilisce le linee guida e prende tutte le decisioni in coordinamento col Presidente che può avocare a se alcuni casi, sentito il competente direttore.

Comunque il Direttorio resta un organo collegiale che coopera in tutte le decisioni⁴⁵⁰ importanti per la vita e le funzioni della BaFin; in particolare decide:

“1. die risikoorientierte Steuerung des geschäftsbereichübergreifenden Ressourceneinsatzes,

2. die Aufstellung des Haushaltsplans einschließlich des gesonderten Teils des Haushaltsplans nach § 17a FinDAG,

3. die Aufstellung der Rechnung über die Einnahmen und Ausgaben,

4. Änderungen des Organisationsstatuts,

5. Änderungen der Geschäftsordnung,

6. den Erlass von geschäftsbereichübergreifenden Verwaltungsvorschriften über die innere Ordnung der BaFin und das sachliche Verwaltungshandeln (Aufsichtspraxis) der BaFin,

7. Meinungsverschiedenheiten zwischen den Direktoriumsmitgliedern, wenn eine geschäftsbereichübergreifende Abstimmung gemäß § 4 Abs. 1 Satz 2 nicht erzielt werden kann”⁴⁵¹.

Abteilungen „Internationales“ und „Analyse und Strategie“ sowie die Stabsstellen „Präsidialbüro“, „Innenrevision“ sowie „Presse und Öffentlichkeitsarbeit/ Infomanagement“ zugeordnet. Die Stabsstelle „Presse und Öffentlichkeitsarbeit/ Infomanagement“ sowie die Abteilungen „Internationales“ und „Analyse und Strategie“ unterstützen zugleich auch die übrigen Mitglieder des Direktoriums.

OsBaFin § 2 Die Präsidentin bzw. der Präsident

(1) Die Präsidentin bzw. der Präsident ist oberste Dienstbehörde für die Beschäftigten der BaFin. Oberste Dienstbehörde für die Präsidentin bzw. den Präsidenten und die Exekutivdirektorinnen bzw. Exekutivdirektoren ist das Bundesministerium der Finanzen.

⁴⁵⁰ OsBaFin § 3 Das Direktorium

(1) Das Direktorium besteht aus der Präsidentin bzw. dem Präsidenten und den vier Exekutivdirektorinnen bzw. Exekutivdirektoren. Das Direktorium gibt sich einstimmig eine Geschäftsordnung. Die Mitglieder des Direktoriums arbeiten kollegial zusammen und unterrichten sich gegenseitig fortlaufend und rechtzeitig über alle wichtigen Entscheidungen und Vorgänge.

Ogni direttore esecutivo è responsabile del *management* del proprio dipartimento e può prendere ogni decisione in linea con il Presidente, il Direttorio e il bilancio dell'organizzazione; però è tenuto a riferire al Consiglio di Amministrazione sugli sviluppi essenziali dello svolgimento della propria attività⁴⁵².

A sua volta ogni dipartimento è organizzato in divisioni; ad esempio il dipartimento per la vigilanza bancaria presenta cinque divisioni di cui una per i rapporti con l'SSM, la seconda per gli istituti “*signifikante*”, la terza per le banche popolari e private, la quarta per le “banche speciali” e la quinta per il rischio bancario.

Per il dipartimento dei servizi finanziari mobiliari invece troviamo sei divisioni: per la trasparenza, per la sorveglianza e le infrastrutture del mercato, per la vigilanza sugli investimenti, per la vigilanza sui prospetti e gli scambi finanziari e infine per la difesa dei consumatori.

1.2 Poteri

Come si nota è un sistema analogo a quello di vigilanza europea che è stato trapiantato e trova il coordinamento nella BaFin, che è la corrispondente dell'ESRB, come più volte hanno sottolineato gli stessi operatori della BaFin.

I poteri della BaFin sono fissati dalla *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG) del 1998 così come riformata nel 2014 e nel 2016.

⁴⁵¹ OsBaFin § 3 Das Direktorium, Absatz (3)

⁴⁵² OsBaFin § 4 Die Exekutivdirektorinnen bzw. Exekutivdirektoren

(1) Die Exekutivdirektorinnen bzw. Exekutivdirektoren führen ihre Geschäftsbereiche in eigener Verantwortung und treffen alle Entscheidungen aus der operativen Tätigkeit ihres Geschäftsbereichs. Soweit Angelegenheiten eines Geschäftsbereichs zugleich die Zuständigkeit mindestens eines weiteren Geschäftsbereichs betreffen, ist eine Abstimmung mit dem oder den anderen Geschäftsbereichen herbeizuführen. Die Bestimmungen der GoBaFin über die Beteiligung anderer Organisationseinheiten bleiben unberührt.

(3) Die Exekutivdirektorinnen bzw. Exekutivdirektoren berichten dem Verwaltungsrat über wesentliche Entwicklungen in ihren Aufgabenbereichen.

La sezione 2 paragrafo 4 riconosce alla BaFin il potere generale di operare al fine di eliminare o prevenire i possibili rischi che possono verificarsi nel sistema finanziario⁴⁵³. L'Autorità vigila e controlla il rispetto delle disposizioni di legge e fornisce le istruzioni necessarie per la loro implementazione; ha inoltre il potere di interdire o sospendere la circolazione di prodotti finanziari sul mercato⁴⁵⁴. Per adempiere le sue funzioni la BaFin esercita anche poteri di vigilanza ispettiva, attraverso l'assunzione di informazioni, la richiesta di documenti, nella misura che ritenga necessaria, per il corretto monitoraggio delle eventuali violazioni delle disposizioni di legge⁴⁵⁵. Nel caso in cui, durante

⁴⁵³WpHG § 4 (1) Die Bundesanstalt übt die Aufsicht nach den Vorschriften dieses Gesetzes aus. Sie hat im Rahmen der ihr zugewiesenen Aufgaben Missständen entgegenzuwirken, welche die ordnungsgemäße Durchführung des Handels mit Finanzinstrumenten oder von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für den Finanzmarkt bewirken können. Sie kann Anordnungen treffen, die geeignet und erforderlich sind, diese Missstände zu beseitigen oder zu verhindern.

⁴⁵⁴ WpHG § 4 (2) Die Bundesanstalt überwacht die Einhaltung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes und kann Anordnungen treffen, die zu ihrer Durchsetzung geeignet und erforderlich sind. Sie kann den Handel mit einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten vorübergehend untersagen oder die Aussetzung des Handels in einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten an Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, anordnen, soweit dies zur Durchsetzung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes oder zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen nach Absatz 1 geboten ist.

⁴⁵⁵ WpHG § 4 (3) Die Bundesanstalt kann von jedermann Auskünfte, die Vorlage von Unterlagen und die Überlassung von Kopien verlangen sowie Personen laden und vernehmen, soweit dies auf Grund von Anhaltspunkten für die Überwachung der Einhaltung eines Verbots oder Gebots dieses Gesetzes erforderlich ist. Sie kann insbesondere die Angabe von Bestandsveränderungen in Finanzinstrumenten sowie Auskünfte über die Identität weiterer Personen, insbesondere der Auftraggeber und der aus Geschäften berechtigten oder verpflichteten Personen, verlangen. Gesetzliche Auskunfts- oder Auskunfts- oder Aussageverweigerungsrechte sowie gesetzliche Verschwiegenheitspflichten bleiben unberührt.

un'attività ispettiva, riscontri la commissione di un reato, la BaFin informa direttamente la Procura di Stato⁴⁵⁶.

Infine la legge stabilisce che ogni tipo di contestazione contro le misure adottate non può avere mai un effetto dilatorio⁴⁵⁷.

La BaFin esprime la sua volontà in diversi modi e precisamente con ordinanze (*Rechtsverordnungen*) in attuazione della legge del 2002, oppure con regolamenti di carattere generale (*Allgemeinverfügungen*) con effetti vincolanti per i destinatari; tuttavia, di regola, agisce attraverso l'adozione di atti di indirizzo non vincolanti che possono assumere la forma di pronunce (*Verlautbarungen*) o circolari (*Rundschreiben*), basandosi sul presupposto che i soggetti destinatari intendano conformarsi alle direttive impartite.

Occorre far presente che la vigilanza della BaFin è di tipo federale e regolamentare; in altri termini vigila sulla prevenzione e la lotta all'*insider trading*, sul rispetto dei doveri di informazione al mercato, sulla completezza dei prospetti informativi e la manipolazione dei prezzi. In tale settore i *Länder* hanno dei compiti di vigilanza sull'andamento generale degli scambi, sull'ammissione di vari soggetti in borsa, sugli strumenti informatici, sulla formazione dei prezzi. I singoli *Länder* assumono anche funzioni di controllo sugli istituti costituiti secondo le leggi dello stesso Land e che operano all'interno del suo territorio. A

⁴⁵⁶ WpHG § 4 (5) Die Bundesanstalt hat Tatsachen, die den Verdacht einer Straftat nach § 38 begründen, der zuständigen Staatsanwaltschaft unverzüglich anzuzeigen. Sie kann die personenbezogenen Daten der Betroffenen, gegen die sich der Verdacht richtet oder die als Zeugen in Betracht kommen, der Staatsanwaltschaft übermitteln, soweit dies für Zwecke der Strafverfolgung erforderlich ist. Die Staatsanwaltschaft entscheidet über die Vornahme der erforderlichen Ermittlungsmaßnahmen, insbesondere über Durchsuchungen, nach den Vorschriften der Strafprozessordnung. Die Befugnisse der Bundesanstalt nach den Absätzen 2 bis 4 bleiben hiervon unberührt, soweit dies für die Vornahme von Verwaltungsmaßnahmen oder zur Erfüllung von Ersuchen ausländischer Stellen nach § 7 Abs. 2, Abs. 2b Satz 1 oder Abs. 7 erforderlich ist und soweit eine Gefährdung des Untersuchungszwecks von Ermittlungen der Strafverfolgungsbehörden oder der für Strafsachen zuständigen Gerichte nicht zu besorgen ist.

⁴⁵⁷ WpHG § 4 (7) Widerspruch und Anfechtungsklage gegen Maßnahmen nach den Absätzen 1 bis 4 und 6 haben keine aufschiebende Wirkung.

tal fine in ogni Land opera una Autorità di vigilanza sulle borse (le *Börsenaufsichtsbehörden*), competente per i mercati regolamentati operanti sul territorio: le relative funzioni sono assunte dai Ministri economici dei singoli *Länder* oppure da organismi di controllo istituiti presso i mercati regolamentati presenti sul territorio tedesco⁴⁵⁸.

In questa sua funzione di vigilanza la BaFin ha al suo interno anche un Comitato consultivo (*Wertpapierrat*) composto dai rappresentanti di ogni *Land* e dai rappresentanti del Ministero delle Finanze, Ministero della Giustizia, dell'economia e del lavoro, nonché dei rappresentanti della Banca Centrale Federale. Il Consiglio può avvalersi anche della consulenza di tecnici esperti nel campo borsistico, del mercato azionario e delle scienze economiche⁴⁵⁹. Questo Comitato esercita la vigilanza e fornisce pareri all'Autorità attraverso istruzioni programmatiche sull'attività di sorveglianza, con consulenze nell'ambito della sorveglianza sulle istituzioni borsistiche e su quelle che scambiano strumenti finanziari, con una vigilanza sulla corretta divisione di competenze fra la BaFin e le Autorità preposte alla supervisione dei mercati, nonché sulla loro cooperazione. Il Comitato può fornire suggerimenti sull'attività di supervisione della BaFin che è tenuta a redigere un rapporto annuale sulla sua attività, sulla sicurezza e sulla cooperazione internazionale⁴⁶⁰. Di norma il Comitato si

⁴⁵⁸ Cfr. Ufficio ricerche sulla legislazione comparata e per le relazioni con il C.E.R.D.P. (a cura di), *L'ordinamento della vigilanza sui mercati finanziari in Europa: una panoramica di diritto comparato*, Servizio Studi del Senato, n. 10, novembre 2009. <https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/00736842.pdf>

⁴⁵⁹ WpHG § 5 (1) Bei der Bundesanstalt wird ein Wertpapierrat gebildet. Er besteht aus Vertretern der Länder. Die Mitgliedschaft ist nicht personengebunden. Jedes Land entsendet einen Vertreter. An den Sitzungen können Vertreter der Bundesministerien der Finanzen, der Justiz und für Verbraucherschutz und für Wirtschaft und Energie sowie der Deutschen Bundesbank teilnehmen. Der Wertpapierrat kann Sachverständige insbesondere aus dem Bereich der Börsen, der Marktteilnehmer, der Wirtschaft und der Wissenschaft anhören. Der Wertpapierrat gibt sich eine Geschäftsordnung.

⁴⁶⁰ WpHG § 5 (2) Der Wertpapierrat wirkt bei der Aufsicht mit. Er berät die Bundesanstalt, insbesondere

riunisce una volta all'anno convocato dal Presidente della BaFin, oppure, nel caso che ne faccia richiesta un terzo dei suoi membri⁴⁶¹.

Come si vede alla BaFin sono attribuiti poteri e funzioni del tutto simili a quelli attribuiti in Italia alla Banca d'Italia e alla CONSOB, come poteri interdettivi, autorizzativi, ispettivi, giurisdizionali⁴⁶².

Ma nella Repubblica Federale Tedesca ci sono anche altre Autorità indipendenti come la *Deutsche Bundesbank*, il *Bundeskartellamt* (Antitrust) e il *Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung* (FMSA)⁴⁶³; il paragrafo 6 del WpHG prevede

-
1. bei dem Erlass von Rechtsverordnungen und der Aufstellung von Richtlinien für die Aufsichtstätigkeit der Bundesanstalt,
 2. hinsichtlich der Auswirkungen von Aufsichtsfragen auf die Börsen- und Marktstrukturen sowie den Wettbewerb im Handel mit Finanzinstrumenten,
 3. bei der Abgrenzung von Zuständigkeiten zwischen der Bundesanstalt und den Börsenaufsichtsbehörden sowie bei Fragen der Zusammenarbeit.

Der Wertpapierrat kann bei der Bundesanstalt Vorschläge zur allgemeinen Weiterentwicklung der Aufsichtspraxis einbringen. Die Bundesanstalt berichtet dem Wertpapierrat mindestens einmal jährlich über die Aufsichtstätigkeit, die Weiterentwicklung der Aufsichtspraxis sowie über die internationale Zusammenarbeit.

⁴⁶¹ WpHG § 5 (3) Der Wertpapierrat wird mindestens einmal jährlich vom Präsidenten der Bundesanstalt einberufen. Er ist ferner auf Verlangen von einem Drittel seiner Mitglieder einzuberufen. Jedes Mitglied hat das Recht, Beratungsvorschläge einzubringen.

⁴⁶² Rispettando la normativa UE le indagini e i procedimenti sono svolti con ogni forma di garanzia per l'“indagato” il quale ha il diritto di essere informato delle indagini e di nominare un difensore. § 4 (9) Der zur Erteilung einer Auskunft Verpflichtete kann die Auskunft auf solche Fragen verweigern, deren Beantwortung ihn selbst oder einen der in § 383 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 der Zivilprozessordnung bezeichneten Angehörigen der Gefahr strafgerichtlicher Verfolgung oder eines Verfahrens nach dem Gesetz über Ordnungswidrigkeiten aussetzen würde. Der Verpflichtete ist über sein Recht zur Verweigerung der Auskunft zu belehren und darauf hinzuweisen, dass es ihm nach dem Gesetz freistehe, jederzeit, auch schon vor seiner Vernehmung, einen von ihm zu wählenden Verteidiger zu befragen.

⁴⁶³ L'FMSA è l'Autorità Indipendente deputata a gestire un fondo speciale a sostegno delle banche in difficoltà.

l'obbligo di collaborazione tra loro, anche con scambio di informazioni e dati “*erforderlich für die Erfüllung ihrer Aufgaben*”⁴⁶⁴.

Bisogna ricordare che da sempre la Bundesbank ha avuto compiti di supervisione nel sistema bancario in riferimento alla sua funzione storica di controllo della politica monetaria e di vigilanza professionale.

La recente riforma del 2014 ha ridisegnato il campo della sorveglianza ridistribuendo i compiti, rivalutando ancora di più i poteri della Bundesbank che il FinDAG del 2002 aveva attenuato.

Si assiste così anche nell’“ordinata Germania” ad una sorta di parallelismo, se non di sovrapposizione di funzioni, anche se, nel frattempo, alcuni dei poteri della *Bundesbank* sono stati trasferiti alla BCE.

Siamo pressoché nell’identica situazione italiana, con la differenza che il protocollo d’intesa fra le diverse Autorità (*Bundesbank* – BaFin in Germania, Banca d’Italia – CONSOB in Italia) nella Repubblica Federale è stato predisposto dal Parlamento. Quest’ultimo assegna alla Bundesbank la vigilanza sulla stabilità delle banche, valutando i documenti, i reports predisposti annualmente dagli istituti di credito.

La BaFin invece è responsabile delle cosiddette *sovereign measures* (operazioni di autorizzazione, monitoraggio e interdizione delle attività di istituti di credito) e di istruzioni di carattere generale (come fissare *standards* di comportamento per limitare il rischio o “regolare” servizi finanziari di nuova introduzione).

La prospettiva però è sempre quella collaborativa, tanto che la BaFin prima di emanare un regolamento per un’ispezione bancaria o per la gestione della crisi deve coinvolgere la *Bundesbank*.

⁴⁶⁴ WpHG § 6 (2) Die Bundesanstalt, die Deutsche Bundesbank im Rahmen ihrer Tätigkeit nach Maßgabe des Kreditwesengesetzes, das Bundeskartellamt, die Börsenaufsichtsbehörden, die Handelsüberwachungsstellen, im Rahmen ihrer Tätigkeiten nach Maßgabe des Energiewirtschaftsgesetzes die Bundesnetzagentur und die Landeskartellbehörden sowie die für die Aufsicht über Versicherungsvermittler und die Unternehmen im Sinne des § 2a Absatz 1 Nummer 7 zuständigen Stellen haben einander Beobachtungen und Feststellungen einschließlich personenbezogener Daten mitzuteilen, die für die Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich sind.

Nell'adempimento delle loro funzioni le Autorità di vigilanza sono coadiuvate dalle società di revisione che devono redigere un dettagliato rapporto annuale sulla situazione complessiva della società e avvertire immediatamente l'Autorità di vigilanza se riscontrano evidenti anomalie del sistema finanziario. Il rapporto redatto dalle società di revisioni viene esaminato alla luce di tutte le altre informazioni disponibili.

I revisori oltre a dover verificare che l'istituto rispetti la normativa, sono tenuti ad analizzare tutte le poste di bilancio e tutti i profili dell'intermediario: organizzazione, patrimonio, redditività, liquidità controlli interni, affidabilità delle segnalazioni, contabilità.

La BaFin collabora con la *Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung* (DPR) - Autorità di controllo dei revisori contabili, nel senso che la DPR fa il primo controllo e invia il report alla BaFin; quest'ultima decide come rimediare alle anomalie riscontrate.

Sul sito della DPR, a proposito della sua *mission* si legge: *“in the interest of the capital market, we wish to contribute to truthful and transparent accounting of capital market oriented companies. Our actions are based on the purpose of accounting and the related accounting standards, high professional quality, personal integrity and independence, excellence in our work and a reasonable sense of proportion”*⁴⁶⁵.

In questo caso la BaFin esercita un controllo di tipo secondario.

Collabora anche con le commissioni degli esperti di borsa che incontra più volte all'anno per discutere delle questioni più importanti riguardanti la vita borsistica.

Collabora infine con i ministri delle finanze dei vari Länder che controllano le assicurazioni e le banche locali.

Inoltre la BaFin ha anche il potere di effettuare ispezioni straordinarie di tipo settoriale, affidandone l'esecuzione o alle società di revisione o alla Bundesbank.

Da quanto detto si può evincere che una parvenza di unitarietà esista nel sistema di vigilanza tedesco, in quanto la BaFin è l'unico termine di riferimento per la

⁴⁶⁵ Per maggiori approfondimenti sulla DPR vedi: http://www.frep.info/index_en.php

vigilanza, emana regolamenti con regole prudenziali sull'adeguatezza patrimoniale e la liquidità, definisce le *best practices* per l'organizzazione interna dei vigilati, ma ha due "paletti": da una parte la legge (KWG e le Direttive europee) dall'altra i pareri "vincolanti" della Bundesbank.

Tuttavia il lavoro dei dipartimenti intersettoriali della BaFin è ostacolato dal fatto che, nonostante la riunificazione delle tre ex Autorità di Vigilanza, i tre settori vigilati (bancario, assicurativo, mobiliare) continuano ad essere regolati da tre leggi ben distinte (KWG, VAG, WpHG)⁴⁶⁶ e non esiste ancora un testo non frazionario con cui regolare i "conglomerati finanziari"⁴⁶⁷.

D'altra parte nel settore bancario è già forte la presenza pubblica con un basso tasso di concentrazione della proprietà, per cui l'incidenza della vigilanza non è preponderante.

Al riguardo qualcuno ha scritto che "la mancanza di indipendenza dal potere politico della BaFin, controbilanciata dalla partecipazione della Bundesbank alla vigilanza, e la conseguente incompleta autonomia nello svolgimento della funzione di vigilanza sembrano rappresentare limiti non secondari per la capacità

⁴⁶⁶ La *Kreditwesengesetz* (KWG) è la legge che regola la vigilanza bancaria, la *Versicherungsaufsichtsgesetz* (VAG) è la legge che regola la vigilanza sulle assicurazioni e la *Wertpapierhandel* (WpHG) regola la vigilanza sui mercati mobiliari.

⁴⁶⁷ Col termine "conglomerati finanziari" si intendono gruppi con una comune strategia e una struttura manageriale centralizzata, che offrono una vasta gamma di prodotti finanziari one-stop. In Germania si parla anche di *Allfinanz* e *Bankassurance* per indicare una convergenza finanziaria tra diverse categorie di fornitori di servizi finanziari come banche e assicurazioni. Il fenomeno ha assunto grande importanza dopo che nel maggio del 2001 la società Allianz ha acquisito la Dresdner Bank. In realtà la Germania aveva già una tradizione di interessi incrociati tra banche e compagnie assicurative; ad esempio Munich Re, la seconda compagnia assicurativa della Germania, possiede circa un quarto della seconda banca tedesca HypoVereinsbank. Cfr. Schüler Martin, *Integrated Financial Supervision in Germany*, ZEW Discussion Papers n. 04-35, pag. 16. <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0435.pdf>.

dell'ente di proporsi come interlocutore esterno primario e punto di riferimento centrale di tutto il sistema bancario"⁴⁶⁸.

Ovviamente le regole della UE hanno introdotto dei cambiamenti ma "*such adjustments, the amendments left the supervisory concept embeded in the banking act – imposing exposure limits relative to banks' capital – intact*"⁴⁶⁹.

1.3 Responsabilità

Per quanto riguarda la responsabilità della pubblica amministrazione nell'ordinamento tedesco, in generale vale quella nei confronti dei singoli cittadini che possono lamentare di aver subito un danno o un torto da un dipendente della P.A. e dunque iniziare particolari procedure per rivalersi. Invece per le Autorità indipendenti, per lungo tempo, questo non è stato possibile perché agiscono esclusivamente per la tutela del pubblico interesse e dunque non possono essere considerati responsabili verso i terzi⁴⁷⁰.

La situazione è mutata nel 1979 quando la Corte di Cassazione Federale (*Bundesgerichtshof*) con riguardo a due casi di dissesti bancari (*Wetterstein* e *Herstatt*), dispose che i risparmiatori di un istituto bancario, danneggiati in conseguenza dell'omessa vigilanza da parte dell'ufficio federale di controllo delle banche, erano legittimati ad agire in giudizio per ottenere il risarcimento dei danni conseguenti alla violazione degli obblighi di protezione⁴⁷¹.

⁴⁶⁸ Di Capua Christian, *Il sistema bancario tedesco*, in Quaderni di ricerche dell'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari "Luigi Einaudi", Roma, n. 56, 2003, pag. 105.

⁴⁶⁹ Domanski Dietrich, *The impact of financial regulation on financial structures in post-war Germany*, in Quaderni di ricerche dell'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari "Luigi Einaudi", Roma, n. 45, 2003, pag. 10.

⁴⁷⁰ Cfr. Blandini Antonio, *Responsabilità degli organi di vigilanza*, in Patroni Griffi Antonio, Sandulli Michele e Santoro Vittorio (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, G. Giappichelli, Torino, 1999, pag. 323.

⁴⁷¹ Sentenze del Bundesgerichtshof del 15 febbraio 1979 n. 1354 e del 12 luglio 1979 n. 1879.

Nel 1984 però il legislatore tedesco riformando il paragrafo 6 del KWG ripristinò la tradizionale concezione dell'esclusivo "interesse pubblico" delle Autorità indipendenti, escludendo di nuovo la possibilità di essere chiamate in giudizio per *culpa in vigilando*. Tale impostazione è stata ribadita più volte e riconosciuta anche dalla Corte di Giustizia Europea investita dalla questione dal *Bundesgerichtshof* nel 2004⁴⁷².

Ancora nel 2005 il BGH ha riconfermato tali posizioni non accettando l'istanza risarcitoria presentata dai clienti della BVH-Bank contro la BaFin; nella sua difesa lo Stato ribadiva che "*das Amt nehme seine Aufgaben nur in öffentlichen Interesse wahr*"⁴⁷³.

Tuttavia dopo il 2008 le cose sono un po' cambiate, perché è stato istituito un fondo speciale per sostenere le banche in difficoltà, gestito dall'FMSA.

Con l'acuirsi della crisi nel 2009, l'FMSA è diventata una vera e propria Autorità federale; opera sotto la vigilanza del Ministero delle finanze e assume responsabilità in materia di titoli finanziari di cattiva qualità acquisiti dagli

⁴⁷² Un cittadino tedesco, che aveva perso i suoi risparmi col fallimento di una banca, aveva citato in giudizio la Bundesbank perché la direttiva UE n. 94/19 (sui depositi bancari) era stata recepita in ritardo. Il Bundesgerichtshof aveva chiesto alla Corte di Giustizia se le norme del Codice Civile tedesco e il paragrafo 6 del KWG fossero o meno compatibili con la normativa europea in difesa dei depositanti. La risposta della Corte nel 2004 fu precisa e netta: non esisteva incompatibilità tra la normativa europea e la particolare impostazione germanica del "pubblico interesse", in quanto la prima lascia ogni Stato membro libero di disporre a sua volontà delle regole di vigilanza. La decisione della Corte di Giustizia Europea è del 12 ottobre 2004, causa n. C-222/02, in Foro italiano, 2005, IV, 101. La sentenza è commentata anche in Siclari Domenico, *Drittbezogenheit del dovere d'ufficio, öffentlichen Interesse ed esclusione della responsabilità dell'autorità di vigilanza bancaria nell'ordinamento tedesco*, in Giurisprudenza italiana, UTET, n. 2, IV, 2005, pagg. 390 ss. Un ulteriore commento è in Poto Margherita, *La Corte di giustizia e il sistema tedesco di vigilanza prudenziale: la primauté si scontra con il vecchio adagio ubi maior, minor cessat*, in Rivista italiana di diritto pubblico comparato, n. 3, 2005. Sul tema, più in generale, vedi anche Poto Margherita, *La responsabilità degli organi di vigilanza nel sistema tedesco*, in Responsabilità civile e previdenza, volume: 71/I, numero: 1, 2006.

⁴⁷³ Bundesgerichtshof sentenza del 20 gennaio 2005, III ZR 48/01.

istituti prima del 31 dicembre 2008. Nel suo sito ufficiale si legge che dal 2015 “the FMSA has assumed the role and responsibilities of the German National Resolution Authority within the European Single Resolution Mechanism. In close cooperation with the Single Resolution Board, the FMSA is, thus, drafting resolution plans for German banks”⁴⁷⁴.

Diversamente, come abbiamo visto, in Italia è stata riconosciuta la responsabilità indiretta della CONSOB che, più volte, è stata chiamata a risarcire i danni, mentre la tutela dei risparmiatori e dei depositanti è stata rivista dalla legge sul risparmio n. 262 del 2005⁴⁷⁵.

2) La Securities and Exchange Commission (SEC)

Se si vuole comprendere a fondo la situazione dei mercati finanziari e il problema della loro regolazione, non si può prescindere dall’analizzare il mondo USA, da decenni ormai superpotenza economica e militare.

In verità gli Stati Uniti sono anche un *exemplum* per disvelare i “misteri” del mondo finanziario perché, fin dalla loro nascita, hanno sperimentato i benefici e i costi di un liberismo sfrontato e di un mercato regolamentato.

La necessità di una regolamentazione è ormai acclarata e riconosciuta anche dai liberisti più sfrenati in quanto la vita finanziaria di un’impresa si basa sui concetti di *voice* e *exit*⁴⁷⁶.

Voice si riferisce al diritto di voto degli azionisti che partecipano al processo decisionale dell’impresa. Tutte le questioni di strategia d’affari e, cosa più importante, di strategia finanziaria, sono stabilite ed eseguite all’interno, vale a dire che il *management* avrebbe il dovere di trovare investitori e offrire loro il diritto a prendere parte all’affare. Da questo punto di vista l’informazione non deve essere pubblicata ma solo distribuita tra i pochi azionisti, di modo che il

⁴⁷⁴ Sito FMSA: <http://www.fmsa.de/de/index.html>.

⁴⁷⁵ Vedi paragrafo sulla responsabilità della CONSOB e della legge sul risparmio a pagina 112.

⁴⁷⁶ Cfr. Hirschman Albert O., *Exit, Voice, and Loyalty*, Harvard University Press, 1970, pag 21-29.

termine voce, inteso come il coinvolgimento degli azionisti, resta un mero affare interno⁴⁷⁷.

Exit invece permette di realizzare il finanziamento all'esterno, cioè sul mercato dei capitali. Inevitabilmente quest'apertura crea un numero più alto di investitori, maggiore flessibilità finanziaria e maggiore flessibilità tra gli investitori dal momento che i vecchi azionisti sono liberi di uscire dal loro investimento vendendo i loro titoli e nuovi investitori possono entrare.

Necessariamente si dovrà regolamentare *in primis* per assicurarsi che le richieste di capitali esterni non cozzino contro la *compliance* e i principi di un mercato *free and fair*; *in secundis* per proteggere gli investitori non dal rischio di perdita, intrinseco al mercato, ma dalla malafede degli emittenti o degli intermediari⁴⁷⁸.

In altri termini un mercato ideale avrà alti livelli di trasparenza, efficienza e integrità⁴⁷⁹, anche se è l'efficienza il fattore più incidente⁴⁸⁰, in particolare l'efficienza istituzionale che si ottiene quando si raggiungono i principi fondamentali e un efficiente meccanismo dei segmenti di mercato.

I passi vitali per questo scopo sono la fiducia degli investitori nel mercato dei capitali, l'entrata nel mercato facile e libera per tutti i partecipanti e un sicuro assetto dei titoli tipizzati con un alto grado di trasferibilità e sufficiente liquidità.

Le norme e le regolazioni relative all'efficienza istituzionale sono la proibizione dell'*insider trading*, i meccanismi per la costituzione di una maggioranza e la

⁴⁷⁷ Cfr. Niemeyer Jonas, *An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision: Where to Go after the Lamfalussy Report?*, pubblicato online nel 2001, pagg. 18 ss. <http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf>.

⁴⁷⁸ Cfr. *Ibidem*, pag. 27.

⁴⁷⁹ Cfr. Büche Christian, *Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integeren Finanzmarkts*, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden Baden, 2005, pag. 29.

⁴⁸⁰ Efficienza che possiamo suddividere in efficienza allocativa, operativa e istituzionale; per efficienza allocativa si intende che il capitale è allocato laddove vi è più necessità e ottiene una ricompensa tanto più grande quanto più alto è il rischio dell'investitore; per efficienza operativa si intende la minimizzazione dei costi delle transazioni per gli emittenti, gli investitori e i potenziali intermediari. Cfr. Lenenbach Markus, *Kapitalmarkt- und Börsenrecht*, RWS Vlg Kommunikationsforum, Köln, 2002, pag. 20.

prevalenza del voto degli azionisti, codici di comportamento per gli intermediari finanziari e l'evitare conflitti d'interesse nel loro campo di lavoro come pure la vigilanza governativa sui mercati.

Studi empirici hanno dimostrato che la massa e la liquidità dei mercati finanziari (e dunque le risultanze dell'efficienza allocativa, operativa e istituzionale) è direttamente collegata con la qualità della protezione legale data ai *shareholders*.

La Securities and Exchange Commission (SEC) sorta con il *Securities Exchange Act* (SEA) del 1934, nacque proprio per proteggere gli investitori, assicurare l'integrità e l'efficienza del mercato dei capitali e facilitare la formazione dei capitali dopo la drammatica crisi del 1929.

In realtà fin dal 1789 il Congresso USA fissò *gilt-edged securities* per arrivare poi al 1792, anno di fondazione della *New York Stock Exchange* (NYSE); il mercato azionario si espanse sempre di più con l'affermarsi delle industrie, delle attività minerarie (miniere d'oro) e delle costruzioni ferroviarie; ma per quasi un secolo sia il governo che il mondo degli affari erano convinti che “*had a vested interest in maintaining the confidence of investors and thus would see that the activities of their members were honest*”⁴⁸¹ per cui non era necessaria una regolazione.

Tale fiducia era malriposta perché scandali continui e manipolazione dei cambi convinsero il Congresso ad intervenire nel 1914 con l'approvazione del *Clayton Antitrust Act* e del *Federal Trade Commission Act* che istituiva la *Federal Trade Commission* (FTC); inoltre ogni Stato approvò le cosiddette *blue sky laws*⁴⁸²,

⁴⁸¹ Koslow Philip, *Securities and Exchange Commission (Know Your Government)*, Chelsea House Publishers, 1990, pag. 19.

⁴⁸² Chiamate così perché in un processo qualcuno denunciò che alcune pratiche correnti, come gli schemi speculativi, avevano la stessa distanza della terra dal “cielo blu”. Il primo Stato a stabilire una regolazione per gli scambi di borsa fu il Kansas nel 1911, lo seguirono altri 22 Stati fino al 1913. Cfr. Marcus Kiefer, *Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung der U.S. Securities and Exchange Commission*, Gabler edition wissenschaft, Francoforte sul Meno, 2003, pag. 46.

norme regolatorie dei mercati azionari per la prevenzione delle frodi e la regolamentazione dei *brokers* e degli emittenti⁴⁸³.

Ma i problemi rimasero irrisolti per gli scambi tra gli Stati, portando così alla crisi del 1929.

Tra il 1932 e il 1933 la Commissione del Senato per le Banche condusse un'inchiesta sul *crack* e il rapporto Pecora (dal nome del capo delle indagini Ferdinand Pecora) affermò che un gran numero di “*frauds, scams, and abuses (that) culminated in the 1929 crash*”⁴⁸⁴.

Quest'inchiesta, unita alla politica del *New Deal*, portò il Congresso ad approvare il *Glass-Steagall Act*⁴⁸⁵ che separò le banche commerciali da quelle di investimento.

Ma i pilastri della regolazione federale dei mercati mobiliari furono nel 1933 il *Securities Act* (SA) e, nel 1934, il *Securities Exchange Act* (SEA); col primo si stabilì l'obbligo di registrazione per ogni offerta pubblica di azioni con informazioni sull'emittente e sul tipo di investimento; il secondo cercò di risolvere i problemi del mercato secondario come “*false and misleading statements about stocks trading on the secondary market, usually coupled with insiders profiting from confidential inside information; a lack of legally compelled disclosure of material information by public firms; and shortcomings in the proxy solicitation process, leading to a lack of responsiveness by public company boards and managers to their shareholders*”⁴⁸⁶.

⁴⁸³ Cfr. Ratner David L, *Securities Regulation*, West Publishing Company, St. Paul, Minnesota, 2° edizione, 1980, pag. 5.

⁴⁸⁴ Chernowjan Ron, *Where Is Our Ferdinand Pecora?*, The New York Times, 5 gennaio 2009, pag. 25.

⁴⁸⁵ Dal nome dei suoi promotori, il senatore Carter Glass e il deputato Henry B. Steagall.

⁴⁸⁶ Langevoort Donald C., Cox James D. e Hillman Robert W., *Securities Regulation: Cases And Materials*, Aspen Publishers, 2009, 6° edizione, pag. 6.

Fu creata la SEC con il potere “*to register and regulate broker-dealers, transfer agents, clearing agencies, and exchanges*”⁴⁸⁷.

Nel 1940, dopo un’indagine di quattro anni della SEC, fu approvato *l’Investment Company Act of 1940* (’40 Act) per regolare le società d’investimento, definite come società che “*engage primarily in investing, reinvesting, and trading in securities, and whose own securities are offered to the investing public*”⁴⁸⁸.

Questa legge fissa l’indipendenza del Consiglio di amministrazione delle società; richiede un rapporto annuale di ogni contratto tra la società d’investimento e i suoi promotori, le condizioni di transazioni tra la società e i suoi capi, direttori, affiliati dietro approvazione della SEC e regola la struttura del capitale delle società d’investimento⁴⁸⁹.

La SEC dagli anni ’40 fino al 2000 (tranne l’eccezione della presidenza Kennedy) dovette lottare contro l’ostilità dei capitalisti e dei liberisti, che ebbero la meglio, costringendola ad una quasi inattività.

La situazione è mutata nel 2002 quando la rivoluzione informatica dei mercati azionari e gravissimi scandali finanziari (Enron, Xerox, Tyco), portarono all’approvazione del *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) che, per assicurare l’indipendenza delle società di revisione ed eliminare i conflitti d’interesse tra gli analisti finanziari, istituì il *Public Company Accounting Oversight Board*

⁴⁸⁷ Crawford John, Karpoff Tim, Allen Angela, Allen Nicole, Margolis Michael, *Memorandum Concerning the Securities and Exchange Commission and the Commodity Futures Trading Commission, The Volcker Alliance, 2015, pag. 4.*
https://volckeralliance.org/sites/default/files/attachments/Background%20Paper%203_Memorandum%20Concerning%20The%20Securities%20and%20Exchange%20Commission%20and%20The%20Commodity%20Futures%20Trading%20Commission.pdf

⁴⁸⁸SEC, *The Laws That Govern the Securities Industry*, Investment Company Act of 1940.
<https://www.sec.gov/about/laws.shtml>

⁴⁸⁹ Cfr. Langevoort Donald C., Cox James D. e Hillman Robert W., *Securities Regulation: Cases And Materials*, op. cit., pag. 11.

(PCAOB), un'organizzazione privata *no-profit* autorizzata a vigilare sulla revisione delle società pubbliche⁴⁹⁰ e dei *brokers*.

Il PCAOB “*registers, conducts examinations, reviews regulatory reports, and writes rules for all accounting firms that conduct audits of public companies or broker-dealers*”⁴⁹¹.

La crisi finanziaria del 2007/2008 ha portato all'approvazione nel 2010 del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* (Dodd-Frank) che ha rivisto l'intero sistema finanziario; le principali norme che riguardano la SEC sono: l'istituzione del *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), di cui il Presidente della SEC è uno dei membri; la *Volcker Rule* che richiede alla SEC di rafforzare il suo controllo verso determinati enti (in specie le banche affiliate) con la proibizione per le banche di possedere o sponsorizzare *private equity* e *hedge funds*.

Infine nel 2012 il *Jumpstart Our Business Startups Act of 2012* (JOBS Act), per facilitare la raccolta di fondi delle *startups*, ha dato mandato alla SEC di facilitare l'offerta e la vendita di azioni attraverso il *crowdfunding*, allentando i vincoli di registrazione e sollecitazione al pubblico risparmio fissato dalla SA del '33.

2.1 Struttura

La SEC è il principale regolatore federale dei mercati dei capitali che ha come *mission* proteggere gli investitori, assicurare l'integrità e l'efficienza del mercato dei capitali e facilitare la formazione dei capitali.

⁴⁹⁰ Nel mondo anglosassone per società pubbliche si intende una società registrata in un pubblico registro.

⁴⁹¹ SEC, *U.S. Securities and Exchange Commission: Organizational Study and Reform at 37*, Mar. 10, 2011, preparato dal Boston Consulting Group (BCG), pag. 23. <https://www.sec.gov/news/studies/2011/967study.pdf>

Il termine SEC è riferito sia alla Commissione che stabilisce le regole sia all'intera organizzazione amministrativa.

La Commissione è formata da 5 membri, di cui uno è designato come Presidente, nominati dal Presidente degli Stati Uniti e confermati dal Senato; resta in carica cinque anni e non più di tre commissari possono appartenere allo stesso partito politico del Presidente; gli attuali commissari sono: Mary Jo White – Presidente, Kara M. Stein – Commissario, Michael S. Piwowar– Commissario; gli altri due attualmente risultano vacanti⁴⁹².

L'attuale struttura della SEC comprende cinque divisioni, ventidue uffici centrali e undici uffici regionali; delle cinque divisioni tre sono specializzate perché dedicate alla *Corporation Finance*, *Investment Management* e *Trading & Markets*; le altre due, *Enforcement* e *Economic Risk Analysis* svolgono funzioni intersettoriali per l'azione di vigilanza.

La *Division of Corporation Finance* focalizza la sua attenzione sulle società finanziarie registrate secondo le leggi del 1933 e del 1934; queste società sono circa novemila e le loro emissioni vengono monitorate e controllate da questa divisione⁴⁹³.

La *Division of Enforcement* è responsabile del rispetto delle leggi federali sui mercati azionari; indaga sulle presunte violazioni, rappresenta la SEC presso le Corti federali e amministrative e impone sanzioni come “*injunctions, monetary penalties and disgorgement, and suspension from the securities industry or from acting as a corporate officer or director*”⁴⁹⁴.

La *Division of Investment Management* regola le attività di investimento delle società finanziarie; monitora grandi compagnie d'investimento e i loro prodotti, emanando “*guidance, drafts rule proposals, and monitors risk in the asset*

⁴⁹² SEC, Current SEC Commissioners. <https://www.sec.gov/about/commissioner.shtml>

⁴⁹³ SEC, FY 2015 Congressional Budget Justification, FY 2015 Annual Performance Plan, FY 2013 Annual Performance Report 8, pagg. 4 e 62. <http://www.sec.gov/about/reports/secfy15congbudgjust.pdf>.

⁴⁹⁴ *Ibidem*, pag. 48.

management industry”⁴⁹⁵. I soggetti vigilati sono circa quindicimila di cui undicimila sono promotori finanziari e quattromila società d’investimento.

La *Division of Economic and Risk Analysis*, istituita nel 2009 “*to integrate financial economics and rigorous data analytics into the core mission of the SEC*”⁴⁹⁶, è usata dalla SEC per ottenere dati e analisi economiche al fine di creare algoritmi “*to analyze the order and transaction files of high-speed traders and quantify the extent of abusive trading*” nelle indagini sulle manipolazioni di mercato. In particolare è stato sviluppato il “*Accounting Quality Model*” finalizzato a “*identify risk factors associated with higher probabilities of earnings management and potentially nefarious behavior through managers’ use of discretionary accrual*”⁴⁹⁷.

La *Division of Trading and Markets* vigila sui *brokers*, sui mercati azionari, sulle organizzazioni autoregolatorie (SROs) come la *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), sulle *clearing agencies* e i *transfer agents*⁴⁹⁸.

Tra gli uffici il più importante è l’*Office of Compliance, Inspections and Examinations* (OCIE), con uno staff più numeroso di ogni divisione tranne la *Divisione Enforcement*; l’OCIE “*administers the SEC’s nationwide examination and inspection program for registered self-regulatory organizations, broker-dealers, transfer agents, clearing agencies, investment companies, and investment advisors*”⁴⁹⁹. Tra quelli “creati” *ex novo* dalla Dodd-Frank citiamo l’*Office of Credit Ratings*, che vigila sulle agenzie di rating registrate e l’*Office*

⁴⁹⁵ *Ibidem*, pag. 11.

⁴⁹⁶ Sulla *Division of Economic and Risk Analysis*, vedi SEC website. <http://www.sec.gov/dera/Article/about.html#.VCSS0xa6980>

⁴⁹⁷ SEC, FY 2015 Congressional Budget Justification, FY 2015 Annual Performance Plan, cit., pag. 82.

⁴⁹⁸ La divisione vigila su circa quattromilaquattrocentocinquanta *brokers*, quattrocentocinquanta *transfer agents*, diciotto mercati borsistici nazionali, sei mercati sui futures e sette *clearing agencies* registrate.

⁴⁹⁹ SEC, FY 2015 Congressional Budget Justification, FY 2015 Annual Performance Plan, cit., pag. 55.

of Municipal Securities che vigila su circa mille promotori municipali, e sul *Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB)*⁵⁰⁰.

Negli USA esistono altre *agencies* di vigilanza come la FED e la CFTC; con queste la SEC ha stipulato memorandum d'intesa per scambiare informazioni e cooperare nelle materie di comune interesse. Dopo l'istituzione del FSOC la SEC collabora con questo Consiglio strettamente e un suo *senior official* partecipa alle riunioni bisettimanali del Consiglio che “*coordinates and oversees the work of the Systemic Risk Committee and five other functional committees*”⁵⁰¹.

La Dodd-Frank ha istituito anche la CFTC per il mercato dei derivati: la SEC ha pubblicato, con la sua collaborazione, regole su alcuni derivati “trasversali” e una vasta gamma di definizioni di prodotti finanziari per determinarne il tipo di vigilanza. Con l'approvazione della *Volcker Rule* la SEC, in materia bancaria, ha dovuto coordinare la sua azione con la FED, con *l'Office of the Comptroller of the Currency*, la CFTC e la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*.

Col Parlamento la SEC oltre al “cordone ombelicale” che la lega al Senato, ha un rapporto continuo con le commissioni e sottocommissioni parlamentari che possono convocare sia il suo Presidente che alti funzionari per *testify*; in particolare collabora con la Commissione per i servizi finanziari e la sottocommissione per il mercato dei capitali e le imprese *Government-Sponsored*⁵⁰².

I necessari rapporti di cooperazione internazionale con gli altri *regulators* sono coordinati dall'ufficio affari internazionali; di recente la SEC ha concluso

⁵⁰⁰ *Ibidem*, pag. 104.

⁵⁰¹ Financial Stability Oversight Council 2014 Annual Report, pag. 110.

<http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Documents/FSOC%202014%20Annual%20Report.pdf>.

⁵⁰² Ad esempio nel 2013 vi sono state quattro convocazioni del Presidente della SEC alla Commissione Bancaria del Senato, tre alla Commissione per i servizi finanziari; tre convocazioni del direttore della Divisione Corporation Finance, una dell'ispettore generale della SEC e due del Direttore della divisione Trading and Markets. SEC, FY 2015 Congressional Budget Justification, FY 2015 Annual Performance Plan, cit., pag. 97.

ventotto memorandum d'intesa con le Autorità di vigilanza europee “*related to cross-border asset management*”⁵⁰³; nell'anno finanziario 2013 la SEC ha richiesto 717 volte l'“aiuto” dei regolatori stranieri sia come *enforcement assistance* sia come *technical assistance*⁵⁰⁴.

Ovviamente la SEC collabora strettamente con la IOSCO⁵⁰⁵ e l'FSB; con la prima condivide le priorità che comprendono “*developing a toolbox of approaches to cross-border regulation; promoting best practices for effective deterrence of securities violations; assessments and thematic peer reviews of global implementation of selected IOSCO principles and standards; and coordination of efforts to identify globally systemically important non-bank financial institutions*”⁵⁰⁶. Con il secondo, definito “*a forum for collaboration on financial market and regulatory issues among international standard setters, international financial institutions, and various national financial, regulatory and supervisory authorities*”⁵⁰⁷, ha in comune l'obiettivo della vigilanza macroprudenziale sui mercati globali.

Non mancano infine collaborazioni bilaterali⁵⁰⁸ con Canada, Messico, Cina, India, UE e Australia; ad esempio nel 2008, prima della crisi, stava organizzando accordi di mutuo riconoscimento con Canada e Unione Europea.

⁵⁰³ *Ibidem*, pag. 97.

⁵⁰⁴ *Ibidem*, pag. 98.

⁵⁰⁵ Con cui ha firmato prima un memorandum bilaterale e, nel 2005 un memorandum multilaterale.

⁵⁰⁶ SEC, FY 2015 Congressional Budget Justification, FY 2015 Annual Performance Plan, cit., pag. 97.

⁵⁰⁷ *Ibidem*, pag. 97.

⁵⁰⁸ Se ne contano più di trenta tra *memorandum d'intesa* e *Mutual Legal Assistance Treaties* (MLATs). Ad esempio con la Svizzera non si potrebbe raggiungere un memorandum d'intesa, ma un MLAT permette di ottenere informazioni in quel paese, comprese dettagliate informazioni bancarie. Grabar Nicolas, Mann Michael, *Foreign issuers & the U.S. securities laws 2006: strategies for the changing regulatory environment*, Practising Law Institute, New York, 2006, pag 184.

Queste collaborazioni oltre ad essere “dettate” dalla globalizzazione dei mercati, hanno lo scopo ben preciso di minimizzare i costi di una regolazione ridondante e facilitare gli scambi e la concorrenza transfrontaliera.

2.2 Poteri

La SEC esercita i suoi poteri in diversi modi: fissa norme riguardanti gli Statuti delle maggiori imprese; autorizza e controlla gli atti degli emittenti e degli altri partecipanti al mercato; sorveglia i mercati; approva gli emendamenti alle norme fatte dalle organizzazioni di autoregolazione, comprese le borse.

Spesso pubblica le cosiddette lettere “*no action*”⁵⁰⁹ in risposta a specifici quesiti su transazioni in essere. Infine la SEC ha estesi poteri di indagine e di *enforcement*.

Per condurre queste indagini la SEC si serve del *National Examination Program* (NEP), un programma di indagini focalizzate su quattro aree, preparato dall’OCIE.

La prima area riguarda i promotori finanziari e le società d’investimento che sono circa ventunomila e non hanno nessuna SRO⁵¹⁰.

La seconda area riguarda i brokers che sono circa quattromilacinquecento in tutti gli USA; grazie alla collaborazione della FINRA, nel 2013 è stato possibile controllarne quasi la metà.

La terza area riguarda la vigilanza sui mercati, cioè le borse e le organizzazioni di autoregolazione come le SRO, la FINRA e il MRSB⁵¹¹.

⁵⁰⁹ Queste lettere sono definite “*no action*” perché “*the key expression in a favorable response to an inquiry states that the staff ‘will recommend no action to the Commission’ if the transaction is carried out as stated in the letter*”. Langevoort Donald C., Cox James D. e Hillman Robert W., *Securities Regulation: Cases And Materials*, op. cit., pag. 12.

⁵¹⁰ Ad esempio nell’anno finanziario 2013 sono stati controllati solo il 9% dei promotori finanziari e l’11% delle società d’investimento. SEC, FY 2015 Congressional Budget Justification, FY 2015 Annual Performance Plan, cit., pag. 30.

La quarta area riguarda la *clearance and settlement*, cioè il controllo dei *clearing and transfer agents*, compresi le *Security-based Swap Data Repositories* (SDRs), quando la loro registrazione diventa efficace.

L'OCIE focalizza le sue indagini su tre elementi:

“1) *Compliance with applicable federal securities laws and rules, as well as any relevant SRO rules;*

2) *The accuracy of and adherence to disclosures made to clients, customers, the public, and the Commission; and*

3) *The existence of adequate policies and systems reasonably designed to ensure continued compliance with relevant laws and rules*”⁵¹².

Ma ogni soggetto vigilato può essere “esaminato” dalla SEC per diversi motivi: per legge, per “*routine*”, per “*cause*” o per “*sweep*”.

L'*examination* per legge si ha quando la SEC ha l'obbligo di eseguirla perché lo stabilisce una norma; ad esempio la Dodd-Frank prevede che il controllo sulle “*systemically designated clearing agencies*”⁵¹³ deve essere annuale.

I “*routine exams*” avvengono “*according to a cycle that is based on a firm's perceived risk, and focus on industry areas that have been identified as posing the greatest compliance risks generally*”⁵¹⁴; alcuni “sorvegliati” possono essere scelti a caso per il controllo.

⁵¹¹ In quest'area sono state comprese anche le *security-based swap execution facilities*, dopo l'istituzione da parte della SEC di regole per la loro registrazione. SEC, *Examination Priorities for 2014, National Exam Program, Office of Compliance, Inspections, and Examinations*, pag. 9. <https://www.sec.gov/about/offices/ocie/national-examination-program-priorities-2014.pdf>.

⁵¹² Cfr. SEC, *Examination Information for Entities Subject to Examination or Inspection by the Commission*. http://www.sec.gov/about/offices/ocie/ocie_exambrochure.pdf.

⁵¹³ Come la Depository Trust Company (DTC), la National Securities Clearing Corporation (NSCC), la Fixed Income Clearing Corporation (FICC) e la Options Clearing Corporation (OCC).

⁵¹⁴ Meisner Derek M., *A Primer for Investment Advisers, Companies, in Mass. And Beyond*, 2005. http://www.klgates.com/files/tbl_s48News/PDFUpload307/11620/Meisner%20article.pdf.

I “*cause exams*” si hanno nel caso in cui si verificano lamentele o denunce. I *sweep exams*⁵¹⁵ riguardano attività su vasta scala per ottenere informazioni riservate “*about the extent, scope and danger of emerging risks across an industry*”⁵¹⁶.

L’indagine, annunciata o a sorpresa, inizia con una visita *in loco* degli *examiners* dell’OCIE “*to gain an overall understanding of the entity’s organization, flow of work, and control environment*”⁵¹⁷. Al termine dell’indagine lo staff dell’OCIE può concludere il tutto oppure mandare una *deficiency letter* con i correttivi da apportare; se il “vigilato” si adegua, l’indagine viene chiusa; se invece l’OCIE ritiene che persistano le gravi e potenziali violazioni delle norme, passa il caso alla *Divisione Enforcement*⁵¹⁸.

Questa divisione assorbe più risorse di tutte le altre con oltre 1200 persone e dodici uffici della SEC; il motivo è presto detto: si tratta del “braccio armato” della Commissione, addetto a perseguire le violazioni di legge e adire ai tribunali federali o amministrativi⁵¹⁹.

La “spinta” per le indagini può arrivare alla SEC da diverse parti come le organizzazioni autoregolatorie, lamentele degli investitori, notizie giornalistiche, attività generali di vigilanza o da specifici uffici della SEC.

⁵¹⁵ Chiamati anche “*theme exams*”.

⁵¹⁶ Meisner Derek M., *A Primer for Investment Advisers, Companies*, cit., http://www.klgates.com/files/tbl_s48News/PDFUpload307/11620/Meisner%20article.pdf.

⁵¹⁷ SEC, Examination Information for Entities Subject to Examination or Inspection by the Commission, cit., pag 17.

⁵¹⁸ Questa fase si conclude in duecentosettanta giorni dall’inizio delle indagini, perché l’OCIE ha a disposizione centottanta giorni “dopo la visita” per spedire la *deficiency letter*; il “controllato” può rispondere entro trenta giorni dalla sua ricezione e riceverà il “responso” dell’OCIE ai suoi chiarimenti entro sessanta giorni.

⁵¹⁹ Le violazioni perseguite possono comprendere: “*making material misrepresentations about securities; manipulating market prices of securities; insider trading; stealing customer funds or securities; and selling unregistered securities*”. SEC, *The Investors Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation*. <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#laws>.

Di solito tutte le indagini si concludono senza arrivare ad un processo, perché “gli indagati” scelgono di “adeguarsi” alle richieste delle *deficiency letters*.

In caso contrario la Commissione ha davanti a sé due strade: o rivolgersi a una Corte federale per “colpire” l’indagato con multe o altri provvedimenti amministrativi (come l’allontanamento di alcuni amministratori), oppure rivolgersi ad un *Administrative Law Judge* (ALJ) e chiedergli di prendere dei provvedimenti come “*cease and desist orders, suspension or revocation of broker-dealer and investment advisor registrations, censures, bars from association with the securities industry, civil monetary penalties, and disgorgement*”⁵²⁰.

Nell’anno finanziario 2014 la SEC ha iniziato 755 procedimenti che hanno portato a 4,16 miliardi di dollari di multe; questo “recupero” record è stato possibile perché si è introdotta una novità: dare come ricompensa a chi denuncia delle violazioni di legge il 10/30% delle sanzioni amministrative comminate; nel 2014 i “denunciati” hanno ricevuto 35 milioni di dollari.

L’approccio alla vigilanza della SEC è, come abbiamo visto, abbastanza “empirico” perché settorializzato; infatti ogni “settore” dell’attività finanziaria riceve un “trattamento dedicato” dagli uffici della SEC e le sue commissioni.

Ovviamente l’inconveniente maggiore è che “la guardia” debba continuamente inseguire “i ladri”, cioè le norme e la vigilanza devono continuamente “inseguire” le novità dei mercati e la loro globalizzazione.

Per questo la SEC trova giovamento dalla sua collaborazione con le SROs presenti in ogni settore, come quelle già citate, insieme al FASB “*dedicated to setting the financial accounting standards that collectively are known as U.S. Generally Accepted Accounting Principles, or U.S. GAAP*”⁵²¹.

⁵²⁰ *Ibidem*.

⁵²¹ FASB, Financial Accounting Foundation, sito

<http://www.accountingfoundation.org/jsp/Foundation/Page/FAFSectionPage&cid=135102754129>

La SEC ha il potere di “*change or disapprove rules proposed by FASB, although this authority is rarely executed*”⁵²².

Un'altra Commissione con cui deve collaborare è la CFTC, i cui poteri sono stati rafforzati dalla Dodd-Frank, per far fronte alla grande e complessa novità dei *derivati* in campo finanziario.

Più precisamente la SEC ha giurisdizione su *security-based swaps* che comprendono “*swaps based on a single security or a narrow-based index of securities*” mentre la CFTC ha giurisdizione su “*swaps based on broad-based indices and most other reference assets*”.

Per gli “*swaps misti*” la giurisdizione è congiunta tra SEC e CFTC che hanno emanato un regolamento comune per definire queste nuove categorie come i “*swap dealers*”, i “*security-based swap dealers*”, i “*major swap participants*”, e i “*major security-based swap participants*”⁵²³.

2.3 Rule Making e Standard - setting della SEC

Da quanto detto si evince chiaramente che l'azione di vigilanza della SEC ha due forme fondamentali: diretta e indiretta; direttamente la SEC emana *rules, orders* e *enforcement*; indirettamente vigila attraverso le SROs che, a loro volta, sono sotto la sua vigilanza.

La vigilanza della SEC comprende un impegno “legislativo” con regolamenti e *standard-setting*, ma anche un ruolo di *advisory* e meccanismi per revisionare e sorvegliare, senza dimenticare l'aspetto ispettivo – sanzionatorio.

Ben sei atti governativi autorizzano la SEC a “*adopt whatever rules and regulations may be necessary to carry out its statutory functions*”⁵²⁴.

⁵²² SEC, U.S. Securities and Exchange Commission: Organizational Study and Reform at 37, cit., pag. 237.

⁵²³ Il regolamento comune si trova sul sito <https://www.sec.gov/rules/final/2012/34-66868.pdf>

⁵²⁴ Loss Louis, Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 4th Edition, Aspen Publishers, 2003, pag. 1425.

Il “processo di formazione” di un regolamento, inizialmente, è tutto interno alla Commissione e alla sua struttura; una volta che la proposta formulata è approvata dalla Commissione, si apre una pubblica consultazione tra gli interessati, che possono far pervenire le loro considerazioni.

Subito dopo abbiamo l’approvazione finale da parte della Commissione e la nuova *rule* diventa “*part of the official rules that govern the securities industry*”⁵²⁵; viene pubblicata nel Registro Federale, anche se le *rules* di maggior importanza possono essere soggette alla *review* del Congresso o al suo *veto*.

Contiamo tre tipi di *rules*: *substantive implementing rules*, *adjective implementing rules*, e *interpretative/definitional rules*; le prime impongono norme secondarie da rispettare; le seconde prescrivono forme e dettagli di procedure da seguire, le terze forniscono l’interpretazione autentica di termini o norme esistenti.

Gli USA sono un paese di *common law* per cui la creazione di *standards* può avvenire anche con i “precedenti”, cioè facendo riferimento ai *decided cases*, che costituiscono linee – guida da seguire.

Una terza via di *standard – setting* è il cosiddetto “*informal law - making*” che si concretizza con la pubblicazione dei *Release* su questioni importanti⁵²⁶.

Anche le risposte a specifici quesiti, autorizzazioni a fare o “*no-action letters*” possono essere considerate forme di regolamentazione informale.

Infine troviamo una “regolamentazione delegata” perché la SEC delega ad agenzie come il FASB e il PCAOB il potere di regolamentare e pubblicizzare informazioni in modo uniforme (FASB) e di imporre regole e *standard* per la revisione (PCAOB)⁵²⁷.

⁵²⁵ Wilder Brian J, *The Securities and Exchange Commission (SEC)*, Novinka Books, New York, 2003, introduzione pag XVI.

⁵²⁶ Cfr. Ratner David L, *Securities regulation*, op. cit., pag 19.

⁵²⁷ Cfr. Skousen Fred K., Glover Steven e Prawitt Douglas, *An Introduction to Corporate Governance and the Sec*, South-Western Publishing Company, 5th edition, 2005, pag. 180.

Ovviamente la Commissione ha sempre la possibilità di modificare alcune di queste *rules* o di crearne delle nuove se pensa che le autorità delegate non abbiano deciso secondo la *mission* loro affidata.

Con questa flessibilità e capacità di adattamento ai mutamenti continui dei mercati la SEC è ed è stata di grande vantaggio sia per gli investitori sia per le “entità” vigilate.

Ma il presupposto per ogni forma di controllo e vigilanza è la registrazione prevista, da diverse leggi, per le borse, gli emittenti, i *brokers* e qualsiasi persona che fa affari finanziari; la sola registrazione e il controllo della Commissione però non potranno mai assicurare né la correttezza né la completezza delle informazioni fornite, perché dipendono anche e soprattutto dalla responsabilità, dal buon governo delle imprese e dall’effetto – deterrenza delle sanzioni previste.

Infine occorre sottolineare che gran parte del lavoro della SEC è di tipo “preventivo” e “educativo”. Nel primo caso la Commissione e il suo staff “consigliano” i loro vigilati prima di ogni nuova emissione rilasciando le “*no - action letters*”, con cui si dà il via libera assicurando che non ci sarà nessuna *action* commissariale contro quella emissione.

Queste lettere, anche se formalmente non costituiscono un precedente, tuttavia fanno supporre alle altre società che, in casi simili, simile sarà la decisione della Commissione.

L’aspetto “educativo” si esplica con numerose informazioni e avvisi in materia finanziaria che la SEC diffonde tra gli investitori; non a caso John C. Burton, un ex funzionario della SEC, ha sostenuto che l’efficienza del mercato dei capitali si può raggiungere in due modi: “*giving investors more confidence that they are getting the whole story and [...] by encouraging the development of better tools of analysis*”⁵²⁸

⁵²⁸ *Ibidem*, pag. 35.

3) La Commodity Futures Trading Commission (CFTC)

È il regolatore principale dei derivati come *forwards, futures, options, swaps*⁵²⁹ e altri strumenti, che dopo la crisi sono stati regolamentati in maniera più “stringente” dalla Dodd-Frank.

⁵²⁹ Un contratto *future* è un contratto per comprare o vendere una *commodity* o un prodotto finanziario in un tempo successivo e comprende il diritto di uscire dal contratto. Nel contratto è stabilita la qualità, la quantità e la data della consegna mentre il prezzo è variabile. La parte che è d'accordo a comprare in futuro prende il nome di *buyer* e si dice che è “*long*”; la parte che è d'accordo a vendere in futuro è il venditore e viene detto “*short*”.

Si dicono invece *forwards* i contratti *futures* stilati fuori dal mercato organizzato.

Per la distinzione tra *forwards* e *futures* vedi il sito di Borsa Italiana:
<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/forward-179.htm>

L'*option* è uno strumento derivato che attribuisce all'acquirente, dietro pagamento di un premio, il diritto di acquistare (opzione *call*) o vendere (opzione *put*) in una data fissata (opzione europea) o entro tale data (opzione americana), una certa quantità di valuta, a un prezzo fissato dal contratto (*strike price*). Questo derivato può essere usato a fini di copertura o di speculazione; nel primo caso la sottoscrizione di una *option* nasce dall'esigenza di coprirsi dal rischio di cambio e, quindi, da variazioni inattese nei tassi di cambio. Pertanto, il soggetto che sottoscrive un'opzione *call* detiene una posizione alla quale è associata una perdita in caso di rialzo nel tasso di cambio della valuta oggetto del contratto; viceversa, chi acquista un'opzione *put* detiene una posizione alla quale è associata una perdita in caso di ribasso nel tasso di cambio della valuta oggetto del contratto. Nel secondo caso può essere usata al fine di realizzare strategie di investimento basate sulle proprie previsioni di andamento della valuta. In particolare, l'adozione di una strategia speculativa da parte di chi acquista un'opzione garantisce una perdita massima limitata, pari al premio corrisposto al venditore. Per quest'ultimo soggetto vale l'esatto contrario: il massimo profitto che può trarre dalla vendita è pari al premio.

Per un approfondimento sulle *options* vedi il sito di Borsa Italiana:
<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opzioni.htm>

Lo *swap* è un contratto derivato simmetrico con il quale due controparti si impegnano a scambiare periodicamente delle somme di denaro calcolate applicando al medesimo capitale (detto nozionale) due diversi parametri riferiti a due diverse variabili di mercato. Il capitale nozionale, invece, è oggetto di scambio tra le parti soltanto in alcune tipologie di *swap*. Lo *swap* è uno strumento molto simile al *forward rate agreement* con la differenza che il contratto non prevede un unico scambio, bensì una serie di pagamenti futuri. Gli *swap* non sono negoziati sui mercati

I derivati esistono da tempo⁵³⁰ perché scambi su *futures* e *options* avvenivano nell'ambito delle *commodities*, i prodotti agricoli, energetici e finanziari.

Su questo mercato vigilava l'*Over-the counter Derivatives Supervisors Group* (ODSG), ma il mercato continuava a presentare un certo grado di *lack* di trasparenza e la stessa vigilanza non aveva alcuna base legale.

Il risultato è stata la crisi finanziaria del 2007/2008. La Dodd-Frank ha imposto alle *entities dealing* derivati di registrarsi presso la CFTC e di sottostare a regole sul capitale, sui margini e con maggiori informazioni.

La CFTC, istituita nel 1974 dal *Commodity Futures Trading Commission Act of 1974* ("the 1974 Act"), ha visto allargarsi sempre di più il suo campo d'azione fino alla Dodd-Frank che ha assegnato, come detto, la vigilanza sui derivati alla SEC e alla CFTC e distinto tra *CFTC-regulated swaps* e *SEC-regulated security-based swaps*⁵³¹.

La Commissione, come la SEC, è formata da cinque membri⁵³² nominati dal Presidente USA e "confermati" dal Senato. Il Presidente USA indica anche il

regolamentati, ma vengono di volta in volta stipulati mediante accordi bilaterali tra le parti interessate (*mercato Over The Counter* - OTC). Tali strumenti vengono utilizzati con diverse finalità: per trasformare la natura di un'attività o una passività (ad esempio una posizione da tasso fisso a tasso variabile o viceversa), per motivi di copertura oppure con finalità speculative.

Per un approfondimento sugli *swaps* vedi il sito di Borsa Italiana <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/swap.htm>

Per un approfondimento generale sui diversi derivati vedi il sito CONSOB: http://www.CONSOB.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/prodotti_derivati/principalicategorie_prodottiderivati.html#11

⁵³⁰ I primi scambi di *futures* in ambito agricolo risalgono al 1860 e la loro prima regolamentazione si ha nel 1921 con l'approvazione del *Future Trading Act*; l'anno dopo, questa legge fu dichiarata incostituzionale, ma il Congresso approvò il *Grain Futures Act* per il commercio interstatale dei prodotti agricoli.

⁵³¹ Secondo la Dodd-Frank, al CFTC spetta la giurisdizione sui mercati di *swap* superiori ai \$ 450 trilioni, mentre alla SEC spetta quella sui mercati di *swap security-based* superiori a \$9 trilioni.

⁵³² I membri attuali della Commissione sono: Timothy G. Massad – Presidente, Sharon Y. Bowen e J. Christopher Giancarlo – Commissari.

nome del Presidente della Commissione; la carica ha una durata quinquennale e non più di tre commissari possono appartenere allo stesso partito politico del Presidente.

La CFTC ha una struttura più presidenzialistica perché, tranne l'ufficio del direttore esecutivo, l'ufficio del consiglio generale e l'ispettore generale, tutto lo staff fa riferimento al Presidente e non agli altri commissari.

Anche la sua struttura riflette quella della SEC, sia pure in modo più agile e ristretto; anche qui troviamo quattro divisioni specializzate, la *Division of Clearing and Risk* (DCR), la *Division of Market Oversight* (DMO), la *Division of Enforcement* (DOE) e la *Division of Swap and Intermediary Oversight* (DSIO), e alcuni uffici di cui tre regionali (Chicago, Kansas city e New York).

La DCR vigila sulle organizzazioni *Designated Clearing Organizations* (DCOs) e sugli altri partecipanti al mercato degli *swaps*; il suo mandato riguarda fondamentalmente la compravendita di *futures*, *options on futures* e *swaps*.

La DMO vigila sui mercati dei derivati assicurando che quei mercati riflettano con precisione le forze di domanda e offerta e siano liberi da attività negative; la stessa divisione valuta i nuovi prodotti per assicurarsi che non siano suscettibili di manipolazioni.

La DOE conduce le indagini e punisce i colpevoli di violazioni delle leggi e dei regolamenti CFTC; indaga e punisce le frodi, le manipolazioni e altri abusi che colpiscono l'integrità del mercato.

La DSIO vigila la registrazione e l'affidamento degli intermediari e delle organizzazioni autoregolatorie nel campo dei *futures*; la divisione sviluppa e perfeziona regole riguardanti la condotta degli affari e il trattamento del rischio interno ed è responsabile dello sviluppo e del monitoraggio attraverso un sistema di vigilanza in coordinamento con le *National Futures Association* (NFA), le organizzazioni autoregolatorie del settore.

L'ultima di queste sub-strutture è la sottocommissione *Automated and High Frequency Trading* per regolare una "entità" non soggetta a registrazione avente però un *High Frequency Trading* (HFT) per l'informatizzazione degli scambi; la

CFTC ha riconosciuto che lo “*shift in terms of speed and volume has challenged the exchanges and the Commission’s ability to ensure market integrity and safeguard against market misfires such as flash crashes*”⁵³³.

Come la SEC anche la CFTC ha il potere di “*to promulgate such rules and regulations as it deems necessary to govern the operating procedures and conduct of the business of the Commission*”⁵³⁴; le nuove norme e regolamenti presuppongono un “processo di formazione che parte dall’ufficio di presidenza, passa attraverso la DMO, per ritornare al punto di partenza dopo consultazioni con il mondo degli affari finanziari.

La *Notice of Proposed Rulemaking* (NPRM), dopo l’approvazione del presidente, passa alla Commissione per essere approvata definitivamente.

È importante notare che ogni nuova norma o regolamento deve essere accompagnato da un’analisi sul suo impatto sul mercato in termini di costi – benefici.

L’attività di sorveglianza e di indagine è strutturata in modo molto simile a quello della SEC, con la differenza che, a guidare il tutto, è direttamente la *Division Enforcement* (che però fino al 2013 non aveva “*formal order authority*”); in seguito la CFTC ha delegato questo potere al direttore della DOE che può fare indagini e agire contro i trasgressori delle norme senza la preventiva autorizzazione della Commissione.

Se si arriva ad un processo, per intervento della Commissione, si preferisce adire la Corte federale, anche se è possibile optare per la via amministrativa.

Anche in questo campo è fattiva la collaborazione delle SROs⁵³⁵ che sono “*obligated to conduct surveillance and enforcement activities under their*

⁵³³ CFTC, *Commodity Futures Trading Commission Votes to Establish a New Subcommittee of the Technology Advisory Committee (TAC) to focus on High Frequency Trading*, del 9 febbraio 2012, General Press Release 6178-12. <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6178-12>

⁵³⁴ 7 U.S.C. § 2(a)(12).

⁵³⁵ La scelta di privilegiare l’autoregolamentazione è spiegata in termini di *practicability*; “*it is more practicable for the exchanges to carry out regulation because of fast-changing market developments...[t]he scope of the regulations required would also result in an enormous*

purview” mentre “the Commission conducts surveillance and enforcement activities across all market participants”⁵³⁶.

Ma i nuovi poteri della CFTC sono precari, nel senso che hanno bisogno di una riautorizzazione che ancora deve essere approvata dal Congresso; infatti la Camera dei Rappresentanti nel giugno del 2014 aveva approvato l’H.R. 4413 intitolato *Customer Protection and End-User Relief Act* (the “Reauthorization Act”) per riautorizzare le operazioni della Commissione fino al 2018.

Il progetto di legge introduceva altre novità tendenti a “diluire” l’efficienza della Commissione con nuovi vincoli; tra l’altro stabiliva di:

- “• *require statutorily the CFTC and SEC to issue joint rules regarding the application of U.S. swaps rules to transactions made between U.S. and foreign entities;*
- *require the CFTC to consider additional factors when conducting its cost-benefit analyses for rules promulgated under the CEA;*
- *require the CFTC to conduct a study on high-frequency trading no later than one year after the enactment of the Reauthorization Act;*
- *amend the procedures for taking actions without a full vote of the CFTC commissioners;*
- *provide relief to end-users from certain requirements implemented under the Dodd- Frank Act, including margin, reporting, and recordkeeping requirements;*
and
- *enhance certain protections, including bankruptcy protections, afforded to customers of FCMs”⁵³⁷.*

government bureaucracy, and it is thought that direct government regulation would stifle the initiative of the industry”; anche se c’è il pericolo di “*putting the fox in charge of the hen house*”, perché gli attori del mercato potrebbero non voler applicare le regole che cozzano contro i loro interessi. Markham Jerry W, *Commodities Regulation: Fraud, Manipulation & Other Claims*, Clark Boardman Callaghan, Volume 2, paragrafo 16, 2013.

⁵³⁶ CFTC, *President’s Budget and Performance Plan FY 2015*, pag. 83.
<http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/cftcbudget2015.pdf>

Il Senato non diede la sua approvazione e la stessa Casa Bianca ha espresso il suo disappunto con il comunicato stampa dell'Ufficio esecutivo del Presidente secondo cui tutto questo “*strongly opposes the passage of H.R. 4413 because it undermines the efficient functioning of the [CFTC] by imposing a number of organizational and procedural changes and offers no solution to address the persistent inadequacy of the agency’s funding*”⁵³⁸.

Dunque tutto è ancora in alto mare, lasciando intendere che esistono forti spinte verso un allentamento delle regole, una volta cessata la “tempesta” della crisi.

La CFTC, come la SEC, è inserita nel sistema di vigilanza macroprudenziale; il suo Presidente è membro del FSOC e suoi rappresentanti partecipano a riunioni settimanali del consiglio.

Inoltre alla stessa Commissione tocca la vigilanza primaria su tre *Systemically Important Financial Market Utilities* (SIFMUs), che sono importanti per la tenuta del sistema finanziario.

Infine occorre evidenziare, che anche negli USA, si è aperto un dibattito sul modello di vigilanza da seguire dopo la pubblicazione del *Treasury Blueprint* del 2008 per individuare una “*Modernized Financial Regulatory Structure*”.

Questo documento osserva che “[*m*]arket participants have ... noted the benefits of such an approach: flexibility to adapt to market changes, outcome-focused [*sic*], acknowledgement of the possibility of more than one path to regulatory compliance, allowing for creativity and innovation, and facilitation of global regulatory cooperation”⁵³⁹.

⁵³⁷ Crawford John, Karpoff Tim, Allen Angela, Allen Nicole, Margolis Michael, *Memorandum Concerning the Securities and Exchange Commission and the Commodity Futures Trading Commission*, op. cit., pag. 100.

⁵³⁸ Executive Office of the President, *Statement of Administration Policy H.R. 4413 – Customer Protection and End User Relief Act* (2014), 19 giugno 2014.

⁵³⁹ Department of the Treasury, *The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure* del 12-13 marzo 2008, pag. 110. <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/documents/Blueprint.pdf>

Per questo prevede un modello di vigilanza “*three peaks*” con “*a macro market stability regulator, a microprudential regulator, and a market conduct regulator*”⁵⁴⁰.

Secondo tale modello le funzioni della SEC, che attualmente si potrebbero sussumere nell’ambito del *market conduct regulator*, dovrebbero “spostarsi” verso l’approccio della CFTC che è di tipo *principles-based*.

Tuttavia un simile modello non indica specificamente quale agenzia ha la responsabilità primaria per promuovere l’efficienza del mercato dei capitali: attualmente la SEC e la CFTC hanno responsabilità per promuovere la concorrenza dei prezzi, ma non è focalizzata la struttura del mercato.

Eppure questa funzione è importante per un sistema finanziario efficiente, perché mercati efficienti possono aiutare il sistema ad assorbire liquidità in tempi di crisi.

Dunque anche negli USA si sente il bisogno di “adeguare” il sistema di vigilanza alla complessità e mutevolezza del sistema finanziario globalizzato; l’obiettivo fondamentale è di ricondurre *ad unum* la vigilanza macroprudenziale, “specializzando” al massimo quella microprudenziale.

È la stessa risposta data dall’UE dopo il 2008 con gli stessi aspetti positivi e negativi.

Dal lato negativo c’è che una sorveglianza unica e pervasiva, mantenuta su intermediari e “vigilati globali” è una pura utopia perché questa soluzione presupporrebbe un “governo mondiale” che non c’è e non ci sarà, almeno nel prossimo futuro, in quanto le “spinte globalizzanti” coesistono sempre con quelle “localizzanti”; una dimostrazione di tutto ciò è la cosiddetta lotta ai “paradisi fiscali” fatta proprio anche dal G20 in diverse solenni dichiarazioni finali: ebbene le buone intenzioni e i “proclami”, tranne limitate iniziative, sono rimasti

⁵⁴⁰ Crawford John, Karpoff Tim, Allen Angela, Allen Nicole, Margolis Michael, *Memorandum Concerning the Securities and Exchange Commission and the Commodity Futures Trading Commission*, op. cit., pag. 106.

tali: la maggior parte di questi “paradisi” continuano a “funzionare” in tutti i continenti⁵⁴¹.

Comunque la soluzione USA della vigilanza, nonostante le recenti titubanze, sembra seguire la stessa logica dei mercati, secondo il principio “se lo conosci, lo eviti”, anche se non è e non potrebbe essere perfetta per un mondo così “labirintico” come quello finanziario.

⁵⁴¹ Come hanno dimostrato le recenti liste segrete di evasori, fatte uscire da “funzionari pentiti”, come la lista della HSBC e quella di Panama.

CONCLUSIONI

Bauman presenta il mondo globalizzato come una “società liquida” in cui si sono allentate le “forze intermolecolari”, cioè le forze interne, di natura coesiva, che, pur nella distinzione tra i vari Stati, permettevano un equilibrio mondiale di tipo politico, economico e sociale. Per il filosofo – sociologo non si può parlare più, come faceva Carl Schmitt, della triade territorio – nazione – sovranità⁵⁴² come elementi di partenza per la coesistenza – convivenza dei popoli: quei vincoli si sono allentati e, al massimo, la triade la si può spostare a livello globale perché solo “la comunità globale, una comunità inclusiva e non esclusiva... può far uscire i rifugiati del mondo d’oggi dal vuoto sociopolitico in cui sono stati gettati”.

Tutto ciò però è utopistico, perché “per quanto concerne l’immaginata comunità globale, una simile rete istituzionale (fatta di enti globali di controllo democratico, un sistema giudiziario vincolante a livello globale e di principi etici validi globalmente) è in gran parte assente”⁵⁴³.

D’altra parte lo stesso concetto di “rete” richiama subito la possibilità di connettersi e sconnettersi che “sono entrambe scelte legittime, godono del medesimo *status* e hanno pari rilevanza”⁵⁴⁴.

Semmai il problema è la politica perché il “governo” dell’economia e della finanza fa parte integrante delle *τὰ πολιτικὰ*, delle “cose che riguardano la *πόλις* e i *πολιταί*”, al di là dei confini, fissi o mobili che siano.

Se la politica riprenderà il posto che le spetta, senza essere più succube della finanza, allora sarà possibile eliminare quello che Bauman definisce “il problema

⁵⁴² Bauman afferma che sebbene si possa supporre che “l’avvento di tale trinità sia stato un accidente storico verificatosi in un’unica e relativamente piccola parte del globo” in realtà “la sovrapposizione/fusione di nazione, Stato e territorio è diventata una norma vincolante a livello globale”. Cfr. Bauman Zygmunt, *Amore Liquido*, edizioni Laterza, Bari, 2004, pagg. 182 – 183.

⁵⁴³ *Ibidem*, pag. 204.

⁵⁴⁴ *Ibidem*, pag. XI.

dei profughi”, dei poveri e indifesi, emarginati dalla globalizzazione e dalle sue regole.

Mettendo da parte l’ipotesi “non interventista”⁵⁴⁵ perché fuori dalla storia, ci si può e deve chiedere in che modo realizzare questo “intervento” senza contravvenire ai principi del “libero mercato”.

Alcuni economisti qualificano questo intervento come frutto di un’“economia sociale di mercato”, formula che può voler dire tutto e niente, soprattutto in campo economico – finanziario.

Dunque, entrando più nello specifico, “intervento” significa *in primis* controllo macro e micro - prudenziale per assicurare stabilità, trasparenza e correttezza.

La tutela della stabilità è finalizzata ad evitare il rischio di insolvenza di un intermediario finanziario (microprudenziale) o del sistema nel suo complesso (macroprudenziale)⁵⁴⁶.

La tutela della trasparenza e della correttezza invece tende ad eliminare l’asimmetria informativa esistente sul mercato tra consumatore e intermediario

⁵⁴⁵ Efficacemente espressa dalle parole di Herbert Hoover “i non interventisti ritengono che il governo debba chiamarsi fuori e lasciare che la depressione si liquidi da sola... nemmeno il panico è una cosa del tutto cattiva... espelle il putridume dal sistema. L’alto costo della vita e l’elevato tenore di vita diminuiranno. La gente lavorerà più sodo e terrà un comportamento più morale. I valori si aggiusteranno e le persone intraprendenti subentreranno a quelle meno competenti”. Il passo è tratto da Herbert Hoover, *The memoirs of Herbert Hoover*, Volume III, The great depression 1929 – 1941, The Macmillan Company, New York, 1952, pag. 30. Citato in Kindleberger Charles P., *Euforia e panico. Storia delle crisi finanziarie*, Edizioni Laterza, 1981, pag. 140.

⁵⁴⁶ Si tratta di una salvaguardia indiretta del consumatore/risparmiatore perché quest’ultimo è tutelato dalla *safety net*, una serie di strumenti (come il fondo di garanzia dei depositi) che, in caso di insolvenza dell’intermediario, lo metta al sicuro da perdite. Allora la vigilanza, in questo caso, serve ad evitare che l’intermediario approfitti di questa *safety net* per alzare l’asticella del proprio rischio. Cfr. Di Giorgio Giorgio, Di Noia Carmine, *La regolamentazione delle banche: una breve rassegna ed una provocazione*, in Banca Impresa e Società, 1999, n. 2, pagg. 287 – 290.

per rendere il primo sempre più consapevole del tipo e del grado di rischio di un certo strumento finanziario⁵⁴⁷.

Ecco perché la dottrina ha individuato diversi modelli di regolazione come il regolatore unico o più regolatori con ripartizioni delle competenze per finalità o per settori.

Alcuni parlano anche di modelli *two* o *three peaks* a prescindere dal numero dei regolatori guardando soprattutto alle finalità o ai settori⁵⁴⁸.

Storicamente negli ultimi anni si può osservare la tendenza ad adottare il modello del regolatore unico in paesi come il Belgio⁵⁴⁹, l'Austria⁵⁵⁰, la Finlandia⁵⁵¹, il Lussemburgo⁵⁵², la Germania⁵⁵³, la Gran Bretagna⁵⁵⁴, anche se con recentissimi pentimenti o – aggiustamenti (Germania, Gran Bretagna), o con la persistente separazione del settore pensionistico – assicurativo dagli altri settori⁵⁵⁵.

⁵⁴⁷ Cfr. *Ibidem*, pag. 289.

⁵⁴⁸ Ad esempio Padoa Schioppa ha dichiarato la preferenza per il modello *two peaks* in riferimento alla funzione di vigilanza macro e micro - prudenziale. Vedi supra pagina 77; invece il Treasury Blueprint ha proposto per gli USA il modello *three peaks*.

⁵⁴⁹ Commission Bancaire, Financière et des Assurances (CBFA), disciplinata dalla loi relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers del 2002.

⁵⁵⁰ Finanzmarktaufsicht (FMA), disciplinata dal Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz (FMBAG) del 2001.

⁵⁵¹ Rahoitustarkastus (o Finansinspektionen in svedese, Financial supervision authority, in inglese FINFSA) disciplinata dalla legge del 27 giugno 2003.

⁵⁵² Commission de surveillance du secteur financier (CSSF), disciplinata dalla loi du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier.

⁵⁵³ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), disciplinato dal Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (FinDAG) del 2002 riformata con la legge del 20 novembre 2015.

⁵⁵⁴ Financial Supervisory Authority (FSA), disciplinata dal Financial Markets and Services Act del 2000, riformata con il Financial Services Act del 2012 entrato in vigore il 01 Aprile 2013.

⁵⁵⁵ Sull'espansione del modello unificato di regolazione vedi Mwenda Kenneth Kaoma, Mvula Judith M., *A framework for unified financial services supervision: Lessons from Germany and other European countries*, in *Journal of international banking regulation*, numero 5, 2003, pagg. 35 ss.

I casi della Germania e della Gran Bretagna sono esemplari.

La prima infatti dopo la forte spinta “unificatrice” del 2002, con l’approvazione della FinDAG e l’istituzione della BaFin (regolatore unico), di recente è parzialmente tornata indietro ripristinando una vigilanza duale affidata alla stessa BaFin e alla *Bundesbank*⁵⁵⁶.

La Gran Bretagna all’inizio del millennio aveva deciso di istituire come regolatore unico la *Financial Services Authority* (FSA) per potenziare la vigilanza macro e micro - prudenziale; anzi dopo la crisi del 2008 si era cambiato approccio passando da un *light touch* (con grande fiducia nel potere autoregulatorio delle imprese e dei mercati) ad uno *more intrusive and more systemic* (con analisi macro e micro – prudenziale più incisiva soprattutto nel mondo bancario e della revisione contabile).

Con il *Financial Services Act* del 2012 la FSA è stata mandata in soffitta e dal 1 aprile 2013 anche il sistema britannico è divenuto *two peaks* con due Autorità (la *Prudential Regulation Authority* – PRA e la *Financial Conduct Authority* - FCA) con la *Bank of England* che ha riacquisito centralità per la stabilità finanziaria.

Infatti la PRA è parte integrante della *Bank of England* ed è responsabile della vigilanza microprudenziale su qualsiasi impresa che raccolga depositi, assicurazioni e grandi società d’investimento.

La FCA⁵⁵⁷, responsabile della vigilanza sulla “buona condotta” di tutte le società di servizi finanziari come pure della vigilanza microprudenziale su piccole società di servizi finanziari, *brokers* e promotori finanziari indipendenti, dipende non dalla Banca Centrale ma direttamente dal Ministro del Tesoro e dal Parlamento.

⁵⁵⁶ Vedi paragrafo sulla Bafin, pagina 163.

⁵⁵⁷ La legge del 2012 stabilisce che la FCA ha come obiettivo strategico di “*ensure that the relevant markets function well*” con tre obiettivi operativi: protezione dei consumatori, integrità del sistema finanziario e promozione efficace della concorrenza tra le imprese negli interessi dei consumatori. La PRA vigila su tutte le “*systematically important firms*”, cioè quelle società che in caso di fallimento potrebbero mettere a rischio il sistema britannico, vale a dire banche, *credit unions*, assicurazioni e grandi società d’investimento.

La PRA e la FCA cooperano in modo coordinato per le materie comuni e hanno un loro rappresentante nel *Financial Policy Committee* (FPC), il Comitato responsabile della supervisione della stabilità finanziaria, diretta espressione della *Bank of England*.

Infatti il Comitato, secondo la legge, è formato da dodici membri di cui sei provenienti dalla *Bank of England*, cinque “esterni” e un rappresentante del Tesoro senza diritto di voto⁵⁵⁸.

Il Comitato ha la responsabilità di “attenzionare” i rischi sistemici “*attributable to structural features of financial markets... (o) to the distribution of risk within the financial sector and unsustainable levels of leverage, debt or credit growth*”⁵⁵⁹.

Fondamentalmente la sua vigilanza macroprudenziale si realizza imponendo alle banche di aumentare i loro capitali nei *good times* per far fronte alle crisi e controllare le riserve bancarie, per “supportare” le forti sofferenze che rappresentano un rischio sostanziale.

Gli inglesi hanno “risolto” il problema lungo due linee: adeguando la loro vigilanza al modello europeo, sia pure in forma semplificata (due Autorità, una per la vigilanza microprudenziale e l’altra per la “buona condotta”, più un’altra Autorità per la vigilanza macroprudenziale) e riconducendo tutto sotto il controllo diretto e indiretto della *Bank of England*, come a dire che, controllando la stabilità e la trasparenza del sistema bancario, si controlla tutto, in quanto tutto si traduce in *money* e passa per il sistema bancario.

⁵⁵⁸ Attualmente i componenti del FPC sono il Governatore della *Bank of England*, che ne è Presidente, due vice governatori uno per la politica monetaria e l’altro per la stabilità finanziaria, il nuovo vice governatore per la vigilanza micro-prudenziale (il Presidente della PRA), il direttore capo della FCA, il direttore esecutivo della stabilità finanziaria, quattro membri indipendenti nominati dal Ministro del Tesoro e il rappresentante del tesoro senza diritto di voto, manca il membro di nomina comune tra il Governatore della Banca d’Inghilterra e il Cancelliere.

⁵⁵⁹ Bank of England, *The Financial Policy Committee’s approach to setting the countercyclical capital buffer*, A Policy Statement, april 2016, pag. 5.
<http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/fpc/policystatement050416.pdf>

Ben diversa è la situazione italiana il cui sistema di vigilanza “si è creato” in modo farraginoso e ben poco coordinato, almeno fino al TUF del 1998.

Attualmente in Italia esiste una pluralità di Autorità preposte alla vigilanza del mercato finanziario (Banca d'Italia, CONSOB, ISVAPS, COVIP, AGCM – Antitrust) con un coordinamento affidato alla legge dall'art. 9 della legge n. 1 del 1991.

Potremmo dire che il sistema attualmente vigente è di tipo misto con prevalenza del modello per “finalità”; anzi la legge n. 1 del 1991 esplicita questo criterio laddove attribuisce alla CONSOB la vigilanza sugli intermediari mobiliari, in materia di obblighi di informazione, correttezza e regolarità nelle negoziazioni in valori mobiliari, e alla Banca d'Italia in materia di stabilità patrimoniale, anche se per le banche restano alla Banca d'Italia i controlli in materia di trasparenza e correttezza, su richiesta della CONSOB, mentre i controlli per la stabilità di SIM e finanziarie vengono svolti dalla CONSOB, su richiesta della Banca d'Italia⁵⁶⁰.

Con il TUB – Testo Unico Bancario - (decreto legislativo n. 385 del 1993), all'art. 5, per la prima volta furono previste le finalità dell'esercizio della vigilanza da parte della Banca d'Italia, che vengono ricondotte “alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia”⁵⁶¹.

Non facendo alcun accenno alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti indirettamente si riconosceva quanto già fissato nella legge n. 1 del 1991.

Come detto il TUF chiaramente ha previsto anche il coordinamento tra le Autorità.

La ripartizione delle competenze tuttavia presenta ancora zone grigie e aree di sovrapposizioni di competenza, peraltro inevitabili quando soggetti, giuridicamente diversi, appartenenti a ordinamenti tradizionalmente settoriali,

⁵⁶⁰ Legge n. 1/1991, art. 9, comma 7.

⁵⁶¹ Decreto legislativo n. 385 del 1993 (TUB), art. 5.

assumono gli stessi ruoli sul mercato, svolgono le stesse attività e offrono prodotti in competizione tra loro.

Infatti i mercati hanno subito un tale processo di integrazione che si parla di “conglomerati finanziari”.

Tale processo ha riguardato sia i soggetti sia i prodotti sia i canali distributivi; i soggetti attivi sul mercato finanziario sono divenuti ormai “gruppi polifunzionali” nei quali sono presenti sia banche che assicurazioni e SIM, che tendono a gestire l’attività in modo integrato.

Per quanto riguarda i prodotti, quelli tradizionali (bancari e assicurativi) sono stati affiancati da prodotti innovativi che presentano le caratteristiche tipiche dei prodotti mobiliari, come le obbligazioni bancarie “strutturate” e le polizze assicurative *unit – linked* o *index – linked*: le prime contengono una componente derivata, le seconde sono indicizzate (legate) all’andamento di fondi o agli indici del mercato azionario.

Inoltre nella gestione del risparmio (individuale e collettiva) c’è un continuo intersecarsi di banche, società di risparmio, gestioni svolte da assicurazioni e fondi pensione⁵⁶².

La stessa nascita dei fondi comuni d’investimento ha accelerato ulteriormente il processo di integrazione all’interno del risparmio gestito.

Tutto ciò, dal punto di vista economico, fa pensare che nei servizi di investimento sia difficile distinguere con nettezza tra soggetti e prodotti offerti; tale integrazione vale anche per i canali distributivi dove la capillare rete di sportelli bancari e postali è utilizzata anche per il collocamento di prodotti assicurativi e di valori mobiliari; le SIM sono state autorizzate a collocare fuori sede prodotti assicurativi dal regolamento CONSOB n. 5386/91.

L’art. 30 comma 9 del TUF ha permesso di collocare prodotti assicurativi porta a porta senza rispettare la relativa disciplina.

⁵⁶² Le società di gestione del risparmio (SGR) sono caratterizzate dall’essere di proprietà di gruppi bancari e il 90% dei patrimoni da loro gestiti fa capo a gruppi bancari.

Nel 1999 la Banca d'Italia ha concesso alle assicurazioni e ai loro agenti di collocare prodotti bancari, previa convenzione con una banca, precisando che sono esclusi quei prodotti per cui l'art. 31 del TUF prevede l'utilizzo di promotori finanziari.

Ci troviamo di fronte ad un "rimescolamento" di attività, prodotti e canali distributivi che potrebbe causare distorsioni alla concorrenza e asimmetrie nelle regole a presidio dell'investitore; eppure il contatto con il cliente è il momento più delicato e professionalmente importante dello svolgimento dell'attività finanziaria; è da auspicare che avvenga sempre nell'ambito di una cornice adeguata di garanzie a tutela del contraente debole.

Da qui l'importanza cruciale del prospetto informativo che dovrebbe permettere all'investitore di essere adeguatamente informato sulle modalità e i termini di ogni singola operazione proposta e sulle caratteristiche del titolo offerto.

Invece i titoli di debito bancari sono esenti dall'obbligo di questo prospetto in prima collocazione perché, a parere della CONSOB, già passati al vaglio della vigilanza bancaria.

Non a caso il TUF all'art. 100 ha eliminato tale esenzione nel caso si tratti di azioni o altri strumenti che permettono di acquistare azioni emesse da banche.

Lo stesso discorso vale anche per le polizze assicurative; in precedenza era previsto il prospetto informativo per quelle qualificate come "prodotto finanziario"; ma questa distinzione è scomparsa perché si fa affidamento sull'Autorità di settore.

Eppure le caratteristiche di prodotti assicurativi quali le *unit – linked* o *index – linked* tendono ad assumere aspetti di complessità e rischiosità tipici dei prodotti finanziari⁵⁶³; negli USA infatti prodotti come le *variable life insurances*, sono considerati *securities* e sottoposti alla relativa disciplina.

⁵⁶³ Per portare la questione sul pratico, esistono sul mercato prodotti assicurativi *unit – linked* in cui i premi versati dagli assicurati vengono gestiti da fondi lussemburghesi, senza che nel prospetto informativo vi sia una minima indicazione quantitativa e qualitativa degli investimenti

A dire il vero la CONSOB e Padoa Schioppa nel 1997 spinsero in tale direzione affermando che “l'aver ottenuto un'esenzione da obblighi d'informativa agli investitori conferisce l'illusione di un vantaggio; ma con il progredire della cultura del mercato potrebbe risolversi in un danno di credibilità”⁵⁶⁴.

Le resistenze di banche e assicurazioni portarono solo alla previsione di un futuro regolamento CONSOB che stabilisse “d'intesa con le competenti autorità di vigilanza, le disposizioni particolari da adottare, anche in deroga al presente decreto, per l'offerta di strumenti finanziari, diversi dalle azioni o dai titoli che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, emessi da banche, nonché per l'offerta di prodotti assicurativi del ramo vita, aventi natura prevalentemente finanziaria, emessi da imprese di assicurazione”⁵⁶⁵.

La vigilanza sui mercati viene fissata dal TUF con una ripartizione delle competenze ancora più sfumata se non proprio “disomogenea”; infatti mentre l'art. 74 attribuisce in via esclusiva alla CONSOB la competenza di vigilare sulla trasparenza dei mercati per un ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, in materia di mercato all'ingrosso dei titoli di stato (art. 76 TUF) di sistemi di compensazione, liquidazione e garanzia (art. 77 TUF), dei sistemi multilaterali di negoziazione (art. 77-bis TUF), di scambi di fondi interbancari (art. 79 TUF), di vigilanza sulle società di gestione accentrata (art. 82 TUF), la competenza è di nuovo congiunta tra CONSOB e Banca d'Italia e, nel caso di vendita all'ingrosso di Titoli di Stato, anche del Ministero dell'economia e delle finanze.

Senza dimenticare l'aspetto della concorrenza, la cui vigilanza è affidata dalla legge n. 287 del 1990 all'Autorità Antitrust (AGCM).

di questi fondi; l'unica certezza, contrattualmente fissata, è di recuperare, alla scadenza, il capitale versato.

⁵⁶⁴ CONSOB, Relazione per l'anno 1997, pag. 43.
<http://www.CONSOB.it/documents/46180/46181/dsc1997.pdf/a306a897-b006-447c-a36a-2eb9a996be20>

⁵⁶⁵ TUF, art. 115, comma 1, lettera d, successivamente abrogato.

La norma parla di competenze orizzontali su tutti i mercati, vale a dire competenze “neutre” rispetto ai soggetti e alle caratteristiche delle imprese⁵⁶⁶.

Ma tale “neutralità” trova un limite nel mondo bancario e assicurativo, in quanto per le banche la stessa legge assegna la competenza antitrust alla Banca d’Italia, sentito il parere dell’AGCM⁵⁶⁷; per le assicurazioni invece i poteri restano all’AGCM, con l’obbligo di chiedere preventivamente il parere all’ISVAP ora ISVASS⁵⁶⁸.

Arriviamo così al nodo cruciale del sistema italiano, se non anche europeo: la compresenza – coesistenza di due modelli di vigilanza; infatti da una parte la legge indica il modello per “finalità” (stabilità – Banca d’Italia, trasparenza e correttezza – CONSOB) dall’altra lo schema “vigilatorio” è di tipo “settoriale” lo stesso “sposato” dalla UE con i regolamenti del 2010, con una specifica Autorità di controllo per ogni settore (bancario, assicurativo, mercato mobiliare), schema messo in crisi dalla presenza di prodotti misti e ibridi, dal dissolvimento delle frontiere, dall’introduzione dell’euro.

Dunque l’attuale sistema, fondato sulla separazione delle discipline, ma sul rispetto di alcuni principi tipici di un mercato regolamentato, si presenta precario e incompleto, perché non tiene conto dei rapporti tra banche e industrie, tra banche e assicurazioni, tra banche e operatori finanziari.

Gli inglesi esprimono l’esigenza di stabilire una disciplina comune ai diversi settori con l’espressione “livellare il campo di gioco”, ma si tratta di stabilire come realizzare questa sorta di razionalizzazione del sistema italiano dal momento che le norme europee, fissati determinati termini, lasciano agli Stati membri ampia libertà di azione⁵⁶⁹.

A tale scopo occorre ribadire che i mercati finanziari dopo le riforme sono “mercati regolamentati” con determinate caratteristiche; in primo luogo il

⁵⁶⁶ Legge n. 287/1990, art. 1.

⁵⁶⁷ Ibidem, art. 20 comma 5 e 5 bis.

⁵⁶⁸ Ibidem, art. 20 comma 4.

⁵⁶⁹ Cfr. Cassese Sabino, *La nuova costituzione economica: lezioni*, op. cit., pagg. 279 – 280.

mercato è definito, con confini precisi e rapporti con i mercati contigui: sono mercati – istituzioni; in secondo luogo sono definite le finalità della disciplina e cioè liberalizzazione, stabilità, concorrenza e trasparenza⁵⁷⁰.

Prima delle riforme la tutela dei risparmiatori, degli assicuratori, dei creditori era garantita da misure dirette alla stabilità delle imprese soggette alla direzione e al controllo pubblico; nel nuovo modello tale tutela è garantita con misure dirette alla solvibilità, trasparenza e correttezza, assicurate dal rispetto di *standards* oggettivi.

In terzo luogo l'accesso ai mercati dei soggetti avviene mediante autorizzazioni e albi, cioè con la “collaborazione” dell'Autorità pubblica; in quarto luogo sono stabilite le regole basilari relative alle operazioni ammesse e ai prodotti che possono essere scambiati; in quinto luogo sono disciplinate le condizioni di crisi per evitare che gli investitori perdano del tutto i loro risparmi; in sesto luogo ogni settore finanziario è “controllato” da un'Autorità indipendente, si tratta solo di stabilire se quest'Autorità debba essere unica o meno⁵⁷¹.

La scelta della UE nel 2010 non è stata casuale perché i paesi membri, nonostante *Maastricht*, hanno ancora leggi, sistemi giudiziari, principi contabili e scelte generali concernenti la protezione del consumatore, il ruolo degli incentivi, la trasparenza e l'*accountability* che differiscono sensibilmente fra loro.

In realtà sia a livello europeo sia a livello nazionale il dibattito tra regolatore unico o meno data da tempo con alterne vicende e ripensamenti; ad esempio dal 2000 in poi la “spinta” verso l'opzione “unico” è stata forte tanto che gran parte dei paesi nordici, Gran Bretagna e Germania optarono per un'unica Autorità di vigilanza dei mercati finanziari facendo leva sulla conglomerarizzazione dei mercati e ritenendo che la *reductio ad unum* realizzasse la massima forma di razionalizzazione e armonizzazione, eliminando sprechi, risorse e sovrapposizioni inutili.

⁵⁷⁰ Ciò comporta l'attenuazione dei tratti finalistici e l'accentuazione di quelli istituzionali fondati sulla correttezza, stabilità e solvibilità.

⁵⁷¹ Cfr. Cassese Sabino, *La nuova costituzione economica: lezioni*, op. cit., pag. 279.

Dopo il superamento della crisi e i regolamenti UE del 2010 è “mutato il vento” e paesi come Gran Bretagna e Germania sono in parte ritornati sui loro passi “smantellando” l’unica Autorità di vigilanza.

Infatti si è compreso che un avvicinamento agli *open information systems* americani era difficile da realizzare occorrendo sistemi “di *audit* standardizzati, agenzie per il *credit rating*, sistemi giudiziari efficienti e tecnicamente competenti per risolvere conflitti connessi con l’*insider trading* e per l’interpretazione di contratti finanziari”⁵⁷².

Inoltre è apparso evidente che “*the list of arguments against unification is almost as long as the list of arguments in favor of unification*”⁵⁷³.

Se è vero che l’unificazione dei mercati si esprime anche attraverso lo sfumarsi delle differenze nella tipologia delle operazioni bancarie, assicurative e dell’intermediazione in titoli, è altrettanto vero che “le differenze aventi rilevanza prudenziale rimangono importanti e sono riflesse nei *Core Principles* dei tre principali settori di attività. L’unificazione dei mercati può quindi non suggerire di per sé la necessità di accentramento della vigilanza”⁵⁷⁴.

Infatti per quanto riguarda la vigilanza bancaria, essa è spostata sul “lato macroprudenziale” perché i legami delle banche con le principali variabili macroeconomiche sono più pronunciati che negli altri settori e dunque la vigilanza riguarda più il rischio sistemico.

⁵⁷² Bernard Henri e Joseph Bisignano, *European financial market integration: concepts, measurement, and contribution to growth*, Paper preparato per la terza conferenza del Centro di Saint Gobain per gli studi di economia “*The contribution of finance to european economic growth*”, Parigi 8 – 9 novembre 2001, pag. 17.

⁵⁷³ Abrams Richard K. e Taylor Michael W., *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, IMF working paper, n. 213, 2000. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00213.pdf>

⁵⁷⁴ Filosa Renato, *Assetto istituzionale decentrato della vigilanza finanziaria*, in Kostoris Padoa Schioppa Fiorella (a cura di), *Le Autorità indipendenti e il buon funzionamento dei mercati*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, pag. 366.

Per le assicurazioni la vigilanza è concentrata sulla valutazione degli accantonamenti tecnici, in quanto essi rappresentano stime delle passività future. Nel caso delle imprese assicurative, al contrario delle banche e soprattutto degli intermediari in titoli, la trasparenza è più difficile da ottenere a causa della molteplicità delle assunzioni tecniche che sono alla base delle valutazioni delle passività.

Infine per gli intermediari in titoli la vigilanza ha come obiettivi primari la stabilità, la trasparenza, l'equità, la protezione dei risparmiatori e l'efficienza dei mercati; ma, essendo più vasto il campo d'azione per la varietà dei soggetti (intermediari, mercato, borse e schemi di investimento collettivo), per la complessità delle transazioni e per il rischio di frodi, la vigilanza "si sposta" più sulla trasparenza.

Metaforicamente tali differenze tra vigilanze nei vari settori sono state espresse in questo modo: *"the behavior of the various types of supervisors vary markedly with some describing banking supervisor as being more like doctors examining the health of the patient, while securities supervisor as being more like policemen trying to catch the miscreant securities dealer"*⁵⁷⁵.

Dunque è possibile che il regolatore unico potrebbe conseguire delle sinergie meno rilevanti di quanto si pensi, dato che gli schemi culturali, le professionalità, gli obiettivi e il comportamento dei regolatori dei diversi settori sono differenti.

Anche David Llewellyn⁵⁷⁶ ha di recente fatto nuova luce sulla questione, introducendo il concetto di *regulatory regime* al posto di vigilanza.

Per lo studioso inglese per assicurare la stabilità finanziaria ed evitarne o ridurne i costi è opportuno ricorrere a una pluralità di strumenti che vanno visti come complementari piuttosto che come sostitutivi.

⁵⁷⁵ Abrams Richard K. e Taylor Michael W., *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, op. cit. pag. 18.

⁵⁷⁶ Studioso di regolamentazione e supervisione bancaria, docente alla Loughborough University del Regno Unito.

Ovviamente il termine “*regime*” non è inteso in senso illiberale ma come un sistema nel quale i comportamenti, rispondendo a incentivi, tendono a creare coerenti aspettative per il raggiungimento dell’obiettivo e per la stabilità del sistema finanziario.

Il suo successo dipende dunque dai comportamenti di ciascun agente, dagli incentivi cui obbediscono, dalle aspettative che si creano; queste ultime rafforzano il sistema se coerenti, lo indeboliscono in caso opposto.

Le componenti principali di questo sistema sono:

- le regole stabilite dall’Autorità di regolamentazione;
- l’attività di monitoraggio e supervisione esercitata dalle agenzie, dalla cui azione nel tempo dipende in gran parte se la coerenza delle aspettative viene mantenuta e se i comportamenti dei singoli intermediari sono congruenti;
- le strutture degli incentivi cui sono esposti i consumatori – risparmiatori, le banche e le stesse agenzie di vigilanza, come pure i prenditori di credito;
- il ruolo della disciplina di mercato e soprattutto il monitoraggio continuo dei comportamenti manageriali;
- le possibilità e le modalità d’intervento in caso di insolvenze bancarie per evitare effetti sistemici;
- la struttura e il funzionamento della *governance* societaria all’interno delle banche;
- i meccanismi per la rendicontazione e per la correzione dei comportamenti delle agenzie di vigilanza.

La loro “buona combinazione” si ottiene mediante una *regulatory strategy* per ottimizzare ognuna delle componenti; in definitiva in un *regulatory regime* bisogna fare assegnamento su di una pluralità di strumenti, poiché tutti sono necessari ma nessuno è sufficiente ad assicurare il conseguimento dell’obiettivo, la stabilità finanziaria.

Eppure quando si discute di vigilanza il discorso si concentra solo sulla regolamentazione e sulla supervisione, tralasciando le altre componenti del *regime*, anzi ci si ferma solo al “chi” della gestione di quella funzione e meno sul

“come” essa debba essere assolta: si trascura la foresta (il regime regolatorio) per enfatizzare due alberi (la regolamentazione e la supervisione)⁵⁷⁷.

L’esperienza USA dimostra che è sempre possibile un *trade – off* tra i vari strumenti e creare una vera *safety net* finanziaria infondendo fiducia negli investitori e contenendo al massimo gli effetti negativi di una crisi; gli strumenti a disposizione sono: il credito di ultima istanza, l’assicurazione dei depositi, le garanzie pubbliche esplicite e implicite, le azioni di *structured early intervention*, il risanamento delle istituzioni o la loro chiusura⁵⁷⁸.

Dunque il dibattito tra regolatore unico o meno è una “falsa questione” perché per avere una visione sistemica occorre distinguere tra regolamentazione e supervisione.

Le riflessioni precedenti fanno comprendere che la regolamentazione deve essere unica come unico è il mercato e come globale è la possibilità di una crisi; questa regolamentazione, se non può essere globale, almeno deve essere europea, in quanto un approccio europeo alla prevenzione e gestione della crisi non può prescindere da un significativo avvicinamento alle principali caratteristiche di funzionamento degli strumenti della *safety net* al fine di pervenire non solo ad un’armonizzazione della struttura della *safety net* stessa tra i vari paesi, ma anche ad un aumento della sua coerenza interna.

⁵⁷⁷ Cfr. Sarcinelli Mario, *Strumenti istituzionali per assicurare la stabilità finanziaria*, in Kostoris Padoa Schioppa Fiorella (a cura di), *Le Autorità indipendenti e il buon funzionamento dei mercati*, op. cit., pagg. 389 – 390.

⁵⁷⁸ Per esempio la *Prompt Corrective Action* (PCA) negli Stati uniti prevede misure che stabiliscono:

- 1) Il livello minimo di capitale che richiede l’adozione di misure correttive;
- 2) La natura delle misure correttive che nei casi più gravi comprendono l’obbligo di vendere azioni, il divieto di pagare dividendi, la riduzione degli interessi pagati dalla banca, la proibizione di corrispondere premi agli *executive officers*, l’obbligo di richiedere l’autorizzazione per apertura di filiali, il divieto di ricevere nuovi depositi, l’obbligo di nominare nuovi *managers*;
- 3) Le condizioni che richiedono la nomina di un conservatore o di un liquidatore dell’azienda;
- 4) Le condizioni che consentono alla banca di ottenere la revoca della nomina del conservatore e dell’azione di liquidazione.

In altri termini per prima cosa si dovrebbe imitare gli USA come afferma Llewellyn: “*other things equal, potential danger gradually increases as the capital ratio declines. This in itself suggests that there should be a graduated series of responses from the regulator as capital diminishes. No single dividing line should trigger action but there should be a series of such trigger points with the effect of going through any one of them being relatively minor, but the cumulative effect being large*”⁵⁷⁹.

In secondo luogo si dovrebbe creare un processo trasparente e credibile per la risoluzione di crisi che coinvolgono istituzioni presenti in più paesi.

Ciò riguarda l’esplicitazione di una strategia di gestione delle crisi nella quale le Autorità rilevanti assumono congiuntamente le decisioni rilevanti, documentano l’*iter* e provvedono a rendere pubbliche *ex post* le conclusioni raggiunte nelle decisioni più importanti.

A livello europeo questa strategia è stata in parte attuata con i regolamenti che hanno istituito il sistema delle *Authorities* sostituendo in parte la *soft law* con la *hard law*, dal momento che la prima, secondo il rapporto de Larosière, si era rilevata insufficiente a prevenire la crisi⁵⁸⁰ e creando sistemi macro e micro - prudenziali a livello comunitario, sia pure nella forma settorializzata.

Infatti la constatazione che l’esistenza di lacune gravi e numerose, la mancanza di chiarezza delle norme e la lentezza del processo legislativo, che hanno condotto

⁵⁷⁹ Llewellyn David T., *Role and Scope of Regulation and Supervision*, in Caprio Gerard (a cura di) *Handbook of Safeguarding Global Financial Stability: Political, Social, Cultural, and Economic Theories and Models*, Academic Press, 1 edizione, 2012, pag. 459.

⁵⁸⁰ Insufficiente lo era già di per sé perché “the essential characteristic of “soft law” is that it cannot be enforced by legal means (such as lawsuit), as soft law rules are not self-executing, either at the international or at the domestic level, because they are not legally binding: indeed, it is even questionable whether soft law can be considered to be law at all, within the strict meaning of the term. At best, soft law rules may be characterized as “imperfect” law, rules without proper legal sanction, as future law in the embryonic stage of formation or as general principles which might contribute to the interpretation of related legally binding rules of hard law”. Giovanoli Mario, *International Monetary and Financial Law: Issues for the New Millennium*, Oxford University Press, 2000, pag. 35.

a differenze normative e di interpretazione fra i paesi, ha indotto l'UE a marcare una vigilanza "primaria" molto più chiara in materia, da pensare di sostituirsi alle Autorità nazionali nel caso in cui fossero rimaste inerti o inefficienti.

La stessa esigenza sistemica è stata soddisfatta con la creazione dell'ESRB che crea il "concerto" tra i diversi organismi settoriali per prevenire il rischio sistemico.

L'UE in verità ha realizzato anche l'unificazione regolamentare bancaria, affiancando all'EBA il SSM che vigila direttamente sui gruppi bancari più importanti.

Nel mondo del mercato mobiliare invece tale unificazione è ancora allo studio o meglio in fase di preparazione – discussione, per cui si attende la pubblicazione di un Testo Unico europeo della finanza come quello bancario (*single rule book*)⁵⁸¹.

Paradossalmente l'Italia, da questo punto di vista, è in "anticipo" rispetto all'UE e altri paesi, anche se gli stessi "Testi Unici" (TUB e TUF) sono stati oggetto di continue modificazioni non solo per "ammodernare" le norme ai mutamenti economici ma anche per seguire le mode o le "bizzarrie" di qualche politico del momento.

Per quanto riguarda le Autorità già abbiamo evidenziato il loro costituirsi farraginoso così come enunciato da diversi presidenti di Autorità nelle varie Commissioni d'indagine.

Da un semplice confronto con altri paesi (Gran Bretagna e Germania) salta però subito agli occhi una differenza notevole: all'inizio del millennio Gran Bretagna e Germania hanno "sostanziato" le loro riflessioni politiche e i loro dibattiti con l'approvazione di ben due riforme del sistema delle Autorità in campo finanziario, per adeguare la loro legislazione a quella europea e alle necessità connesse ai mutamenti genetici del mercato.

In Italia invece il "dibattito" è rimasto tale nonostante tante Commissioni d'indagine e relative audizioni di esperti e diretti interessati, costretti a ripetere

⁵⁸¹ Come già visto a pagina 85.

“quasi letteralmente” le stesse cose a distanza di anni senza vedere alcun cambiamento.

In questo dibattito anche in Italia nel 2004 è spuntata l’idea di unificare le tre Autorità di vigilanza (bancaria, assicurativa, mobiliare) in un’unica Autorità sul modello tedesco e inglese, con una delibera del 3 febbraio 2004 che abbozzava la nuova legge sul risparmio⁵⁸².

L’*intentio legislatoris* era di trasformare la CONSOB in Autorità per la tutela del risparmio.

Tale proposta fu subito criticata perché non si trattava di una vera e propria unificazione (restavano sempre le Autorità per il credito e per i mercati finanziari e venivano assorbite solo l’ISVAP e la COVIP)⁵⁸³.

Anche la norma approvata, la legge n. 262/2005, “all’italiana” ha lasciato tutto come prima rilanciando “irenicamente” l’idea di una stretta collaborazione – cooperazione tra le diverse Autorità; l’art. 20, comma 1 recita “La Banca d’Italia, la CONSOB, l’Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (ISVAP), la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP) e l’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, nel rispetto della reciproca indipendenza, individuano forme di coordinamento per l’esercizio delle competenze ad essi attribuite anche attraverso protocolli d’intesa o l’istituzione,

⁵⁸² Disegno di legge di riforma del sistema di tutela del risparmio, approvato il 3 febbraio 2004 dal Consiglio dei Ministri.

⁵⁸³ Tra gli oppositori più accesi del progetto troviamo Cassese e Merusi che evidenziano come non veniva risolto nemmeno il problema della sovrapposizione tra Banca d’Italia e Antitrust in ambito bancario: “il legislatore non ha affrontato il problema dell’integrazione tra vigilanza bancaria e vigilanza finanziaria emerso dalle disfunzioni sulla tutela del risparmio dal quale afferma di aver preso le mosse, ma ha solo rimediato a metà alla deroga prevista sull’AGCM, la quale, in attesa del riassetto del mercato conseguente alla privatizzazione delle banche pubbliche, aveva affidato all’Autorità di vigilanza bancaria anche poteri Antitrust, restituendo i poteri Antitrust all’Autorità garante, da esercitare congiuntamente con la Banca d’Italia”. Merusi Fabio, *Diritto contro economia. Resistenze all’innovazione nella legge sulla tutela del risparmio*, in Banca impresa e società, n. 1, 2006, pag. 11.

senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica, di comitati di coordinamento”.

Il comma 2 doveva servire per “rafforzare” il coordinamento, imponendo una “riunione delle Autorità almeno una volta all’anno”.

La legge n. 262 direttamente era il “frutto” della ricezione della direttiva MiFID I⁵⁸⁴ da parte del nostro paese; indirettamente avrebbe dovuto e potuto essere il risultato concreto del dibattito sulle Autorità negli anni di fine secolo.

Infatti erano state presentate due proposte di legge per razionalizzare e armonizzare il numero e le funzioni delle Autorità indipendenti, proposte che abbiamo indicato come Letta – Amato e Tabacci⁵⁸⁵.

In sintesi i due disegni di legge, volendo mettere un freno al processo di “proliferazione inattesa” con modalità organizzative, poteri e funzioni fra i vari organismi non sempre congruenti, istituivano un’unica Autorità di vigilanza finanziaria per banche, assicurazioni, fondi pensione e promotori finanziari, una per l’Antitrust e una per i servizi pubblici come l’energia e le telecomunicazioni (proposta Tabacci); la proposta Letta – Amato, pur con lo stesso intento di razionalizzazione, indicava di accorpate alla CONSOB l’ISVAP e la COVIP (creare cioè un’unica Autorità di vigilanza per mercati mobiliari, assicurazioni e fondi pensione) lasciando intatte le altre Autorità, con l’eliminazione delle esistenti sovrapposizioni di competenza.

In realtà la legge 262 è venuta meno anche agli obblighi previsti dalla MiFID I laddove l’articolo 49 della direttiva prevedeva che “Se uno Stato membro designa più di un'autorità competente per l'applicazione di una disposizione della presente direttiva, i ruoli di tali autorità sono definiti con chiarezza ed esse collaborano strettamente. Ciascuno Stato membro prescrive che tale

⁵⁸⁴ Direttiva 2004/39/Ce del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio.

⁵⁸⁵ Vedi supra pagina 45.

collaborazione avvenga anche tra le autorità competenti ai fini della presente direttiva e le autorità dello stesso Stato membro preposte alla vigilanza sugli enti creditizi e altri istituti finanziari, sui fondi pensione, sugli OICVM, sugli intermediari assicurativi e riassicurativi, e sulle imprese di assicurazioni. Gli Stati membri prescrivono che le autorità competenti scambino le informazioni essenziali o pertinenti ai fini dell'espletamento delle loro funzioni e dei loro compiti”.

L'art. 50 prevedeva l'indicazione precisa di poteri di vigilanza e di informazione che devono essere conferiti alle Autorità nazionali.

Se si legge l'art. 25 della legge 262 si nota come questo tentativo di “Disposizioni relative all'organizzazione e alle competenze delle Autorità” sia risultato “maldestro” perché se è vero che le “precisazioni” delle competenze le ritroviamo nei vari commi, è altrettanto vero che le sovrapposizioni non vengono eliminate.

Ad esempio il comma 3 dell'art. 25 stabilisce che “Le competenze in materia di trasparenza e di correttezza dei comportamenti di cui all'articolo 1, comma 2, lettera h), della legge 23 agosto 2004, n. 243, sono esercitate dalla COVIP compatibilmente con le disposizioni per la sollecitazione del pubblico risparmio. Restano ferme le competenze in materia di tutela della concorrenza su tutte le forme pensionistiche complementari attribuite all'Autorità garante della concorrenza e del mercato dalla legge 10 ottobre 1990, n. 287, e le competenze in materia di sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione attribuite all'ISVAP dalla legge 12 agosto 1982, n. 576, incluse quelle relative ai prodotti assicurativi con finalità previdenziali”, norma che è in contrasto con il TUF che assegna alla CONSOB tali competenze⁵⁸⁶.

Così come c'è sovrapposizione tra CONSOB e ISVAP in ambito assicurativo (art. 25, comma 2), tra COVIP e AGCM in materia di concorrenza (art. 25, comma 3), tra COVIP e ISVAP in materia di sana e prudente gestione delle imprese di

⁵⁸⁶ Sia pure nell'ambito generale delle attività finanziarie, mentre la COVIP vigila solo nell'ambito dei fondi pensione.

assicurazione, “incluse quelle relative ai prodotti assicurativi con finalità previdenziali” (art. 25, comma 3).

Ovviamente tra i fautori del regolatore unico queste norme costituiscono una delusione completa, in quanto la stessa cooperazione tra le Autorità è stata realizzata in minima parte, rinviando *sine die* la vera razionalizzazione: “al di fuori delle ipotesi di congiunzione tra Autorità espressamente previste dalla legge, la legge stessa rinvia irenicamente al coordinamento e alla collaborazione tra Autorità... si è, *more solito*, parlato d’altro o complicato le cose con ritocchi minimi”⁵⁸⁷.

Altri, in modo meno radicale, hanno evidenziato l’importanza della poca chiarezza, sostenendo che la scelta di innestare nuove norme nel TUF “ha comportato complessivamente un accrescimento dei poteri della CONSOB, ma ha eliminato solo in parte le sovrapposizioni e i potenziali conflitti di competenza, positivi e negativi, specie con la Banca d’Italia... molta dell’efficienza futura del sistema di vigilanza (più in generale di *regulation*) dipenderà dal funzionamento effettivo delle forme organizzatorie di collaborazione tra le Autorità: dagli accordi ai comitati di coordinamento... la CONSOB è chiamata nei prossimi anni ad uno sforzo che metterà a dura prova la portanza amministrativa – per riprendere un’espressione di Massimo Severo Giannini, tratta dal linguaggio degli ingegneri – in quanto dovrà, al contempo, provvedere ad una massiccia produzione di regole, secondarie e tecniche, e moltiplicare in varie direzioni l’operatività della vigilanza”⁵⁸⁸.

A ben considerare “non si rinvengono particolari cambiamenti... se non per la previsione dei comitati di coordinamento la cui presenza... desta numerose

⁵⁸⁷ Merusi Fabio, *Diritto contro economia. Resistenze all’innovazione nella legge sulla tutela del risparmio*, op. cit., pag. 13.

⁵⁸⁸ Ambrosino Sandro, *Le funzioni della “nuova” CONSOB*, in Capriglione Francesco (a cura di), *La nuova legge sul risparmio*, CEDAM, Padova, 2006, pag. 180.

perplexità in ordine all'effettività dell'apporto di tali organismi, che rischiano di essere portatori di inutili aggravii burocratici”⁵⁸⁹.

Non a caso il TUF è stato emendato più volte dal 2007 fino ad oggi proprio per “fare opera di disboscamento” di tutti questi vincoli, considerati dalle imprese come un “peso” inutile e costoso.

D'altra parte la stessa UE, in particolare la BCE in un suo parere del 3 novembre 2006, su richiesta del Ministro dell'economia e delle finanze ha, in maniera felpata, ribadito la necessità di una riforma sul risparmio finalizzata a restituire coerenza al sistema, fondata sui principi della “ripartizione delle funzioni di regolamentazione e vigilanza fra le varie Autorità, secondo le rispettive finalità”⁵⁹⁰.

La stessa BCE consigliava di migliorare i meccanismi di *corporate governance* e di compiere una revisione dei meccanismi istituzionali di coordinamento tra la Banca d'Italia e l'AGCM.

La UE, dopo la crisi e le riforme del 2010, aveva stabilito l'obbligo per ogni Stato membro di costituire un organismo onnicomprensivo di vigilanza macroprudenziale, per evitare il rischio sistemico.

Le riforme degli altri paesi sono servite anche per ottemperare a quest'obbligo, rinunciando pure al regolatore unico, in Italia invece il sistema è rimasto invariato e le leggi approvate dal 2011 ad oggi hanno razionalizzato il sistema solo nel senso della *spending review*, cioè hanno imposto tagli al personale e alle strutture, per alleggerire il già lieve peso economico delle Autorità⁵⁹¹.

⁵⁸⁹ Capriglione Francesco, *La nuova legge sul risparmio tra tutela degli investitori e ridefinizione degli assetti di vertice del settore*, in Capriglione Francesco (a cura di), *La nuova legge sul risparmio*, op. cit., pag. 54.

⁵⁹⁰ Parere della Banca Centrale Europea, del 3 novembre 2006, su richiesta del Ministero italiano dell'Economia e delle Finanze, in relazione a un progetto di decreto legislativo da emanarsi nell'esercizio della delega contenuta nella legge recante interventi per la tutela del risparmio, (CON/2006/51). https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it_con_2006_51_f_sign.pdf

⁵⁹¹ Gran parte di esse infatti già si autofinanziavano con i contributi e le ammende versate dai soggetti vigilati.

Il decreto legge “Salva Italia”⁵⁹² aveva ridotto il numero dei commissari di ogni Autorità, aveva ridotto le sedi e i fondi loro elargiti dallo Stato.

Nel 2014 il decreto legge n. 90 nell’istituire l’ANAC (rinnovata Autorità contro la corruzione) ha “rivisto” la struttura e il funzionamento anche delle altre Autorità, introducendo vincoli particolari contro il conflitto d’interesse dei commissari prima e dopo la loro nomina⁵⁹³.

Ma la vera razionalizzazione – armonizzazione è rimasta fuori, anche se gravi vicende di banche più o meno grandi fallite avrebbero dovuto focalizzare l’attenzione sul “funzionamento” della vigilanza sia dal punto di vista della stabilità che della correttezza e trasparenza.

Clamoroso è il caso della Banca Etruria e delle sue obbligazioni “strutturate” vendute ad alcuni “sprovvéduti” risparmiatori senza nemmeno il famoso “scenario probabilistico”, secondo cui era altissimo il rischio di perdere il loro capitale.

L’imbarazzo dell’attuale Presidente CONSOB Vegas è stato enorme quando da una parte “ha dovuto” difendere la propria decisione di non richiedere alla Banca l’obbligo del citato “scenario probabilistico” (affermando che il prospetto informativo, così com’era, era conforme alla legge e ai regolamenti), dall’altra ha candidamente ammesso che era necessaria una revisione di quei prospetti con l’inserimento dello scenario mancante⁵⁹⁴.

Il modello cooperativo tra Banca d’Italia e CONSOB in questo caso ha clamorosamente fatto “flop”, semplicemente perché alle sollecitazioni – preoccupazioni dell’una (Banca d’Italia) si è risposto solo dopo anni, a crisi conclamata (CONSOB).

In altri casi (Banca Veneto e Popolare di Vicenza) è stato possibile che i richiedenti un mutuo siano stati “invitati” a comprare azioni della banca, non

⁵⁹² Decreto legge n. 201 del 2011.

⁵⁹³ Come già precisato alla nota 83.

⁵⁹⁴ Cfr. Discorso del Presidente Giuseppe Vegas, nell’Incontro annuale con il mercato finanziario per l’anno 2015, cit.

scambiabili sul mercato ufficiale, il cui valore oscillava a “piacimento” degli amministratori della stessa banca e la cui “trasformabilità in danaro” dipendeva sempre da loro.

Anche in questo caso stabilità e correttezza sono rimaste *vacua verba* in quanto *ex abrupto* il valore di quelle azioni è passato da € 65,00 a pochi centesimi e, solo di recente, alcuni amministratori sono stati allontanati, nonostante gli ampi poteri affidati alla Banca D'Italia e alla CONSOB.

A legislazione vigente dunque era possibile non arrivare a tanto perché “vigilare” evangelicamente significa “stare svegli perché non si sa né il tempo né l'ora”.

Non occorre una nuova legge come la 262/2005 dopo i gravi *crack* Cirio – Parmalat; quello che occorre è una razionalizzazione kantianamente intesa.

Per Kant infatti il criterio di verità è il giudizio sintetico – a priori, dove l'elemento sintetico è preso dall'esperienza, quello a priori è universale, determinabile a prescindere dall'esperienza.

Fuor di metafora occorre innanzitutto soddisfare l'esigenza della UE di un organismo per la vigilanza macroprudenziale per evitare il rischio sistemico (come il FPC inglese), un organismo di cui facciano parte il Ministro dell'economia e delle finanze, gli altri Ministeri “economici” e i rappresentanti di tutte le Autorità di vigilanza.

La sola Banca d'Italia, i cui meriti sono enormi in tanti anni di storia italiana, non basta più perché la stabilità non si riduce solo al momento monetario, ma è il risultato di una sintesi della vigilanza micro e macro – prudenziale.

Per le altre Autorità, supervisor microprudenziali, sarebbe molto più importante far valere l'unificazione regolamentare e il criterio di verità kantiano.

Per il primo aspetto formalmente l'Italia già è a buon punto, solo che basterebbe applicare il dettato dell'art. 23, comma 3⁵⁹⁵ e dell'art. 43 della legge 262 del

⁵⁹⁵ “Le Autorità... sottopongono a revisione periodica, almeno ogni tre anni, il contenuto degli atti di regolazione da esse adottati, per adeguarli all'evoluzione delle condizioni del mercato e degli interessi degli investitori e dei risparmiatori”.

2005, relativamente al “coordinamento delle disposizioni” per eliminare le sovrapposizioni, far scomparire i tanti “d’intesa con” e “sentito il parere di”.

Per Marenghi una (possibile) “regolazione, per i livelli di azione amministrativa che le sono propri, in corrispondenza ai *legal standards* sovranazionali *in fieri*, dovrà essere incentrata su criteri predeterminati, generali, astrattamente definiti, il più possibile impermeabili a quella parte di privato che sia esclusiva espressione della forza condizionante dei gruppi di parte”.⁵⁹⁶

Si tratta di chiarire all’americana “chi fa che cosa” per eliminare qualsiasi forma di deresponsabilizzazione delle Autorità e avere un “indirizzo” a cui rivolgersi per operare.

In alcune delle crisi succitate le intese e i memorandum chiaramente non hanno dato buona prova.

Per il secondo aspetto, conciliazione tra esperienza e previsione, si tratta di conciliare l’approccio “empirico” delle tante *agencies* statunitensi (sintetico) con i principi della vigilanza macroprudenziale (apriori).

Come abbiamo visto negli USA la supervisione consiste in pochi passaggi: definizione dell’“oggetto – soggetto” della vigilanza, imposizione della sua registrazione e capillare controllo sia primario (diretto) che secondario (indiretto, attraverso le SRO) con specifiche regole di “prevenzione” come i modelli matematici, il controllo a campione e una legislazione premiante per i “collaboratori”, per coloro che aiutano le *Agencies* a portare alla luce comportamenti scorretti e trasgressioni alle norme⁵⁹⁷.

Importante notare che nei loro periodici *reports* le Autorità statunitensi riportano anche le sanzioni inflitte e i responsabili colpiti con pene esemplari⁵⁹⁸.

⁵⁹⁶ Marenghi Enzo Maria, *Il diritto ai tempi della crisi: la regolazione possibile*, op. cit., pagg. 156 - 157.

⁵⁹⁷ Come abbiamo già visto a pagina 193.

⁵⁹⁸ Basti ricordare i 150 anni di carcere inflitti al magnate Bernard Madoff, inventore di una truffa basata sullo schema Ponzi.

In Italia manca questo tipo di approccio, anche perché mancano gli uomini e le risorse per attuarlo.

I rapporti annuali della Banca d'Italia e della CONSOB, ad esempio, si rivelano essere ottimi *reports* di macroeconomia con precise e puntuali riflessioni sull'andamento dei tassi d'interesse, sui consumi, sulla spesa pubblica, sugli investimenti, su particolari cause di crisi, ma sono privi di dati reali sulla loro attività di *supervisors*, in tal modo gli operatori di mercato e gli stessi risparmiatori non hanno la “diretta” consapevolezza dell'esistenza stessa di questi controlli: il TUF e il TUB finiscono per assomigliare sempre di più alle “gride” manzoniane.

Per quanto riguarda il “numero” delle Autorità, alla luce di quanto detto, la questione sembra perdere importanza.

La scelta più opportuna sembrerebbe l'adeguare lo schema italiano a quello europeo, o meglio a quello anglo-germanico con un'Autorità per il mondo bancario e una per il mondo finanziario, mantenendo in vita solo Banca d'Italia e CONSOB, in quanto il mondo assicurativo – pensionistico si è “fuso” ormai con quello finanziario.

Anche in Italia esiste la *Bankassurance* e la *Allfinanz* e anche l'Italia è stata coinvolta nella globalizzazione dei mercati, intesa non soltanto come possibilità di “fare affari” sempre e dovunque, ma anche come unificazione dei luoghi ufficiali di scambio: la Borsa di Milano è già da anni un ramo di quella londinese e quest'ultima sta trattando la fusione con quella tedesca.

Dunque se è vero che tutti gli scambi in territorio italiano sono soggetti alle norme italiane, è altrettanto vero che le modalità di questi scambi sono mutate e muteranno sotto una prospettiva continentale.

Un altro aspetto fondamentale è quello “umano”, la scelta degli uomini chiamati a vigilare.

La legge istitutiva della CONSOB alla fedeltà e all'onore affiancava altri requisiti importanti per far parte della Commissione, così come quella istitutiva

dell'AGCM, prevedendo forme particolari di cooptazione o da parte del Governo o dei Presidenti delle due Camere.

L'esperienza poco esaltante degli ultimi venti anni suggerisce di prendere per buona la proposta Letta – Amato – Tabacchi di far approvare queste nomine da un'apposita commissione parlamentare, ancora una volta, sul modello americano ma anche europeo perchè i membri della Commissione europea, una volta indicati, devono avere l'approvazione del Parlamento europeo.

Le idee e le azioni sono “agite” da uomini in carne ed ossa, per cui potremmo avere la legislazione migliore del mondo ma senza *homines boni* i problemi resterebbero irrisolti.

Parafrasando le parole di Spaventa, nel suo ultimo discorso da Presidente CONSOB (2003), potremmo dire che non solo la CONSOB ma anche le altre Autorità devono essere istituzioni moderne e capaci di affrontare i mercati ad armi pari nel perseguimento dei loro compiti, adeguando le proprie regole e procedure.

Si tratta di “pensare con occhi nuovi, con una certa umiltà e senza difendere passate posizioni di rendita”⁵⁹⁹.

È la stessa umiltà fattiva che Keynes vorrebbe presente nei “buoni economisti” quando afferma “guardiamoci dal sopravvalutare l'importanza del problema economico, di sacrificare alle sue attuali necessità altre questioni di più profonda e duratura importanza... Se gli economisti riuscissero a farsi considerare gente umile, di competenza specifica, sul piano dei dentisti, sarebbe meraviglioso”⁶⁰⁰.

“Pensare con occhi nuovi” fa *pendant* col “pensare europeo” cioè aprire lo sguardo oltre al proprio “*particolare*” e convincersi che il dovere costituzionale della tutela del risparmio come quello di un “buon governo” del mercato e dell'economia impone a tutti il “ragionare ed operare” almeno in modo europeo, in un mondo globalizzato.

⁵⁹⁹ Cavazzuti Filippo, *Luigi Spaventa in CONSOB*, op.cit., pag.22.

⁶⁰⁰ Keynes John Maynard, *Esortazioni e profezie*, Il Saggiatore, Milano, 2011, pag. 283.

Bibliografia

Monografie

AA. VV., *Riscrivere i diritti in Europa*, il Mulino, Bologna 2001.

Baldassarre Antonio, *Globalizzazione contro democrazia*, Edizioni Laterza, Roma-Bari, 2002.

Bassi Franco e Merussi Fabio (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti. Il mercato dei valori mobiliari*, Giuffrè, Milano, 1993.

Bauman Zygmunt, *Amore Liquido*, edizioni Laterza, Bari, 2004.

Braithwaite John e Drahos Peter, *Global Business Regulation*, Cambridge University Press, 2000.

Brummer Chris, *Minilateralism How Trade Alliances, Soft Law and Financial Engineering are Redefining Economic Statecraft*, Cambridge University Press, 2014.

Büche Christian, *Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integren Finanzmarkts*, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden Baden, 2005.

Capriglione Francesco (a cura di), *La nuova legge sul risparmio*, CEDAM, Padova, 2006.

Caprio Gerard (a cura di), *Handbook of Safeguarding Global Financial Stability: Political, Social, Cultural, and Economic Theories and Models*, Academic Press, 1 edizione, 2012.

Caranta Roberto, Andenas Mads e Fairgrieve Duncan (a cura di), *Independent Administrative Authorities*, British Institute of International and Comparative Law, London 2004.

Cassese Sabino e Franchini Claudio (a cura di), *I garanti delle regole. Le autorità indipendenti*, Soc. Ed. il Mulino, Bologna, 1996.

Cassese Sabino e Torchia Luisa, *Diritto amministrativo. Una conversazione*, Il Mulino, 2014.

Cassese Sabino, *La crisi dello Stato*, Editori La Terza, Roma-Bari, 2002.

Cassese Sabino, *La nuova costituzione economica: lezioni*, Edizioni Laterza, Roma – Bari, 2002.

Cassese Sabino, *Oltre lo Stato*, Editori La Terza, Roma-Bari, 2006.

Clarich Marcello, *Autorità indipendenti: bilancio e prospettive di un modello*, Il Mulino, Bologna, 2005.

Costanzo Pasquale, Ferrari Giuseppe Franco e altri, *La commissione bicamerale per le riforme costituzionali: i progetti, i lavori, i testi approvati*, CEDAM, Padova 1998.

D'Agostino Serge, *La Mondialisation*, Breal, Parigi, 2002.

D'Alberti Marco e Pajno Alessandro (a cura di), *Arbitri dei mercati. Le Autorità indipendenti e l'economia*, Il Mulino, Bologna, 2010.

David L Ratner, *Securities regulation*, West Pub. Co, 2nd edition, 1980.

De Bellis Maurizia, *La regolazione dei mercati finanziari*, Giuffrè Editore, Milano, 2012.

Ferrarese Maria Rosaria, *Le istituzioni della globalizzazione. Diritto e diritti nella società transnazionale*, Il Mulino, Bologna 2000.

Gallino Luciano, *Della ingovernabilità. La società italiana tra premoderno e neo-industriale*, Editore Comunità, Milano 1997.

Gallino Luciano, *Globalizzazione e disuguaglianze*, Editori La Terza, Roma-Bari, 2000.

Giovanoli Mario, *International Monetary and Financial Law: Issues for the New Millennium*, Oxford University Press, 2000.

Grabar Nicolas, Mann Michael, *Foreign issuers & the U.S. securities laws 2006: strategies for the changing regulatory environment*, Practising Law Institute, New York, 2006.

Herbert Hoover, *The memoirs of Herbert Hoover*, Volume III, The great depression 1929 – 1941, The Macmillan Company, New York, 1952.

Hirschman Albert O., *Exit, Voice, and Loyalty*, Harvard University Press, 1970.

Kapstein Ethan B., *Governare l'economia globale. La finanza internazionale e lo Stato*, Asterios Editore, Trieste, 1999.

Keynes John Maynard, *Esortazioni e profezie*, Il Saggiatore, Milano, 2011.

Keynes John Maynard, *The end of laissez-faire*, London 1926, inserito in (trad.it) *La fine del laissez-faire e altri scritti economico - politici*, Bollati Boringhieri, Torino, 1991.

Kindleberger Charles P., *Euforia e panico. Storia delle crisi finanziarie*, Edizioni Laterza, 1981.

Koslow Philip, *Securities and Exchange Commission (Know Your Government)*, Chelsea House Publishers, 1990.

Kostoris Padoa Schioppa Fiorella (a cura di), *Le autorità indipendenti e il buon funzionamento dei mercati*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002.

Krahnen Jan Pieter e Schmidt Reinhard H., *The German Financial System*, Oxford University Press, 2004.

La Spina Antonio e Cavatorto Sabrina, *Le Autorità indipendenti*, Il Mulino, Bologna, 2008.

Langevoort Donald C., Cox James D. e Hillman Robert W., *Securities Regulation: Cases And Materials*, Aspen Publishers, 2009, 6° edizione.

Lazzara Paolo, *Autorità indipendenti e discrezionalità*, CEDAM, Padova, 2001.

Lenenbach Markus, *Kapitalmarkt- und Börsenrecht*, RWS Vlg Kommunikationsforum, Köln, 2002.

Longobardi Nino, *Autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico-istituzionale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2009.

Loss Louis e Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 4th Edition, Aspen Publishers, 2003.

Manetti Michela, *Poteri neutrali e Costituzione*, Giuffrè, Milano, 1994.

Marcus Kiefer, *Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung der U.S. Securities and Exchange Commission*, Gabler edition wissenschaft, Francoforte sul Meno, 2003.

Markham Jerry W, *Commodities Regulation: Fraud, Manipulation & Other Claims*, Clark Boardman Callaghan, Volume 2, 2013.

Marzona Nicoletta, *L'Amministrazione Pubblica del mercato mobiliare*, CEDAM, Padova 1988.

Merusi Fabio, *Democrazia e autorità indipendenti: un romanzo quasi giallo*, Il Mulino, 2000.

Merusi Fabio e Bassi Francesco (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Giuffrè, Milano, 1993.

Minervini Gianni, *La CONSOB. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Liguori Editore, Napoli, 1989.

Nolke Andreas e Graz Jean-Christophe (a cura di), *The Limits of Transnational Private Governance*, Routledge, London, 2007.

Passaro Michele, *Le amministrazioni indipendenti*, Giappichelli editore, Torino, 1996.

Pizzuti Felice Roberto (a cura di), *Globalizzazione, istituzioni e coesione sociale*, Donzelli editore, Roma, 1999.

Poto Margherita, *Le autorità di vigilanza sul mercato mobiliare: i custodi incustoditi*, Jovene, Napoli 2008.

Predieri Alberto (a cura di), *Le autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, Volume I, Passigli Editori, Firenze 1997.

Ratner David L., *Securities Regulation*, West Publishing Company, St. Paul, Minnesota, 2° edizione, 1980.

Romagnoli Gianluca, *CONSOB. Profili e attività*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2012.

Schmitt Carl, *Das Problem der innerpolitischen Neutralität des Staates, in Verfassungsrechtliche Aufsätze 1924 - 1954*, Duncker & Humblot, Berlino, 1985.

Skousen Fred K., Glover Steven e Prawitt Douglas, *An Introduction to Corporate Governance and the Sec*, South-Western Publishing Company, 5th edition, 2005.

Slaughter Anne-Marie, *A New World Order*, Princeton University Press, 2004.

Smith Adam, *An inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776),
Traduzione italiana a cura di Dobb Maurice, ISEDI Milano 1973.

Spadaro Antonio, *Dai diritti “individuali” ai doveri “globali”. La giustizia distributiva internazionale nell’età della globalizzazione*, Rubettino, Soveria Mannelli (CZ), 2005.

Titomanlio Raffaele, *Autonomia ed indipendenza delle Authorities: profili organizzativi*, Giuffrè Editore, Milano 2000.

Villani Pasquale, *L’età contemporanea – XIX e XX secolo*, Il Mulino, Bologna, 1993.

Virgilio, *Bucoliche*, RCS MediaGroup S.p.A., Milano, 2012.

von Gerber Carl Friedrich, *Über öffentliche Rechte* (1852), traduzione italiana di Lucchini P.L., *Sui diritti pubblici in Diritto pubblico*, Giuffrè, Milano 1971.

Walker George Alexander, *International Banking Regulation. Law Policy & Practice*, Kluwer Law International, Londra, 2011.

Wilder Brian J, *The Securities and Exchange Commission (SEC)*, Novinka Books, New York, 2003.

Saggi e Articoli

Abagnale Gloria, *Autorità indipendenti e trattato di Maastricht*, in Predieri Alberto (a cura di), *Le autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, Volume I, Passigli Editori, Firenze 1997.

Abbott Kenneth W. e altri, *The concept of legalization*, in *International Organization*, Volume 54, n. 3, 2000.

Abrams Richard K. e Taylor Michael W., *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, IMF working paper, n. 213, 2000.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00213.pdf>

Alpa Guido e Zatti Paolo, *Commento all'art. 8 del D.lvo. 58 del 24 Febbraio 1998*, in *Commentario breve al Codice Civile, leggi complementari*, Tomo II, CEDAM, Milano 2000.

Alpa Guido, *Quando il segno diventa comando: la "trasparenza" dei contratti bancari, assicurativi e dell'intermediazione finanziaria*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2003, n. 2.

Ambrosino Sandro, *Le funzioni della "nuova" CONSOB*, in Capriglione Francesco (a cura di), *La nuova legge sul risparmio*, CEDAM, Padova, 2006.

Amorelli Giampiero, *L'amministrazione con funzioni regolatorie: le autorità di disciplina della concorrenza sul piano interno e comunitario*, in *Rivista Italiana di diritto Pubblico Comunitario*, 1991.

Barra Caracciolo Luciano, *il tormentato cammino delle autorità amministrative indipendenti verso una definizione sistematica. Prospettive di uno statuto di garanzia mediante legge generale*, in Longobardi Nino, *Autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico-istituzionale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2009.

Battini Stefano, *Organizzazioni internazionali e soggetti privati: verso un diritto amministrativo globale?*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, fascicolo n. 2, 2005.

Bernard Henri e Joseph Bisignano, *European financial market integration: concepts, measurement, and contribution to growth*, Paper preparato per la terza conferenza del Centro di Saint Gobain per gli studi di economia “The contribution of finance to european economic growth”, Parigi 8 – 9 novembre 2001.

Bilancia Paola, *Autorità amministrative indipendenti tra Europa, Stato e Regioni*, in *Quaderni costituzionali*, n.1, anno 2003.

Bisogni Giovanni, *Il regolamento CONSOB sugli intermediari finanziari (norme di comportamento e ricadute civilistiche sui contenuti e sulla validità dei contratti di investimento finanziario)*, in *Le nuove Leggi civili commentate*, CEDAM; Padova, n. II, 1999.

Blandini Antonio, *Responsabilità degli organi di vigilanza*, in Patroni Griffi Antonio, Sandulli Michele e Santoro Vittorio (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, G. Giappichelli, Torino, 1999.

Botzem Sebastian, *Transnational expert-driven standardization – accountancy governance from a professional point of view*, in Nolke Andreas e Graz Jean-

Christophe (a cura di), *The Limits of Transnational Private Governance*, Routledge, London, 2007.

Botzem, Sebastian e Quack Sigrid, *Contested rules and shifting boundaries: International standard setting in accounting*, in Djelic Marie-Laure e Kerstin Sahlin-Andersson (a cura di), *Transnational Governance. Institutional Dynamics of Regulation*, Cambridge University Press, 2006.

Buonocore Vincenzo, *Contratti del consumatore e contratti d'impresa*, in *Rivista di Diritto Civile*, CEDAM, Padova, 1995 n. 1.

Caianello Vincenzo, *Le autorità indipendenti tra potere politico e società civile*, in *Foro Amministrativo*, Fascicolo 1, 1997.

Capriglione Francesco, *La nuova legge sul risparmio tra tutela degli investitori e ridefinizione degli assetti di vertice del settore*, in Capriglione Francesco (a cura di), *La nuova legge sul risparmio*, CEDAM, Padova, 2006.

Caranta Roberto, *La responsabilità delle autorità di vigilanza per mancato o insufficiente esercizio dei loro poteri*, in *Responsabilità civile e previdenza*, Volume 69, Fascicolo 1, Giuffrè, Milano, 2004.

Cardi Enrico, *La CONSOB come istituzione comunitaria*, in Franco Bassi e Fabio Merussi (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti. Il mercato dei valori mobiliari*, Giuffrè, Milano, 1993.

Casavola Francesco Paolo, *Quale "statuto" per le Autorità indipendenti*, in *Quaderni Rivista trim. dir. e proc. civ., Regolazione e Garanzia del pluralismo. Le autorità amministrative indipendenti*, Giuffrè, Milano, n. XII, 1997.

Cassatella Antonio, *La regolazione globale del mercato dei valori mobiliari: la IOSCO*, in Battini Stefano (a cura di), *la regolazione globale dei mercati finanziari*, Giuffrè, collana Rivista trimestrale di diritto pubblico, Quaderno 3 anno 2007.

Cassese Sabino, *L'architettura costituzionale della Comunità europea dopo Maastricht e il posto dei poteri locali*, in Supplemento a "Regione e governo locale", n. 1-2, 1993.

Cassese Sabino, *L'arena pubblica. Nuovi paradigmi per lo Stato*, in Rivista trimestrale di Diritto Pubblico, n. 3, 2001.

Cassese Sabino, *L'aquila e le mosche. Principio di sussidiarietà e diritti amministrativi nell'area europea*, in Foro italiano, n. V, 1995.

Cavazzuti Filippo, *Luigi Spaventa in CONSOB*, Giurisprudenza Commerciale, fasc.1, 2014.

Cerasoli Umberto, *Autorità amministrative indipendenti nel diritto europeo*, in Leggi d'Italia Pubblica amministrazione in Wolters Kluwer Italia 2016 anche in Digesto delle Discipline Pubblicistiche, Aggiornamento, UTET, Torino, 2008.

Cerulli Irelli Vincenzo, *Premesse problematiche allo studio delle "amministrazioni indipendenti"*, in Merusi Fabio e Bassi Francesco (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Giuffrè, Milano, 1993.

Cheli Enzo, *L'innesto costituzionale delle Autorità amministrative indipendenti: problemi e conseguenze*, Convegno organizzato da Nexus - Roma, 27 Febbraio 2007 riportato in Studi in onore di Vincenzo Caianiello, Editoriale Scientifica, Napoli, 2008.

Chernowjan Ron, *Where Is Our Ferdinand Pecora?*, The New York Times, 5 gennaio 2009.

Colantuoni Virna, *Le funzioni di regolazione della CONSOB nella nuova governance europea*, «I paper dell'Osservatorio», Osservatorio sull'Analisi di Impatto della Regolazione, novembre 2013, P 6/2013. ISSN 2280-8698.
http://www.osservatorioair.it/wp-content/uploads/2013/11/OssAIR_Colantuoni_GovernanceUE_P6-2013.pdf

Coquelet Marie Laure, *Brèves remarques à propos d'un fusion attendue: La création de l'autorité des marchés financiers*, in *Petites Affiches* del 14 novembre 2003, n. 228.

D'Atena Antonio, *Costituzione e principio di sussidiarietà*, in *Quaderni Costituzionali* n. 1, 2001.

David Zaring, *International Law by Other Means: The Twilight Existence of International Financial Regulatory Organizations*, in *Texas International Law Journal*, Vol. 33, n. 2, 1998.

De Minico Giovanna, *Spunti per una riflessione in merito al sindacato giurisdizionale sugli atti dell'Antitrust e della CONSOB*, in *Politica e Diritto*, n. 2, 1998.

Di Capua Christian, *Il sistema bancario tedesco*, in *Quaderni di ricerche dell'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari "Luigi Einaudi"*, Roma, n. 56, 2003.

Di Giorgio Giorgio e Di Noia Carmine, *La regolamentazione delle banche: una breve rassegna ed una provocazione*, in *Banca Impresa e Società*, 1999, n. 2.

Domanski Dietrich, *The impact of financial regulation on financial structures in post-war Germany*, in Quaderni di ricerche dell'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari "Luigi Einaudi", Roma 2003, n. 45.

Engelen Klaus C., *Germany's Fight Over BaFin*, in International Economy, Vol. 24, n.1, gennaio 2010.

Ferri Giuseppe, *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in Rivista Delle Società, Giuffrè, Milano, n. 3, 1961.

Fichtmüller Carl Peter, *Zulässigkeit ministerialfreien Raums in der Bundesverwaltung*, in Archiv des öffentlichen Rechts, n. 91, 1966.

Filosa Renato, *Assetto istituzionale decentrato della vigilanza finanziaria*, in Kostoris Padoa Schioppa Fiorella (a cura di), *Le autorità indipendenti e il buon funzionamento dei mercati*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002.

Franchini Claudio, *I principi dell'organizzazione amministrativa comunitaria*, in Rivista trimestrale di diritto pubblico, n. 3, 2002.

Franchini Claudio, *Le Autorità indipendenti come figure organizzative nuove*, in Cassese Sabino e Franchini Claudio (a cura di), *I garanti delle regole. Le Autorità indipendenti*, Il Mulino, Bologna, 1996.

Franchini Claudio, *Le relazioni tra le Agenzie europee e le Autorità amministrative nazionali*, in Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, fasc. n.1, anno 1997.

Frison-Roche Marie Anne, *Les qualités du régulateur face aux exigences du droit*, in "RÉGULATEURS ET JUGES", n° spécial des Petites Affiches, n. 17 del 23 gennaio 2003.

Gentile Monica, Linciano Nadia e Soccorso Paola, *Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from the Italian market*, in Quaderno di Finanza (CONSOB) n. 83, Marzo 2016.
<http://www.CONSOB.it/documents/11973/204072/Quaderno+di+finanza+n.+83/c91497dd-9971-49df-a481-a205c389b9f6>

Giannini Massimo Severo, *Autonomia* (saggio sui concetti di autonomia), in Rivista trimestrale Diritto Pubblico, n. 4, 1951.

Giannini Massimo Severo, *Sostanza e modi delle autonomie nel diritto pubblico*, in AA.VV., *Autonomia e diritto di resistenza*, Giuffrè, Milano, 1973.

Lacava Chiara, *Le amministrazioni nell'Unione europea: cooperazione e networks*, in Giornale di diritto amministrativo, n. 4, 1996.

Landi Giovanni, *CONSOB*, in Rivista delle società, Giuffrè, Milano, 20/01, 1975,.

Llewellyn David T., *Role and Scope of Regulation and Supervision*, in Caprio Gerard (a cura di) *Handbook of Safeguarding Global Financial Stability: Political, Social, Cultural, and Economic Theories and Models*, Academic Press, 1 edizione, 2012.

Loft Anne, Humphrey Christopher e Turley Stuart, *In pursuit of global regulation: Changing governance and accountability structures at the International Federation of Accountants (IFAC)*, in Accounting, Auditing & Accountability Journal, 2006, Vol. 19, numero 3.

Manzella Andrea, *Dal mercato ai diritti*, in AA. VV., *Riscrivere i diritti in Europa*, il Mulino, Bologna 2001.

Marengi Enzo Maria, *Il diritto ai tempi della crisi: la regolazione possibile*, in *Rivista Italiana di diritto Pubblico Comunitario*, fascicolo 1, 2010.

Meisner Derek M., *A Primer for Investment Advisers, Companies in Mass. And Beyond*, 2005.
http://www.klgates.com/files/tbl_s48News/PDFUpload307/11620/Meisner%20article.pdf

Merusi Fabio e Passaro Michele, *Autorità indipendenti*, in *Enciclopedia del diritto*, Aggiornamento VI, Milano 2002.

Merusi Fabio, *Diritto contro economia. Resistenze all'innovazione nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Banca impresa e società*, n. 1, 2006.

Minervini Gianni, *il vino vecchio negli otri nuovi*, in *Giurisprudenza commerciale*, Giuffrè, Milano, 1994, volume I.

Moloney Niamh, *The European Securities and markets authority and institutional design for EU financial markets – A tale of two competences: Part (1) Rule Making; Part (2) Rule in action*, in *European Business Organization Law Review*, 12.01 e 12.02, 2011.

Morisi Massimo, *Verso una democrazia delle politiche? Un'angolazione politologica per le "Autorità Indipendenti" in Italia*, in Predieri Alberto (a cura di), *Le autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, Volume I, Passigli Editori, Firenze 1997.

Motti Cinzia, *Il mercato come organizzazione*, in Banca, impresa e società, Il Mulino, Bologna n. 3, 1991.

Mwenda Kenneth Kaoma, *Legal aspects of Unified Financial Services Supervision in Germany*, in German Law Journal, numero 4, 2003.

Mwenda Kenneth Kaoma e Mvula Judith M., *A framework for unified financial services supervision: Lessons from Germany and other European countries*, in Journal of international banking regulation, numero 5, 2003.

Niemeyer Jonas, *An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision: Where to Go after the Lamfalussy Report?*, SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance N. 482, del 14 dicembre 2001 pubblicato online. <http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf>

Padoa Schioppa Tommaso, *Vigilanza globale: un termine alla ricerca di un contenuto*, in Quaderno della rivista Moneta e Credito, Vol. 51, N° 201 (1998).

Perez Rita, *Autorità indipendenti e tutela dei diritti*, in Rivista Trimestrale di diritto Pubblico, n. 1, 1996.

Pizzuti Felice Roberto, *Introduzione. Mercati e istituzioni nella neoglobalizzazione*, in Pizzuti Felice Roberto (a cura di), *Globalizzazione, istituzioni e coesione sociale*, Donzelli editore, Roma, 1999.

Poto Margherita, *La CONSOB e la vigilanza sul mercato mobiliare*, in Giurisprudenza Italiana, UTET, Torino, 2004, n. 8/9.

Poto Margherita, *La Corte di giustizia e il sistema tedesco di vigilanza prudenziale: la primauté si scontra con il vecchio adagio ubi maior, minor cessat*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comparato*, n. 3, 2005.

Poto Margherita, *La responsabilità degli organi di vigilanza nel sistema tedesco*, in *Responsabilità civile e previdenza*, volume: 71/I, numero: 1, 2006.

Predieri Alberto, *La posizione della CONSOB nell'apparato amministrativo*, in Flick Giovanni Maria (a cura di), *CONSOB. L'istituzione e la legge penale*, Giuffè, Milano, 1987.

Regoli Duccio, *Mercati finanziari in diritto comparato* (voce), in *Digesto – Discipline privatistiche – Sezione. Commerciale*, Volume 9, Utet, Torino, 1993.

Ronit Karsten e Schneider Volker, *Global Governance Through Private Organizations*, in *Governance*, Volume 12, numero 3, luglio 1999.

Rudolf Beate, *The Enforcement of Judgments Against Public Authorities in the Federal Republic of Germany*, in *European Public Law*, Volume 7, numero 2, 2001.

Sarcinelli Mario, *Strumenti istituzionali per assicurare la stabilità finanziaria*, in Kistoris Padoa Schioppa Fiorella (a cura di), *Le autorità indipendenti e il buon funzionamento dei mercati*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002.

Schüler Martin, *Integrated Financial Supervision in Germany*, ZEW Discussion Papers n. 04-35. <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0435.pdf>

Siclari Domenico, *Drittbezogenheit del dovere d'ufficio, öffentlichen Interesse ed esclusione della responsabilità dell'autorità di vigilanza bancaria nell'ordinamento tedesco*, in *Giurisprudenza italiana*, UTET, n. 2, IV, 2005.

Siedentopf Heinrich, *La fonction publique, in l'Administration publique en République Fédérale d'Allemagne*, Paris, Economica, 1983.

Sommer A.A. Jr., *IOSCO: Its Mission and Achievement*, in *Northwestern Journal of International Law & Business*, Volume 17, 1997.
<http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1441&context=njilb>.

Spaventa Luigi, *La legge 216 del 1974: un ostacolo all'azione della CONSOB*, in *Banca Impresa Società*, Il Mulino, Bologna, n. 1, 2007.

Timsit Gérard, «*Modèles, structures et stratégies de l'administration. Eléments pour une prospective administrative*», Paris, in *Revue de Droit Public et de Sciences Politiques en France et à l'Etranger*, 1980 n 4, ora in *Théorie de l'administration*, Paris, Economica, 1986.

Torchia Luisa, *La regolazione dei mercati fra autorità indipendenti nazionali ed organismi europei*, relazione svolta al convegno su “Le Autorità amministrative indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello di vigilanza e regolazione dei mercati”, 28 febbraio 2013 presso il Consiglio di Stato. https://www.giustizia-amministrativa.it/cdsintra/wcm/idc/groups/public/documents/document/mdax/oda4/~edisp/nsiga_3665844.docx

Valastro Alessandra, *Autorità indipendenti e integrazione europea*, in *Il diritto delle radiodiffusioni e delle telecomunicazioni*, n. 4, 2001.

van Aaken Anne, *Independent Administrative Agencies in Germany*, in Caranta Roberto, Andenas Mads e Fairgrieve Duncan (a cura di), *Independent Administrative Authorities*, British Institute of International and Comparative Law, London 2004.

Report e Memorandum

Atti Camera 2224 (Tabacci).
http://legxiv.camera.it/_dati/leg14/lavori/stampati/pdf/14PDL0022760.pdf

Atti del Convegno, *L'armonizzazione dei bilanci delle pubbliche amministrazioni e il ruolo degli IPSAS*, Napoli 25 Giugno 2008.

Atti della Camera 2052 (Letta).
http://legxiv.camera.it/_dati/leg14/lavori/stampati/pdf/14PDL0015561.pdf

Atti Senato 956 (Amato).
<http://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/00012201.pdf>

Atto di organizzazione delle aree e degli uffici dell'ANAC del 29 ottobre 2014.

BaFin, Annual Report 2006.
http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Jahresbericht/dl_annualreport_2006.pdf?__blob=publicationFile

Bank of England, The Financial Policy Committee's approach to setting the countercyclical capital buffer, A Policy Statement, april 2016, pag. 5.
<http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/fpc/policystatement050416.pdf>

Camera dei Deputati, I Commissione permanente affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni, XVI Legislatura, indagine conoscitiva, deliberata nella seduta del 2 febbraio 2010, sulle Autorità Amministrative Indipendenti, Documento conclusivo, 16 febbraio 2012.

<http://leg16.camera.it/dati/leg16/lavori/documentiparlamentari/indiceetesti/017/017/INTERO.pdf>

Camera dei Deputati, I Commissione permanente affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni, XIII Legislatura, indagine conoscitiva, deliberata nella seduta del 19 Gennaio 1999, sulle Autorità Amministrative Indipendenti, Documento conclusivo, 4 Aprile 2000.

Camera dei Deputati, I Commissione permanente affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni, XVI Legislatura, Indagine conoscitiva sulle Autorità amministrative indipendenti, Audizione del Presidente della CONSOB, Lamberto Cardia.
www.CONSOB.it/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/audizione_cardia_20100414.pdf

Camera dei Deputati, I Commissione permanente affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni, XVI Legislatura, deliberata nella seduta del 2 febbraio 2010, sulle Autorità Amministrative Indipendenti, Documento, 16 febbraio 2012.

CFTC, Commodity Futures Trading Commission Votes to Establish a New Subcommittee of the Technology Advisory Committee (TAC) to focus on High Frequency Trading, del 9 febbraio 2012, General Press Release 6178-12.
<http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6178-12>

CFTC, President's Budget and Performance Plan FY 2015.
<http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/cftcbudget2015.pdf>

Commissione Parlamentare consultiva per la Semplificazione normativa e amministrativa, Audizione del Vice-Direttore Generale della CONSOB Giuseppe D'Agostino, Roma, 3 marzo 2014.
http://www.CONSOB.it/main/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/audizione_semplificazione_20140303.htm?hkeywords=&docid=12&page=0&hits=136&nonewsearch=1

Commissione Parlamentare per la Semplificazione, Indagine conoscitiva sulla semplificazione legislativa ed amministrativa: esame del documento conclusivo, <http://documenti.camera.it/leg17/resoconti/commissioni/bollettini/pdf/2014/03/31/leg.17.bol0208.data20140331.com59.pdf>.

Commissione per la modernizzazione delle istituzioni presieduta da Franco Piga, Relazione del 18 Giugno 1985, in Riv. Trim. Scienza Amm. N. 3, 1985.

CONSOB, Relazione per l'anno 1997.
<http://www.CONSOB.it/documents/46180/46181/dsc1997.pdf/a306a897-b006-447c-a36a-2eb9a996be20>

CONSOB, Relazione per l'anno 2013,
http://www.CONSOB.it/main/CONSOB/pubblicazioni/relazione_annuale/storico_relazioni.html.

Crawford John, Karpoff Tim, Allen Angela, Allen Nicole, Margolis Michael, Memorandum Concerning the Securities and Exchange Commission and the Commodity Futures Trading Commission, The Volcker Alliance, 2015.
https://volckeralliance.org/sites/default/files/attachments/Background%20Paper%203_Memorandum%20Concerning%20The%20Securities%20and%20Exchange%20C

ommission%20and%20The%20Commodity%20Futures%20Trading%20Commissio
n.pdf

Declaration of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors, 30 Ottobre 1998.

<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm103098.htm>

Department of the Treasury, The Department of the Treasury Blueprint for a
Modernized Financial Regulatory Structure del 12-13 marzo 2008.
<http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/documents/Blueprint.pdf>

Discorso del Presidente della CONSOB Luigi Spaventa al mercato finanziario per
l'anno 1998.

<http://www.CONSOB.it/documents/46180/46181/dsc1998.pdf/36d50dc7-f4ea-4090-9ff3-6c39907b2ad0>

Discorso del Presidente Giuseppe Vegas, nell'Incontro annuale con il mercato
finanziario per l'anno 2015, Milano, 9 maggio 2016.

http://www.CONSOB.it/documents/46180/46181/DISCORSO+AL+MERCATO_2016.pdf/f0978eee-a09d-4ae5-bfed-5ee0cd4be041

Discorso di Giovanni Paolo II al Presidente e ai membri del corpo diplomatico
accreditato in Messico, viaggio apostolico a Città del Messico e a Saint Louis (22-28
gennaio 1999), Residenza presidenziale di «Los Pinos» (Città del Messico), Sabato,
23 gennaio 1999: http://w2.vatican.va/content/john-paul-ii/it/speeches/1999/january/documents/hf_jp-ii_spe_19990123_mexico-diplomatic.html.

Disegno di legge n. 1366/2007, Disposizioni in materia di regolazione e vigilanza sui
mercati e di funzionamento delle Autorita' indipendenti preposte ai medesimi,

Assegnato alla 1^a Commissione permanente (Affari Costituzionali) in sede referente il 15 marzo 2007.

Disegno di legge n. 2157/Sen “Misure di razionalizzazione della finanza pubblica” pubblicato anche sul numero 2/3 del 1995 della rivista *Iter Legis*.

European Corporate Governance Forum, *Corporate governance: European Forum clarifies 'comply or explain' principle and issues annual report*, IP/06/269, Brussels, 6 March 2006, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-06-269_en.htm?locale=en

Executive Office of the President, Statement of Administration Policy H.R. 4413 – Customer Protection and End User Relief Act (2014), 19 giugno 2014.

FASB, Comparability in International Accounting Standards— A Brief History, <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176156304264>

Finance Ministers' Report, to the Heads of State and Government on international monetary stability, Lyon G7 Summit, 28 Giugno 1996. <http://www.g8.utoronto.ca/summit/1995halifax/financial/index.html>

Financial Stability Oversight Council 2014 Annual Report.

Financial Stability Oversight Council 2014 Annual Report. <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Documents/FSOC%202014%20Annual%20Report.pdf>

Global Plan for Recovery and Reform, Statement Issued by the G20 Leaders, 2 Aprile 2009, Londra, par. 15. <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0402.html>

Guidance on the application of the Core principles for effective banking supervision to the regulation and supervision of institutions relevant to financial inclusion, Dicembre 2015, <http://www.bis.org/bcbs/publ/d351.htm>

Halifax Summit Review of the International Financial Institutions: Background Document, Halifax, 16 giugno 1995. <http://www.g8.utoronto.ca/summit/1995halifax/financial/index.html>

IAIS, Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups (ComFrame). <http://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/common-framework//file/60333/comframe-frequently-asked-questions-updated-26-april-2016>

IAIS, Insurance Core Principles, Novembre 2015. <http://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-core-principles//file/58067/insurance-core-principles-updated-november-2015>

IFAC Board, Statements of Membership Obligations, Pubblicati ad Aprile 2004, (Riformati il 10 Novembre 2006), Preface to the Statements of Membership Obligations, Best Endeavors. <http://www.ifac.org/system/files/downloads/statements-of-membership-obligations.pdf>

IFAC Constitution. <https://www.ifac.org/system/files/uploads/Gov/IFAC-Constitution-Feb-2014.pdf>

IFRS Foundation, Trustees' Review of Structure and Effectiveness: Issues for the Review. http://www.ifrs.org/About-us/IFRS-Foundation/Oversight/Trustees/Documents/WEBSITE_IFRS-Foundation-Trustees-Review%20-of-Structure-and-Effectiveness_JULY-2015.pdf

IOSCO "IOSCO confirmed as the Key Global Reference Point for Securities Regulation" (Media Release 35/2013, Lussemburgo 18 Settembre 2013.
<https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS297.pdf>

IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation and the IOSCO Assessment Methodology, giugno 2010
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

IOSCO, Annual Report 2014.
https://www.iosco.org/annual_reports/2014/pdf/annualReport2014.pdf

IOSCO, Impact Assessment Guidelines, Report of the Executive Committee of IOSCO, 15 Luglio 2011.
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD456.pdf>

IOSCO, Resolution and List of IASC 2000 Standards, Resolution Concerning the Use of IASC Standards for the Purpose of Facilitating Multinational Securities Offerings and Cross-border Listings <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS26.pdf>

Parere della Banca Centrale Europea, del 3 novembre 2006, su richiesta del Ministero italiano dell'Economia e delle Finanze, in relazione a un progetto di decreto legislativo da emanarsi nell'esercizio della delega contenuta nella legge recante interventi per la tutela del risparmio, (CON/2006/51).
https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it_con_2006_51_f_sign.pdf

Policy per la validazione delle linee-guida elaborata dalla associazioni degli intermediari, CONSOB 2 maggio 2008.
http://www.CONSOB.it/main/aree/novita/consultazioni_intlivello_3_esiti.htm

Relazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio, sull'operato delle Autorità di vigilanza (AEV) e del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), Bruxelles 08.08.2014, COM(2014) 509 Final.

Relazione illustrativa d.d.l. n. 1366 del 2 Febbraio 2007.

Relazione presentata dai commissari Auletta e Giannotta alla proposta di riforma elaborata nel 1961 dalla Commissione presieduta da Santoro Passarelli che si può leggere in Rivista Delle Società, Giuffrè, Milano 1966.

Report of The High-Level Group on supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, detto Report The de Larosière Group, Brussels 25 February 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

Resolution of the Presidents' Committee On the composition of the IOSCO Board, (Resolution 5/2013). <https://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES49.pdf>

SEC, *Examination information for entities subject to examination or inspection by the Commission*. http://www.sec.gov/about/offices/ocie/ocie_exambrochure.pdf.

SEC, Examination priorities for 2014, National Exam Program, Office of Compliance, Inspections, and Examinations. <https://www.sec.gov/about/offices/ocie/national-examination-program-priorities-2014.pdf>

SEC, FY 2015 Congressional Budget Justification, FY 2015 Annual Performance Plan, FY 2013 Annual Performance Report 8. <http://www.sec.gov/about/reports/secfy15congbudgjust.pdf>

SEC, The Investors Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation.
<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#laws>

SEC, *The Laws That Govern the Securities Industry*, Investment Company Act of 1940. <https://www.sec.gov/about/laws.shtml>

SEC, U.S. Securities and Exchange Commission: Organizational Study and Reform at 37, Mar. 10, 2011, preparato dal Boston Consulting Group (BCG).
<https://www.sec.gov/news/studies/2011/967study.pdf>

Senato della Repubblica, X Commissione permanente, Commissione Industria, Commercio e Turismo (Comitato ristretto), Educazione Finanziaria, Disegni di legge 1288 – 1477 – 1593 – 1626 – 1796, Audizione del Dott. Mauro Lorenzoni, Responsabile della Divisione Relazioni Esterne della CONSOB, Roma, 24 novembre 2009.
http://www.CONSOB.it/main/documenti/pubblicazioni/audizioni/audizione_lorenzoni_20091124.ht

Senato della Repubblica, VI Commissione permanente Senato (Finanze e tesoro), Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea, Audizione del Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas, Roma 24 marzo 2015.
http://www.CONSOB.it/main/CONSOB/comunicati_interventi/audizioni/audizioni.html?firstres=0&hits=136&viewres=1&search=1&resultmethod=audizioni&queryid=audizioni&maxres=1000

Senato Della Repubblica, VII Commissione Permanente, (Istruzione Pubblica E Beni Culturali), disegno di legge n. 1196 - “Norme Per L’educazione Alla Cittadinanza Economica”, Audizione del Vice-Direttore Generale della CONSOB, Giuseppe D’Agostino, Roma 5 Aprile 2016.
http://www.CONSOB.it/documents/46180/46181/audizione_dagostino_20160405.pdf/aa0a19c6-bae0-461b-9d0d-e26599657501

Senato della Repubblica, VI Commissione permanente (Finanze e Tesoro), Indagine Conoscitiva sulle questioni attinenti all'attuazione della legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante "Disposizioni per La Tutela Del Risparmio E La Disciplina Dei Mercati Finanziari", Audizione del Presidente della CONSOB, Lamberto Cardia, 27 settembre 2006.
http://www.CONSOB.it/main/documenti/pubblicazioni/audizioni/audizione_cardia_27092006.htm

Ufficio ricerche sulla legislazione comparata e per le relazioni con il C.E.R.D.P. (a cura di), L’ordinamento della vigilanza sui mercati finanziari in Europa: una panoramica di diritto comparato, Servizio Studi del Senato, n. 10, novembre 2009.
<https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/00736842.pdf>

Sitografia

www.astrid-online.it

www.bafin.de

www.bancaditalia.it

www.bis.org

www.borsaitaliana.it

www.cabinetoffice.gov.uk

www.camera.it

www.CONSOB.it

www.cortecostituzionale.it

www.curia.europa.eu

www.deutsche-boerse.com

www.en.boerse-frankfurt.de

www.esma.europa.eu

www.europa.eu

www.fasb.org

www.fca.org.uk

www.fmsa.de

www.frankfurtstockexchange.de

www.fsa.gov.uk

www.fsb.org

www.funzionepubblica.it

www.g20.utoronto.ca

www.g8.utoronto.ca

www.giustizia.it

www.giustizia-amministrativa.it

www.governo.it

www.iaisweb.org

www.iasplus.com

www.ifac.org

www.ifrs.org

www.iosco.org

www.ipiob.org

www.irpa.eu

www.lachiesa.it

www.londonstockexchange.com

www.nasdaq.com

www.normattiva.it

www.nyse.com

www.oecd.org

www.opus.bibliothek.uni-augsburg.de

www.osservatorioair.it

www.scholarlycommons.law.northwestern.edu

www.sec.gov

www.senato.it

www.swopec.hhs.se

www.treasury.gov

www.uscourts.gov

www.vatican.va

www.volckeralliance.org

www.zew.de