

GIANLUCA ROMAGNOLI
Professore associato nell'Università degli Studi di Padova
gianluca.romagnoli@unipd.it

LA REGOLAZIONE CONSOB CINQUANT'ANNI DOPO

CONSOB REGULATION FIFTY YEARS LATE

SINTESI

Lo scritto esamina il fenomeno dell'espansione dei poteri innominati di Consob, avvallato dalla giurisprudenza. In particolare, prende posizione sull'allargamento della sfera di influenza dell'autorità derivante dal riconoscimento alla stessa dell'esercizio di potestà non previste dalla legge ma che trovano giustificazione nelle finalità istituzionali della stessa. Quindi, affronta il tema della qualità delle garanzie procedurali per evidenziare la loro inidoneità ad essere reale ed effettivo fattore di compensazione dell'allargamento della regolazione di Consob.

ABSTRACT

The paper examines the phenomenon of the expansion of Consob's unnamed powers, endorsed by case law. In particular, it takes a position on the expansion of the authority's sphere of influence resulting from the recognition of its exercise of powers not expressly provided by law but justified by its institutional objectives. Therefore, address the issue of the quality of procedural guarantees to highlight their unfitness to be a real and effective compensating factor for the expansion of Consob's regulation.

PAROLE CHIAVE: mercato finanziario, regolazione, potere, funzione, procedimento.

KEYWORDS: *Financial Markets, Regulation, Power, Function, Proceeding.*

INDICE: 1. Il progressivo ampliamento delle competenze di regolazione di Consob. – 2. Gli strumenti di regolazione Consob. Il rapporto tra atto normativo ed atto atipico. – 3. Varietà delle prerogative tipiche di regolazione Consob. – 4. L'espansione della regolazione Consob come conseguenza della valorizzazione delle sue finalità istituzionali. – 5. La compensazione procedimentale dell'arretramento della legalità sostanziale, tra affermazione e dubbi. – 6. La qualità della tutela procedimentale ed i suoi limiti.

1. Il progressivo ampliamento delle competenze di regolazione di Consob

I cinquant'anni che ci separano dalla istituzione della Commissione nazionale per le società e la borsa, Consob (art. 1 l. 7 agosto 1974, n. 216 di con-

versione, con modifiche, del d.l., 8 aprile 1974, n. 94) – ed i quarantanove dall'avvio della sua attività¹ – hanno visto un progressivo e costante ampliamento delle sue competenze regolatorie.

La Commissione, originariamente investita di funzioni limitate all'informazione relativa alle società con titoli quotati in borsa ed all'organizzazione ed ammissione dei relativi strumenti di investimento (artt. 3, 4, 5, 18, 19, l. n. 216/1974), oggi è assegnataria d'una serie di compiti che la rendono responsabile dell'affidabilità degli operatori del mercato mobiliare, della trasparenza e correttezza dei comportamenti che incidono sull'allocazione della ricchezza e sulla trasformazione del risparmio in immobilizzazioni finanziarie.

Salvo eccezioni, sostanzialmente giustificate dalla natura dell'investimento (assicurativo, bancario, previdenziale)², Consob autorizza gli intermediari che offrono servizi di investimento, “regola” le loro condotte, le offerte indirizzate agli investitori e le relative modalità, i mercati in cui sono negoziati prodotti e strumenti finanziari, l'informazione che deve essere resa di pubblico dominio dagli emittenti e da chi partecipa al relativo capitale³.

L'ampiezza delle competenze di Consob, verosimilmente, rende inutilmente dispendiosa l'elencazione degli ambiti del suo intervento regolatorio e, nel contempo, evidenzia l'utilità d'una riflessione su alcuni aspetti della sua azione che si sostanzia nell'adozione di atti normativi, di provvedimenti ad in-

1 Si ricorda, infatti, che all'istituzione dell'autorità non seguì, nell'immediato, l'inizio della sua attività, rinviata d'oltre un anno, sino alla nomina dei commissari, disposta con d.p.r. 8 luglio 1975 n. 426.

2 A presidio della cui disciplina son preposte altre autorità, quali Ivass, Banca d'Italia e Covip.

3 Per una panoramica delle competenze di Consob, talvolta complementari rispetto a quelle delle altre autorità italiane di regolazione (Banca d'Italia, Ivass e Covip), si veda F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*², Torino, Giappichelli, 2023, p. 75 ss. Per una loro sintesi si rinvia a F. POLITTI, *Le autorità di regolazione dei mercati finanziari*³, Torino, Giappichelli, 2024, p. 28 ss., che, in considerazione della molteplicità delle competenze e degli interessi affidati alla cura di Consob, fa propria la definizione dell'amministrazione -proposta da Alberto Predieri- di organizzazione «polifunzionale e polivalente», investita di poteri di regolazione del mercato finanziario (p. 48). Ulteriormente, per un quadro d'insieme dei profili organizzativi e delle competenze dell'amministrazione, si vedano anche, L. ENRIQUES, M. GARGANTINI, *La Consob: natura, organizzazione e funzioni*, in AA. VV., *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, I, Bologna, Zanichelli, 2020, I, p. 315 ss.; L. CARDIA, *La Consob*, in AA. VV., *Le autorità amministrative indipendenti*, a cura di P. Cirillo e R. Chieppa, Padova, CEDAM, 2010, p. 265 ss.; C. RABITTI BEDOGNI, *Le nuove funzioni e i nuovi poteri di vigilanza di Consob*, in AA. VV., *Arbitri e mercati. Le autorità indipendenti e l'economia*, Bologna, a cura di M. D'Alberti e A. Pajno, Il Mulino, 2010, p. 341 ss.; F. PERNAZZA, *Un'autorità a tutto tondo: la Consob*, in AA. VV., *Diritto e istituzioni della regolazione*, a cura di S. Valentini, Milano, Giuffrè, 2005, p. 212 ss.

cidenza generale o puntuale o, ancora, in determinazioni orientative, interpretative caratterizzate da una più o meno spiccato livello di “coattività” sostanziale. Infatti, una riflessione sulla regolazione – in particolare dei mercati finanziari – attenta alla realtà non può essere limitata alla considerazione delle determinazioni dotate di una formale forza precettiva⁴.

L'esame dell'azione di Consob -del suo impatto sul mercato vigilato- evidenza come anche l'impiego di atti atipici sortisca un effetto conformativo per il solo fatto della loro provenienza⁵. Dunque pesi molto di più di quanto ci si potrebbe attendere dagli atti ricompresi nell'insieme “elastico” della c.d. *soft law*; cioè da atti ricondotti in una categoria di cui i tratti qualificanti dovrebbero essere, di massima, la non vincolatività e la non coercibilità⁶.

4 Nel testo si segue quella diffusa accezione sostanziale di regolazione – N. RANGONE, *Regolazione dei mercati*, in AA. VV., *Diritto dell'economia del mercato*³, a cura di G. Lemme, Milano, Wolters Kluwer, 2021, p. 404 – che vi include ogni elemento dotato di una “capacità materiale” di incidere direttamente sull'attività od organizzazione dei suoi destinatari, indipendentemente dalla sua natura o provenienza.

5 La giurisprudenza ha riconosciuto il carattere lesivo -e quindi l'impugnabilità- di un comunicato stampa il cui tenore non aveva una funzione accertativa, in prospettiva, con finalità d'indirizzo ma meramente notiziale. Per T.A.R. Lazio, 25 febbraio 2002, n. 3570, in *www.giustizia-amministrativa.it* il suo contenuto, per il ruolo di guida e di orientamento del mercato svolto dalla Commissione, infatti, può incidere negativamente sulla situazione di chi lo impugna perché non avrebbe «(...) solo la funzione di precisare e giustificare la determinazione adottata nel caso di specie, ma altresì quella – neutrale, autonoma, responsabile e generalizzante – di indicare agli operatori i parametri ed i criteri interpretativi seguiti dalla Commissione nella materia, consentendo agli stessi di operare sulla base di un'ostensibile lettura di tali criteri e parametri, proiettabili in una ragionevole previsione dei futuri comportamenti della Commissione stessa in situazioni similari e/o persistenti».

6 Si precisa che le manifestazioni della *soft law* che qui interessano sono quelle riconducibili nel suo sotto insieme che ricomprende gli atti di “post law”, inclusiva di «tutti gli strumenti spesso informali (comunicazioni, inviti, segnalazioni, note informative) volte ad influenzare i comportamenti dei destinatari» e così, a cascata, secondo alcuni «in discussione il principio di tipicità delle fonti e degli atti amministrativi con valenza regolatoria»: così, M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*⁶, Torino, Giappicchelli, 2024, p. 95. Sul rapporto tra regolazione e legalità si rinvia anche a, PANTALEONE, *Regolazione indipendente e anomalie al cospetto delle matrici della legalità*, in *Questa rivista*, n. 1, 2020, p. 421 ss. Più ampiamente, sul tema, oltre alle indicazioni della nota precedente si vedano, G. MORBILDELLI, *Degli effetti giuridici della soft law*, in *Riv. reg. mercati*, 2016, 2, p. 1 ss.; M. RAMAJOLI, *Soft law e ordinamento amministrativo*, in *Dir. amm.*, 2017, 147 ss.; ID, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Riv. reg. mercati*, 2016, 2, p. 53 ss.; B. MARCHETTI, *Soft law e normatività: un'analisi comparata*, in *Riv. reg. mercati*, 2016, 2, p. 32 ss. Per un approccio (condivisibilmente) critico alla “categoria” della *soft law*, si rinvia a M. MAZZAMUTO, *L'atipicità delle fonti nel diritto amministrativo*, in *Dir. amm.*, 2019, p. 730 ss., per il quale (p. 736), a prescindere dalle problematiche definitorie o di limitazione dell'insieme, «(...) gli stringenti principi garantistici del diritto amministrativo non possono certo tollerare che i pubblici poteri si avvalgano di strumenti ambigui e affrancati dal controllo di legalità. Quale che possa essere la ragione che sta all'origine del ricorso ai mezzi di *soft law* (difetto di competenza, regolazione flessibile e così via), si dà soltanto un'alternativa: o questi mezzi rimangono innocui (de minimis non curat praetor) ovvero, ogni qual volta assumeranno concretamente una rilevante efficacia precettiva, verranno subito promossi ad uno scalino superiore della scala normativa graduata, quanto meno allo scalino delle fonti terziarie, per soddisfare le esigenze di

L'azione di regolazione di Consob, peraltro, deve essere considerata tenendo presente la circostanza della ormai, pacifica riconduzione dell'autorità nell'insieme delle amministrazioni indipendenti⁷. Dunque, avendo riguardo ad una qualificazione che, almeno in parte, spiega la capacità conformativa dei suoi atti atipici, la cui forza può essere giustificata solo con un consistente "annacquamento" tanto del principio di legalità che di quello (conseguente o complementare) di tipicità dei poteri pubblici⁸.

Infatti, un filone di pensiero – che, come si vedrà, incontra il favore della giurisprudenza – indica in quella qualità dell'amministrazione uno dei presupposti e delle condizioni dell'attività di regolazione e, poi, la considera determinante per individuare la gamma di atti che l'autorità può adottare per assolvere

legalità e di giustizia».

⁷ Tra le prime pronunzie che, sia pur ai fini processuali, attribuiscono a Consob la qualifica di amministrazione indipendente si veda Cons. Stato, sez. VI, 31 ottobre 2011, n. 5817, in *De Jure*. In realtà credo che, a prescindere dall'evoluzione della disciplina dedicata a Consob, già i tratti originari del modello organizzativo – ricavabile dagli artt. 1-3, l. 216/1974 – consentano d'indicarla come il "prototipo" delle autorità amministrative indipendenti italiane, cfr. G. ROMAGNOLI, *Consob. Profili e attività*, Torino, Giappichelli, 2012, pp. 11-14. Non penso – diversamente da quanto indicato nel volume celebrativo pubblicato dall'autorità, *Consob. 50 anni di storia*, (p. 52) in *www.consob.it* – che si debba far coincidere il conseguimento dell'indipendenza della Commissione con il momento dell'attribuzione della personalità giuridica ad opera dell'art. 2, l. 4 giugno 1985, n. 281. Infatti, ciò che rileva è la sottrazione della P.A. all'indirizzo politico amministrativo dell'esecutivo per l'operare d'un regime legale che da garanzia d'un esercizio imparziale di funzioni a connotazione altamente tecnica, in una posizione di soggezione alla legge, cfr. M. CLARICH, *Manuale*, cit., p. 340; E. BRUTI LIBERATI, *Regolazione indipendente dei mercati. Tecnica, politica e democrazia*, Torino, Giappichelli, 2019, *passim*. Regime, rispetto cui ha un valore marginale l'elemento formale della personalità giuridica, tanto più se si considera che -da tempo- la legislazione ammette organizzazioni, dotate di quel requisito, investite di competenze tecniche – come ad esempio alle c.d. agenzie fiscali (art. 62, d. lgs. 30 luglio 1999, n. 300) – ma, comunque, soggette ad un, significativo, potere d'indirizzo e vigilanza ministeriale. Per ulteriori riferimenti, si vedano, per quanto concerne la qualificazione, L. ENRIQUES, M. GARGANTINI, *La Consob: natura, organizzazione e funzioni*, cit., p. 281 ss. Tra le prime e più autorevoli voci che si espressero sull'indipendenza della Commissione d'obbligo è ricordare la lucida analisi di A. PREDIERI, *La posizione della Consob nell'apparato statale*, in AA. VV., *Consob. L'istituzione e la legge penale*, a cura di G.M. Flik, Milano, Giuffrè, 1987, p.192 ss. La Tra gli scritti generali meno recenti meritevoli di menzione – nell'ambito di una estesissima bibliografia – si segnalano, M. CLARICH, *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive d'un modello*, Bologna, il Mulino, 2007, *passim*; F. MERUSI, M. PASSARRO, *Le autorità indipendenti*, Bologna, il Mulino, 2003, *passim*; N. LONGOBARDI, *Autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico-istituzionale*, Torino, Giappichelli, 2009, *passim*; F. MERUSI, *Considerazioni generali sulle amministrazioni indipendenti*, in AA. VV., *Mercati e amministrazioni indipendenti*, a cura di F. Bassi e F. Merusi, Milano, Giuffrè, 1993, p. 151 ss., e con specifico riferimento a Consob, pp. 154-157; G. MORBIDELLI, *Il regime giuridico delle autorità indipendenti, in Scritti di diritto pubblico dell'economia*, Torino, Giappichelli, 2001, p. 165 ss.

⁸ Sul rapporto tra i fondamentali principi di legalità e tipicità, si veda, E. FERRARI, *Nozione e fondamento costituzionale della tipicità degli atti amministrativi* (2, 2019), in *www.aic.it*. Ulteriormente, A. TRAVI, *Tipicità degli atti e potere amministrativo*, in *Jus*, 2020, p. 529 ss.

i propri compiti⁹. L'indipendenza, quindi, non allude solo ad un modello organizzativo peculiare e non ha solo valenza descrittiva perché costituisce anche fattore di moltiplicazione del potere d'influenza dell'amministrazione in cui la si riscontra¹⁰.

2. Gli strumenti di regolazione Consob. Il rapporto tra atto normativo ed atto atipico

Se si considera il rapporto – o l'integrazione – tra gli strumenti di regolazione, sembra possibile affermare che anche il modo con cui la Commissione ha esercitato le sue prerogative normative l'abbia indotta al più ampio impiego di atti atipici.

Infatti, se si guarda a quella forma di condizionamento, non è azzardato individuare una relazione di quasi consequenzialità necessaria tra il regolamento e quegli atti atipici “chiarificatori” che Consob chiama “comunicazioni”.

Il Tuf, come gli altri testi unici economici, fa ampio ricorso all'attribuzione di potestà normativa alle autorità di settore. Infatti, delega a Consob il completamento delle sue disposizioni costruite tramite l'impiego di formule generiche o di clausole generali¹¹. Il legislatore – in considerazione dell'elevata tecnici-

9 Come evidenziato da un attento studioso – P. LAZZARA, *La funzione regolatoria: contenuto, natura e regime giuridico*, in AA. VV., *L'intervento pubblico nell'economia*, a cura di M. Cafagno e F. Manganaro, Firenze, Firenze University Press, 2016, p. 119 – in dottrina si riscontrano posizioni di chi nel prendere posizione sul tema della regolazione, evidenzia la complessità ed eterogeneità delle attività che in essa si ricomprendono, ritenendola indissolubilmente legata alla sussistenza di un modello organizzativo rispondente ai tratti caratterizzanti le amministrazioni indipendenti. In tal senso, da ultimo, F. POLITTI, *Le autorità di regolazione*, cit., p. 5 e p. 177 ss., per il quale «l'elemento peculiare delle autorità di regolazione è rappresentato (...) dalla indipendenza di tali organi. Indipendenza significa capacità di determinare la propria azione nell'esercizio dei poteri attribuiti dalla legge». Dunque, funzione amministrativa non ridotta all'attività di mera esecuzione della legge operante a tutela dei singoli e svolta senza alcun condizionamento del potere politico e dei poteri privati e, ulteriormente, sottratta al c.d. “rischio di cattura”. Sulla stretta e qualificante relazione tra regolazione ed organizzazione delle amministrazioni si vedano anche S. VALENTINI, *La regolazione e le sue istituzioni*, in AA. VV., *Diritto e istituzioni della regolazione*, cit., p. 8 ss. e p. 32 ss. e F. COCOZZA, *Diritto pubblico applicato all'economia*, Torino, Giappichelli, 2007, p. 158 ss.

10 Per una riflessione sul modo con cui la qualificazione incide sull'espansione del potere d'influenza dell'amministrazione, rimando a, G. ROMAGNOLI, *L'incidenza (sostanziale) dell'azione delle c.d. autorità indipendenti sulle dinamiche economiche dei c.d. mercati regolamentati e le sue ragioni culturali*, in *Questa rivista*, n. 1, 2021, p. 773 ss. e spec. p. 777 ss.

11 Ampiezza e genericità delle disposizioni primarie che, da tempo, ha indotto ad interrogarsi sulla loro idoneità ad essere adeguati strumenti di conferimento ed esercizio del potere. È risaltante e condivisibile, infatti, l'opinione di chi reputa che la disposizione attributiva della potestà regolamentare -come eventualmente integrata dalle fonti europee- debba definire tanto l'ambito quanto i principi e criteri cui deve uniformarsi l'amministrazione quando se ne avvale, V. CERULLI IRELLI, *Sul potere normativo delle autorità amministrative indipendenti*, in M.

tà dell'oggetto di normazione e d'un'esigenza d'un suo agevole, flessibile e costante aggiornamento – si riserva la definizione dei principi ordinatori delle materie lasciando a Consob il compito di «fare il resto»¹².

Il contributo specialistico dell'amministrazione di settore dovrebbe – nelle prospettive della legislazione finanziaria – realizzare ciò che la legge formale, anche per i limiti insiti nel suo processo di formazione, non è in grado di fare. Quindi, nell'ordine: delineare una buona disciplina del mercato mobiliare, ampiamente inteso, costantemente al passo con i tempi, capace di adeguarsi all'evolversi delle prassi invalsi tra gli operatori; formare regole ad elevato contenuto tecnico, preciso e comprensibile, verosimilmente, in grado di limitare quanto più possibile l'incertezza derivante dall'attribuzione di poteri discrezionali ampiamente intesi quanto quella che – inevitabilmente – è legata alla discrezionalità interpretativa riconosciuta tanto all'amministrazione quanto al giudice¹³.

L'aspirazione/illusione del legislatore è stata, però, frustrata dalla prassi di Consob – come in parte di altre autorità di regolazione – che ha reso non immediata l'individuazione del precetto rivolto ai vigilati. Quella, infatti ha, a sua volta, optato per la formulazione di disposizioni generiche, o di principio, con frequente impiego di clausole generali. Spesso l'amministrazione, ora per evitare la rapida obsolescenza di disposizioni dettagliate, ora per riservarsi il più ampio margine di manovra nel caso concreto, rifugge dalla fissazione di proposizioni normative quanto più precise che permettano di ricavare con ragionevole certezza ed immediatezza la portata del comando e, dunque, la consistenza della condotta imposta od attesa¹⁴.

La consistenza del comando e la relativa conoscibilità – presupposto ne-

D'Alberti, A. Paino (a cura di), *Arbitri e mercati*, cit., p. 69.

12 G. ROMAGNOLI, *Consob*, cit., p. 100-102.

13 Tratto comune della legislazione economica e, in particolare, di quella finanziaria, può essere indicato nell'aspirazione a rendere quanto più prevedibile il comportamento atteso tanto dall'amministrazione quanto dal soggetto vigilato. Di qui l'ambizione a ridurre, per quanto possibile i dubbi interpretativi, destinati a riflettersi sull'azione dell'amministrazione investita di un qualunque potere di scelta, indipendentemente dal tipo di discrezionalità decisionale (amministrativa o tecnica) che le sia stata conferita dalla normativa. Come ricorda F. MANGANARO, *Cenni sulla (in)certezza del diritto*, in *Dir. e proc. amm.*, 2019, cit., p. 310, l'incertezza o l'instabilità «delle norme e delle regole produce un effetto perverso sull'economia. Gli studi in quest'ambito dimostrano come i mercati e le imprese investono in situazione di stabilità, potendone prevedere gli effetti futuri, a legislazione vigente».

14 G. ROMAGNOLI, *Consob*, cit., p. 100 ss. e spec. 104-107.

cessario della sua vincolatività/coercibilità¹⁵ – è, quindi, resa possibile dalla lettura delle c.d. “comunicazioni”. Dipende, dunque, dalla “mediazione” compiuta con questi atti innominati con cui la Commissione esprime, spontaneamente o su richiesta degli interessati, il proprio punto di vista sulla portata dei singoli documenti normativi od istituti, individuando comportamenti o prassi ad essi astrattamente conformi¹⁶.

Nella sostanza, con questi atti, l'amministrazione svolge un'attività integrativa della normazione esprimendo una preferenza, presidiata, quanto meno, da quella forza precettiva indiretta, derivante dall'attribuzione alla medesima anche del potere punitivo. All'autorità, invero, spetta oltre che la funzione normativa ed applicativa anche quella sanzionatoria. Il timore dell'esposizione alla sanzione, quindi, spinge all'obbedienza, attribuendo alla comunicazione una forza implicita¹⁷. Come da tempo rilevato dalla giurisprudenza, il disattendere le indicazioni contenute nell'atto formalmente non vincolante espone all'elevato rischio dell'avvio d'un procedimento punitivo a carico di chi si sia discostato dall'interpretazione fornita dalla P.A.¹⁸.

Non tutto, però, viene per nuocere, perché l'integrazione compiuta con gli strumenti innominati, talvolta, opera a favore dei vigilati. Infatti, l'atto atipico può esercitare una forza conformativa anche nei confronti dell'amministrazione emanante, assumendo, ai nostri fini, una rilevanza “bilaterale”¹⁹.

L'anticipazione d'una preferenza interpretativa o la fissazione di indicazioni su cui si attesterà la prassi applicativa può essere intesa come l'assunzione

15 Cfr. G. CORSO, M. DE BENEDETTO, N. RANGONE, *Diritto amministrativo effettivo. Una introduzione*, Bologna, Il Mulino, 2022, p. 100.

16 G. ROMAGNOLI, *Consob*, cit., p. 104.

17 Forza, credo, ragionevolmente ben più persuasiva di quella derivante dalla soggezione del regolato al regolatore che – per G. MORBIDELLI, *Gli effetti della soft law*, cit. pp. 3-4 – è situazione che, al pari del rapporto gerarchico, consente al secondo di indicare le regole che, in principio, il primo deve osservare.

18 G. ROMAGNOLI, *Consob*, cit., p. 92 e 113.

19 Bilateralità degli effetti, peraltro, che sembra confermata dalla prassi dell'amministrazione che, nel caso ritenga superato il contenuto di una propria precedente comunicazione interpretativa, ne «dispone» il venir meno della forza orientativa, impiegando termini che, con immediatezza, richiamano fenomeni attinenti all'esercizio d'un vero e proprio potere amministrativo (art. 21 *quinquies*, l. 7 agosto 1990, n. 241). Ad esempio, si veda l'avviso del 24 novembre 2021, «in merito all'applicazione del regolamento prospetto e revoca di comunicazioni Consob adottate nella vigenza della direttiva prospetto», in *www.consob.it*. Con quest'atto la Commissione, preso atto che la normativa europea sopravvenuta ha reso inattuali le comunicazioni ne dispone, appunto, la revoca... ritenendo, in tal modo di privarle d'efficacia per il futuro.

d'un più o meno articolato autovincolo da parte dell'amministrazione²⁰. Quindi, a seconda dei casi, anche come manifestazione d'una rinuncia anticipata a parte di quella discrezionalità che è attribuita dalla legge all'amministrazione, di per sé, apprezzabile per rendere più prevedibile il modo in cui si sostanzierà l'azione di vigilanza²¹.

Ma c'è di più. Dall'autovincolo potrebbe ancora derivare un obbligo di coerenza a carico della P.A., generando in capo ai destinatari un affidamento autonomamente tutelabile²². Non è, infatti, implausibile ritenere che quella situazione possa essere suscitata dal concorso della percezione dell'alta competenza ed autorevolezza dell'amministrazione con la ragionevole certezza del rispetto di quanto anticipato perché costituisce, sul versante interno, il recepimento di indicazioni provenienti dall'autorità di vigilanza europea (ESMA)²³.

3. Varietà delle prerogative tipiche di regolazione Consob

Il significativo impiego di atti atipici da parte di Consob, comunque, non attenua l'interesse per la categoria degli atti tipici di regolazione – cioè per quelli previsti dalla legge – il cui insieme si contraddistingue per l'estrema varietà dei modi e contenuti con cui la P.A. incide sul mercato mobiliare. La Commissione, infatti, è chiamata dalla normativa di settore ad autorizzare, a prescrivere comportamenti, a verificare ed a reagire²⁴, in vario modo, all'inosservanza della disciplina di cui deve garantire il rispetto²⁵.

²⁰ RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation*, cit., p. 65

²¹ Per alcuni riferimenti alle determinazioni degli organi UE ed alla giurisprudenza della Corte di giustizia, si rinvia a B. MARCHETTI, *Soft law e normatività*, cit., p. 46-49.

²² Cfr. F. MANGANARO, *Cenni sulla (in)certezza del diritto*, cit. p. 308.

²³ Si ricorda che l'Autorità europea dei degli strumenti e dei mercati finanziari, ESMA, al fine di «assicurare l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'Unione», ha il potere d'adottare atti a contenuto, in principio, vincolanti per le autorità nazionali competenti (ex art. 16 reg. UE 1095/10 del 24 novembre 2010). Di conseguenza, l'attesa del rispetto da parte dell'autorità nazionale di indicazioni autovincolanti comunicate ai vigilati, risulta rinforzata nell'ipotesi in cui le ultime costituiscano atto di recepimento delle prassi raccomandate dall'amministrazione europea. Sul punto, si veda, RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation*, cit., p. 68, che intravede nel citato potere d'orientamento un atto di *soft regulation*, sovranazionale che acquista una valenza orientativa interna e, quindi, una rilevanza per i vigilati, grazie alla «mediazione» dell'autorità nazionale.

²⁴ Oltre alle indicazioni precedenti, si vedano anche M. VENTURUZZO, S. ALVARO, *I poteri di vigilanza e controllo della Consob*, in AA. VV., *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, II, cit., p. 280 ss.

²⁵ Compito che viene assolto con strumenti ulteriori rispetto alle prerogative pubblicistiche, d'accertamento, ordine e sanzione. Infatti la legge attribuisce alla Commissione-per il conseguimento delle proprie finalità istituzionali- una speciale legittimazione ad adire il giudice ordinario. Con una disposizione che non aveva precedenti negli anni '70 del secolo scorso (art.

L'ampiezza delle situazioni in cui è previsto un potere d'intervento dell'autorità impone, per ragioni di spazio, il richiamo a titolo esemplificativo, senza pretesa di completezza, solo ad alcune delle sue prerogative.

Una prima ipotesi di regolazione penetrante può essere individuata nella disciplina dei c.d. mercati regolamentati, risultato d'una riforma della metà degli anni novanta del secolo scorso (d. lgs. 415/1996) che limitò l'intervento pubblico diretto e attribuì a soggetti privati prerogative che originariamente erano riservate all'amministrazione²⁶.

La c.d. privatizzazione dei c.d. mercati ufficiali, riservò, infatti, a società di diritto privato –partecipate da privati – l'organizzazione e la gestione di questa particolare forma di servizio agevolativo degli scambi di strumenti finanziari (art. 64 Tuf). Al superamento del modello dei mercati pubblici fece, peraltro, fronte una sostanziale implementazione della competenza normativa di Consob (art. 64, comma 4, art. 64-*bis*, comma 6, e 65, comma 2, Tuf), cui s'accompagnò l'attribuzione alla stessa d'un potere d'autorizzazione (art. 64-*quater*, comma 1, Tuf) e l'affidamento d'una funzione di vigilanza continuativa che si sviluppa tramite l'esercizio di poteri informativi (art. 62-*octies*, Tuf)²⁷, ispettivi (art.

6 d.p.r. 31 marzo 1975 n. 136) -G. ROMAGNOLI, *Consob*, cit., p. 136- la legge ammise Consob all'impugnazione delle delibere assembleari delle società vigilate di approvazione di bilanci predisposti non osservando i criteri di corretta redazione. Successivamente, la previsione –oggi confermata dal Tuf (art. 157, comma 2)- venne estesa a presidio dell'effettivo del rispetto di altri istituti, così consentendosi alla P.A. di ottenere un risultato che altrimenti le sarebbe stato precluso: l'eliminazione (reale) d'una determinazione associativa resa possibile o conseguente alla violazione delle regole dalla stessa presidiata. Il rimedio demolitorio è oggi esperibile dalla Commissione contro le delibere approvate in violazione d'obblighi primari attivi di diversa portata che la legge sanziona con la sospensione del diritto di voto, come nel caso di omissioni informative relative all'acquisto di partecipazioni rilevanti (art. 120, comma 5, Tuf), di mancata pubblicità dei patti parasociali (art. 122, comma 4, Tuf) o di omissione del lancio d'un'offerta pubblica imposta dalla legge (art. 110 Tuf). Ancora, la Commissione è legittimata a proporre al tribunale una denuncia *ex art. 2409 cod. civ.* -per provocare l'ispezione giudiziale- in caso di fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo sulla gestione, di società con titoli negoziati nei mercati regolamentati (art. 152, comma 1, Tuf), o di qualunque altra società sospettata di abusiva offerta di servizi d'investimento e di gestione del risparmio (art. 166, comma 3, Tuf).

26 M. SEPE, *Mercati finanziari e regolazione degli scambi*, in n AA.VV., *Diritto pubblico dell'economia*, a cura di M. Pellegrini, Milano, Wolters Kluwer, 2023, p. 493 ss.

27 Per la disposizione Consob -nell'ambito delle proprie competenze e nel perseguimento delle finalità previste dagli articoli 62, comma 1, e 62-*ter*, comma 1, Tuf- può: a) chiedere a chiunque la comunicazione, anche periodica, di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini da esse stabiliti; b) procedere ad audizione personale nei confronti di chiunque possa essere in possesso di informazioni pertinenti; c) richiedere ai revisori legali o alle società di revisione delle sedi di negoziazione di fornire informazioni.

62-*novies*, Tuf) ²⁸, d'intervento e correttivi (art. 62-*decies*, Tuf) ²⁹.

L'autonomia riconosciuta al gestore – che vede nella definizione del regolamento del mercato la sua principale manifestazione – deve rispettare i principi e le regole poste da Consob³⁰. La normativa dell'autorità, infatti, fissa le prescrizioni generali ed astratte tese a garantire la realizzazione d'un sistema di scambi idoneo ad assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. Dunque, è la P.A. che traccia gli argini a quell'autonomia privata. Con le sue norme indirizza le società, che si candidano ad offrire i servizi di negoziazione, nell'elaborazione del loro regolamento del mercato che è quell'atto d'auto-organizzazione che, a sua volta, fissa modalità e termini nel rispetto dei quali si svolgerà l'attività imprenditoriale. È proprio la centralità di quell'atto d'autonomia privata – fliche regola anche i rapporti con coloro che si avvalgono del mercato regolamentato – che giustifica la soggezione alla vigilanza amministrativa e, quindi, è la ragione del potere della P.A. d'incidere, sia pur indirettamente ma, comunque, significativamente, sulle dinamiche delle nego-

²⁸ Per la disposizione, Consob -nell'ambito delle proprie competenze e nel perseguimento delle finalità previste dagli articoli 62, comma 1, e 62-*ter*, comma 1, Tuf- può effettuare ispezioni e richiedere l'esibizione di documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari nei confronti dei gestori delle sedi di negoziazione e di coloro ai quali i gestori medesimi abbiano esternalizzato funzioni operative essenziali o importanti e al loro personale; richiedere ai soggetti incaricati della revisione legale dei conti dei mercati regolamentati di fornire informazioni e, quando sussistono particolari necessità e non sia possibile provvedere con risorse proprie, autorizzare revisori legali o società di revisione legale a procedere a verifiche o ispezioni per suo conto.

²⁹ I poteri di intervento attribuiti a Consob dal primo comma risultano particolarmente ampi. Infatti -nell'ambito delle proprie competenze e nel perseguimento delle finalità previste dagli articoli 62, comma 1, e 62-*ter*, comma 1, Tuf- può: a) pubblicare sul proprio sito internet avvertimenti al pubblico; b) intimare ai gestori delle sedi di negoziazione di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell'attività professionale di un soggetto ove possa essere di pregiudizio per la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, la tutela degli investitori e l'efficienza complessiva del mercato; c) disporre la rimozione di uno o più esponenti aziendali del gestore di un mercato regolamentato ovvero, sentita l'altra autorità, della Sim o della banca italiana che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, qualora la loro permanenza in carica sia di pregiudizio al perseguimento delle finalità previste dagli articoli 62, comma 1, e 62-*ter*, comma 1, Tuf; d) ordinare, anche in via cautelare, a chiunque -«inclusi gli operatori, diversi dai soggetti abilitati, ammessi alle sedi di negoziazione, anche come partecipanti remoti»- a cessazione temporanea o permanente di pratiche o condotte contrarie alle disposizioni della Parte III del Tuf. In fine, il secondo comma, abilita la Commissione ad adottare, in caso di necessità ed urgenza «ogni misura idonea al mantenimento di ordinate condizioni di negoziazione sui mercati regolamentati, sui sistemi multilaterali di negoziazione e sui sistemi organizzati di negoziazione».

³⁰ F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., p. 272 ss.; ID, *Le società di gestione dei mercati regolamentati*, in AA. VV., *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, II, cit., p. 1088 ss. e spec. 1100 ss.

ziazioni³¹.

Mutando campo, altro esempio di regolazione indiretta di “tipo forte”, realizzata interagendo con un soggetto privato, è ravvisabile in quella svolta da Consob sull’Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei consulenti finanziari (art. 31, comma 4, Tuf) che, a partire dal 1 dicembre 2018³², ha progressivamente assunto tutte le funzioni di vigilanza sui soggetti abilitati ad operare fuori sede. Qui Consob esercita un’azione d’indirizzo e controllo su d’un ente cui la legge ha trasferito funzioni che le erano originariamente assegnate e, tra queste la tenuta degli albi cui devono essere iscritti i consulenti, la verifica delle condizioni di ammissione e permanenza dell’iscrizione, il controllo sulla correttezza dei comportamenti e, da ultimo, l’esercizio della potestà sanzionatoria.

Similmente a quanto è previsto per i mercati, la Commissione è chiamata a svolgere un’azione che ha una dimensione “plurilivello”. È il suo regolamento che definisce le disposizioni, i principi e i criteri cui devono improntarsi pressoché tutte le attività ricomprese tra le funzioni dell’Organismo (art. 30-*bis*, comma 6, Tuf). Consob, ancora, vigila sulla adeguatezza delle procedure interne dell’Organismo e sull’effettivo ed appropriato svolgimento dei compiti affidati (art. 31-*bis*, Tuf), potendo avvalersi di potestà conoscitive, ispettive e, eventualmente, autoritative/correttive (art. 142 ss. reg. intermediari). La Commissione, infatti, può: richiedere informazioni al soggetto vigilato; prescrivere misure “riparatorie” e, al limite, disporre la rimozione di uno o più componenti degli organi di amministrazione e controllo dell’Organismo in caso di riscontrata grave

31 Il controllo che Consob svolge in sede autorizzatoria è molto ampio in quanto funzionale a verificare se il gestore si è dotato di una disciplina conforme alla normativa UE direttamente applicabile ed a quella del Tuf, come attuata in via regolamentare, e, ancora, sia idonea a garantire la trasparenza del mercato, l’ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori (art. 64-*quater*, comma 2, Tuf). Una verifica puntuale è, poi, svolta sul regolamento del mercato per riscontrare se lo stesso fissi in modo appropriato e corretto (art. 64-*quater*, comma 4, Tuf): a) le condizioni e le modalità di ammissione alle negoziazioni e di esclusione e sospensione dalle negoziazioni degli operatori; b) le condizioni e le modalità di ammissione alla quotazione e alle negoziazioni e di esclusione e sospensione dalla quotazione e dalle negoziazioni degli strumenti finanziari; c) le condizioni e le modalità per lo svolgimento delle negoziazioni e gli eventuali obblighi degli operatori e degli emittenti; d) le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi; e) i tipi di contratti ammessi alle negoziazioni nonché i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili; f) le condizioni e le modalità per la compensazione e il regolamento delle operazioni concluse sui mercati; g) le modalità di emanazione delle disposizioni di attuazione del regolamento da parte del gestore.

32 Deliberazione Consob del 20704 del 15 novembre 2018, in *www.consob.it*.

inosservanza dei loro doveri legali o statutari o per comprovata inadeguatezza nell'esercizio delle funzioni (art 31-*bis*, comma 6-7, Tuf)³³.

Non meno rilevante è l'attività di regolazione esercitata dalla Commissione all'esito dei procedimenti autorizzativi di propria competenza, come nel caso in cui le sia richiesto il rilascio del nulla osta alla pubblicazione di un prospetto informativo. In quest'ipotesi Consob "filtra" la "fattibilità" ³⁴ dell'iniziativa privata, il cui avvio è subordinato al suo assenso³⁵.

Per tutelare preventivamente gli investitori e l'efficienza del mercato dei capitali (art. 91 Tuf) la P.A. verifica, nel concreto, se la documentazione sottoposta al suo esame raccoglie un insieme d'elementi sufficienti e comprensibili, tali da consentire agli oblati «una valutazione con cognizione di causa» dei rischi, delle prospettive, dei benefici e dello strumento proposto con l'operazione (art. 94-*bis* comma 1, Tuf). Il nulla osta finale, quindi, è il risultato d'un'istruttoria complessa nel corso della quale l'amministrazione può chiedere correzioni o integrazioni alle bozze di prospetto, al fine di renderlo idoneo veicolo di diffusione «di tutte le informazioni che a seconda delle caratteristiche dell'offerente o dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti siano rilevanti per un investitore»³⁶.

Il conseguimento dell'autorizzazione non conclude l'attività dell'amministrazione e dunque gli spazi regolatori alla stessa attribuiti. Infatti, il rilascio del nulla osta segna l'avvio d'un'azione di vigilanza che prosegue per tutto il periodo di validità dell'offerta di vendita o sottoscrizione e che si protrae anche dopo la sua conclusione.

La Commissione, infatti, è incaricata d'assicurare il rispetto di quelle re-

³³ La Commissione, peraltro, s'è riservata una vera e propria funzione di controllo di legittimità sugli atti relativi all'iscrizione, cancellazione e reinscrizione all'albo. La disciplina subriparatoria elaborata dall'autorità prevede che l'interessato può darvi impulso presentando un reclamo il cui effetto ultimo –in caso di fondatezza- può essere quello d'obbligare l'Organismo alla modifica o revoca della determinazione contestata (art. 144 Reg. Intermediari).

³⁴ Intendendosi come verifica della sussistenza delle condizioni fissate dalla normativa per l'avvio dell'operazione.

³⁵ Sui poteri di controllo del prospetto, si veda F. ANUNZIATA, *La disciplina*, cit., p. 380 ss.; M. PALMIERI, *Offerte al pubblico e sollecitazioni*, in AA. VV., *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, II, cit., p. 1297 ss.

³⁶ Verifica approfondita ma, comunque, limitata alla completezza, coerenza ed intellegibilità delle informazioni tipizzate, che devono essere incluse nel prospetto. Dottrina e giurisprudenza – Cass., 16 aprile 2024, n. 1653, in *De Jure* – infatti, escludono che il controllo si estenda anche alla veridicità delle notizie incluse nei documenti inviati all'amministrazione e che, quindi, possano prospettarsi eventuali responsabilità extracontrattuali dell'ultima, verso gli investitori, per l'eventuale pubblicazione di prospetti contenenti informazioni, false od errate.

gole –dalla stessa dettate (art. 95 Tuf)– di correttezza e trasparenza dello svolgimento dell'operazione, concepite per dar concretezza al principio di parità di trattamento degli investitori sancito dalla legge (art. 92 Tuf). L'effettività dell'osservanza di quelle disposizioni, invero, è garantita attribuendole dei significativi poteri di condizionamento della condotta dell'offerente. Infatti, l'amministrazione è dotata di prerogative di indagine ed intervento che spaziano dalla richieste di informazioni (art. 97 e art. 98-*quinquies*, Tuf) a quella di sospendere l'operazione o, addirittura, vietarla, se, rispettivamente, emerga un fondato sospetto di violazione della normativa o ne risulti accertata la trasgressione (art. 99 Tuf).

Rimanendo in tema di iniziative dirette ad una moltitudine di investitori, una speciale ipotesi di regolazione – destinata ad incidere questa volta sul contenuto di una proposta contrattuale – è quella che Consob realizza quando impiega quei poteri “correttivi” che le consentono di modificare il prezzo d'un'offerta pubblica totalitaria (art. 106 Tuf). La Commissione – al ricorrere di certe condizioni previste dalla legge e precisate dal proprio regolamento (artt. 47-*ter* – 47-*novies* Reg. Emittenti)- può aumentare o ridurre il corrispettivo che la legge vuole sia proposto con l'opa obbligatoria (art. 106, comma 2, Tuf)³⁷ per garantirne la sostenibilità e la correttezza. Dunque, le è consentito –con un provvedimento dispositivo di “rettifica”- stabilire che non debba pagarsi agli oblati il “prezzo più alto” se accerta una situazione che ne esclude l'idoneità a contemperare le esigenze di chi acquista e chi vende od a soddisfare l'interesse più meritevole di protezione³⁸.

La Commissione, con provvedimento motivato, a richiesta dell'obbligato (art. 47-*bis* Reg. Emittenti), può disporre che l'offerta sia promossa ad un prez-

37 Per comodità di lettura si riporta l'art. 106, comma 2, Tuf «Per ciascuna categoria di titoli, l'offerta è promossa entro venti giorni a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria. Qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile. Il medesimo prezzo si applica, in mancanza di acquisti a un prezzo più elevato, in caso di superamento della soglia relativa ai diritti di voto per effetto della maggiorazione ai sensi dell'articolo 127-*quinquies*».

38 Per l'esame delle ipotesi in cui Consob può esercitare il potere di rettifica, si veda C. MOSCA, *Le opa obbligatorie*, in AA. VV., *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, II, cit., p. 1423 ss.

zo inferiore se accerta che i prezzi di mercato sono stati influenzati da eventi eccezionali, vi sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione od, ancora, che il prezzo più alto da tener come riferimento sia stato determinato da operazioni poste in essere dall'obbligato nell'ambito della propria attività d'impresa o sia riferito ad operazioni irrilevanti rispetto all'obbligo d'offerta (art. 106, comma 3, lett. c, n. 1-2, Tuf).

All'amministrazione, dunque, spetta il compito di far sì che l'entità dell'obbligo di pagamento non venga determinato o condizionato da operazioni non "collegabili" all'obbligato e, in particolare, ad una sua presunta intenzione di riconoscere selettivamente a taluni un plusvalore corrispondente ad una frazione del premio di controllo.

La Commissione, con provvedimento motivato, ove sia necessario per la tutela degli investitori, può rettificare il corrispettivo in aumento, invece, quando accerti che il prezzo cui deve essere lanciata l'offerta è inferiore a quello effettivamente riconosciuto, anche in precedenza, a singoli venditori o, comunque, sia stato condizionato da operazioni di manipolazione di mercato (art. 106, comma 3, lett. d, n. 1-2 e 4, Tuf).

La Commissione, quindi, con il proprio intervento mira a neutralizzare gli effetti di quelle iniziative degli obbligati, che –discriminando gli investitori, in violazione del principio di parità di trattamento- sono finalizzate a comprimere l'entità dell'obbligo dei primi³⁹.

Altra particolare manifestazione dell'azione di regolazione di Consob può essere indicata in quella con cui l'amministrazione, secondo la terminologia europea, «istituisce» le c.d. «pratiche di mercato ammesse» (art. 13, par. 2, reg. UE 596/2014 del 16 aprile 2014).

39 Per la natura compensativa correttiva della rettifica del prezzo d'offerta, si veda Cons. Stato, sez. VI, 9 novembre 2018, n. 6330, in www.giustizia-amministrativa.it, per il quale, «Sul presupposto che una condotta manipolativa abbia alterato il prezzo del titolo su un mercato finanziario, oppure abbia modificato la percezione del suo valore da parte degli agenti sul mercato, l'ordinamento intende tutelare il principio generale in base al quale tutti gli investitori devono operare in condizioni di uguaglianza sotto il profilo della conoscenza del meccanismo di fissazione del prezzo e della conoscenza delle origini delle informazioni pubbliche, a tal fine sterilizzando le conseguenze negative dell'altrui condotta abusiva». Perciò la «"collusione accertata" tra l'offerente e uno o più venditori, da cui "emerge il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente" (...) consente alla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 2), del TUF, di rettificare in aumento il prezzo dell'offerta», impedendo che «un accordo, o comunque di un'intesa in senso lato, volta a perseguire l'obiettivo di eludere le norme che presidiano la formazione del prezzo dell'OPA» possano produrre un qualche effetto.

Con questo tipo di determinazioni la Commissione individua delle condotte che, per caratteristiche e/o contesto in cui sono attuate, non ricadono nell'ampio divieto di manipolazione dei mercati (art. 180, comma 1, lett. c, Tuf), inteso come insieme di iniziative che danno luogo alla diffusione di notizie o integrano contegni che possono incidere anche in modo potenziale sul prezzo degli strumenti finanziari negoziati su sistemi di scambio riconosciuti o sull'andamento di altri indici (art. 12, reg. UE 596/2014).

Consob, previa verifica della natura inoffensiva della prassi esaminata – della sua inidoneità a porre in pericolo o ledere il bene protetto⁴⁰ – ne riconosce la legittimità, con conseguente sottrazione alle sanzioni altrimenti applicabili⁴¹.

In fine, tra le tante manifestazioni della regolazione Consob è da menzionare quel suo intervento che si sviluppa tramite la sperimentazione di prescrizioni particolari, che delineano «ambiti circoscritti» ove i vigilati possono porre in essere condotte non previste dalla normativa preesistente o con esse non sicuramente compatibili, in quanto dalla prima espressamente autorizzati e monitorati con continuità. È questo il caso della c.d. *sandbox* regolamentare⁴², considerata espressione d'una forma di collaborazione procedimentale tra amministrazione ed istante che prende avvio per impulso del privato⁴³.

L'accoglimento della domanda comporta l'emissione di un nulla osta che abilita all'assunzione di condotte che trovano una loro certa ma temporanea copertura nello stesso provvedimento amministrativo⁴⁴, la cui duplice e concor-

40 F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., p. 496-497.

41 L'art. 185, comma 1-*bis*, Tuf esclude la punibilità per manipolazione del mercato di chi ha «commesso il fatto per il tramite di ordini di compravendita o operazioni effettuate per motivi legittimi e in conformità a prassi di mercato ammesse, ai sensi dell'articolo 13 del regolamento (UE) n. 596/2014». Il successivo art. 187-*ter*, comma 4, prevede che «non può essere assoggettato a sanzione amministrativa ai sensi del presente articolo chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato interessato».

42 M. CLARICH, *Manuale*, cit. p. 100. Sul tema si veda A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I nuovi strumenti regolatori*, in AA. VV., *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, I, cit., p. 29 ss.

43 Cfr. M. CLARICH, *La collaborazione nel procedimento amministrativo*, in *Dir. amm.*, 2024, p. 651 ss.

44 L'art. 10, reg. Consob Regolamento «recante la disciplina dei procedimenti per l'emanazione dei provvedimenti individuali previsti dal Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 30 aprile 2021» prevede che «Con il provvedimento di ammissione alla sperimentazione la Consob può prevedere la deroga, anche parziale, a disposizioni adottate nell'esercizio delle proprie funzioni regolamentari ovvero ad orientamenti di vigilanza o altri atti di carattere generale adottati nell'esercizio delle funzioni istituzionali secondo quanto previsto dall'articolo 36, comma 2-*sexies*, del decreto-legge n. 34 del 2019».

rente ragione è quella di consentire la ricerca di soluzioni disciplinari nuove e tutelanti per gli investitori senza “sconvolgere” il quadro vigente.

4. L'espansione della regolazione Consob come conseguenza della valorizzazione delle sue finalità istituzionali

Chi si interroga sulle cause della crescita dell'influenza della Commissione potrebbe essere tentato di indicarne la ragione diretta od indiretta nell'intensificazione della produzione legislativa, tanto interna quanto europea.

A ben guardare, però, l'espansione della regolazione Consob non deriva unicamente dal continuo accrescimento normativo delle sue attribuzioni e dalla corrispondente crescita della possibilità di ricavare dal primo nuovi poteri impliciti in quanto connessi o strumentali rispetto a quelli previsti dalla legge⁴⁵. Infatti, quel “moto incrementale” è spinto da una giurisprudenza che indulge nel riconoscere alla Commissione la spettanza di poteri innominati, nella misura in cui appaiano funzionali alla realizzazione delle finalità generali che la legge assegna a quest'ultima e non a poteri specifici ed espressi⁴⁶.

Il giudice amministrativo, prima, costruisce le funzioni della Commissio-

45 La giurisprudenza sulle autorità di regolazione, come è noto, ammette che dal potere espresso possa ricavarsi un potere implicito in quanto “ricompreso” o “strumentale” rispetto al primo ed individua in quelle due condizioni il limite a tale espansione. Così è giunta ad escludere la legittimità d'una determinazione di A.E.E.G.S.I. con cui l'amministrazione disponeva a carico del destinatario del suo atto –ed in favore di terzi– un obbligo di pagamento perché quel provvedimento non risultava riconducibile ad alcun potere espressamente conferito alla prima. Per Cons. Stato, sez. II, 30 agosto 2024 n. 7312, in www.giustizia-amministrativa.it, nel confermare un proprio precedente ribadisce che deve essere «(...) attentamente circoscritta l'ammissibilità della categoria dei poteri c.d. impliciti, fondati cioè sulla base di una previsione legislativa che solo 'implicitamente' li preveda, in quanto legati da un nesso di strumentalità con il potere esplicito. Nella sua assolutezza, tale linea interpretativa - nella misura in cui ritiene di poter trasformare senza limiti l'enunciazione di scopi in poteri nuovi e innominati - va respinta per le stesse ragioni indicate sopra. Con riguardo all'esercizio di poteri puntuali ad effetto conformativo, ablatorio e sanzionatorio, non è possibile superare la valenza costituzionale del principio di sottoposizione dell'azione amministrativa di tipo autoritativo a disposizioni legislative provviste di un livello sufficiente di tipizzazione. Di attribuzioni implicitamente conferite può parlarsi soltanto con riferimento ai poteri 'strumentali' sussumibili nello stesso "spazio" giuridico del potere 'principale', situati cioè all'interno dei confini individuati dalla norma attributiva, in ordine a: interesse pubblico perseguito; punto di incidenza materiale; soggetti destinatari; tipo e grado di incisione delle posizioni giuridiche soggettive" (in tema di poteri impliciti afferente all'ambito tecnico della regolazione, v. anche: Cons. Stato, sez. II, n. 10188 del 28 novembre 2023)».

46 In termini, per quanto riguarda una determinazione di Agcom recante un ordine che non trovava copertura in alcuna disposizione normativa, si veda, Cons. Stato, sez. VII, 2 gennaio 2024, n. 39, in www.giustizia-amministrativa.it. Il giudice respinge il ricorso contro il provvedimento perché reputa che quello trovi giustificazione nelle indicazioni della normativa interna ed europea, in quanto strumento necessario a garantire un'effettiva tutela dei consumatori e degli utenti.

ne operando (o dando per compiuta) una sintesi di tutte le disposizioni e principi normativi di settore e, poi, individua nel risultato di quella sintesi la base sufficiente per la conferma della correttezza dell'esercizio di ogni prerogativa atipica.

All'evidenza, però, il ragionamento non persuade. Infatti, l'ampio rinvio ad un insieme indeterminato di documenti normativi fa apparire priva di consistenza l'operazione di sintesi della funzione e, quindi, come la delineazione del suo contenuto abbia un carattere assiomatico. Quest'ultimo carattere negativo, ulteriormente, porta a dubitare del corollario che si vuol trarre in termini di spettanza d'ogni potere innominato nella misura in cui questo sia strumentale alla realizzazione delle finalità della P.A.

Lascia perplessi, poi, tanto il risultato quanto il modo con cui si realizza la delineata espansione regolatoria. L'adesione a quell'impostazione rende, infatti, gli spazi d'intervento della P.A. sostanzialmente indefiniti. La legge e, più in generale, il quadro normativo risulta privo della forza di tracciare confini per essere destinato solo a tratteggiare lo sfondo od a descrivere il terreno in cui si muove l'amministrazione indipendente impegnata nella tutela dei beni che deve proteggere.

L'espansione si giustifica perché, secondo quell'impostazione, il bisogno viene prima della legge perché quello deve ricevere una protezione sostanziale, efficace e continuativa che non può essere limitata dalla seconda, tanto più quando entra in gioco un bene costituzionalmente tutelato come il risparmio (art. 47 Cost.)⁴⁷.

47 Può dirsi ormai pacifico che, l'art. 47 Cost.- originariamente pensato per la disciplina del credito- comprenda il risparmio in tutte le sue forme e, dunque, elevi ad oggetto di tutela tanto quello bancario quanto quello assicurativo, previdenziale e mobiliare/finanziario, Cfr. S AMOROSINO, *Regolazioni pubbliche mercati imprese*, Torino, Giappichelli, 2008, p. 47. Da tempo, la dottrina, peraltro, sottolinea come la "laconicità" del primo comma della disposizione, non consenta di sostenere letture riduttive della sua portata e, dunque, la copertura del solo il canale bancario. Si ritiene, infatti, che i riferimenti al credito contenuti nel secondo periodo del primo comma dell'articolo -che contemplano specifici controlli- non sono idonei a comprimere l'apertura ad una tutela di ogni immobilizzazione di ricchezza accumulata e reinvestita in funzione di far fronte a bisogni futuri. Sul punto si vedano, G. LORASCHI, *Credito e risparmio: l'art. 47 della Costituzione*, in AA. VV., *La Costituzione economica, Prospettive di riforma dell'ordinamento economico*, Milano, Il Sole24 Ore, 1985, p. 199 e G. VISENTINI, *Il risparmio e il credito nella Costituzione (art. 47)*, *ivi*, p. 254-255. La Corte costituzionale, peraltro, non dubita che la protezione dell'art. 47 Cost, sia ad ampio spettro e dunque si estenda anche al risparmio assicurativo. Infatti, muovendo da quel presupposto ha dichiarato l'illegittimità di una disposizione legislativa che prevedeva un termine di decadenza irragionevolmente breve per l'esercizio dei diritti derivanti dai contratti d'assicurazione sulla vita. Cfr. Cort. cost., 29

Il connubio tra svalutazione della normativa e sopravvalutazione del bisogno, consente di ritenere affidata alla P.A. la scelta libera dei mezzi da impiegare per assolvere i propri compiti.

Il percorso espansivo delineato, per quanto concerne Consob, risulta ben documentato da una sentenza del giudice amministrativo. Il Consiglio di Stato, sindacando la legittimità d'una comunicazione che dichiarava l'esistenza d'una situazione di controllo azionario di fatto su Telecom S.p.A. e ne enucleava una autonoma nozione⁴⁸, ha concluso per la spettanza all'amministrazione resistente d'un potere accertativo dichiarativo assolutamente innominato perché neppure indirettamente evincibile da altre norme espresse⁴⁹.

Rinviando ad altra sede i dubbi sulla tenuta del ragionamento⁵⁰ – ribadita la preferenza per l'opinione di chi ritiene che la copertura normativa deve estendersi tanto alla previsione del potere quanto alle modalità e condizioni del suo esercizio⁵¹ – è utile sintetizzare il percorso che conduce il magistrato a libe-

febbraio 2024, n. 32 (par. 8 considerazioni in diritto), in *www.cortecostituzionale.it*. E', peraltro, da segnalare come, di recente, non siano mancate proposte interpretative evolutive disposizione costituzionale tese a rinvenire nella stessa una base forte a tutela dell'accumulazione "non speculativa", Cfr. A. CLINI, *Sovranità della persona nelle determinanti di tutela del risparmio*, in *Questa rivista*, n. 1, 2017, p. 349 ss. Per una riconsiderazione del ruolo della disposizione costituzionale e del modo e limiti di sua attuazione a fronte della disciplina UE, si veda, R. COSTI, *Tutela del risparmio e Costituzione: storia e attualità dell'art. 47, Banca impr. e soc.*, 2018 (3), p. 393 ss.

48 Comunicazione n. 0106341 del 13 settembre 2017, «Telecom Italia S.p.A.– Qualificazione del rapporto partecipativo di Vivendi S.A. in Telecom Italia S.p.A. ai sensi della disciplina in materia di operazioni con parti correlate, dell'art. 2359 del codice civile e dell'art. 93 del d.lgs. n. 58/1998 ("TUF")», in *www.consob.it*.

49 Cons. Stato, sez. VI, 14 dicembre 2020, n. 7972, in *www.giustizia-amministrativa.it*.

50 Le cui perplessità ho esposto nel mio, *Natura "provvedimentale" delle comunicazioni atipiche "qualificatorie" di Consob e condizioni necessarie per il valido esercizio del relativo del potere*. Nota a Consiglio di Stato, sez. VI, 14 dicembre 2020, n. 7972, in *Riv. dir. banc.*, 2021, 3, p. 389 ss.

51 In tal senso, G. MORBIDELLI, *Ricordando Nicola Bassi nella sua ricerca della legalità in difficile coabitazione con i poteri impliciti*, in *Riv. reg. dei mercati*, 2017, 270. Per una più ampia considerazione del tema è, altresì, d'obbligo rinviare a G. MORBIDELLI, *Il principio di legalità e i c.d. poteri impliciti*, in *Dir. amm.*, 2007, p. 703 ss. e, con riguardo ai poteri ad incidenza puntuale, spec. p. 734. In tal senso si veda, con riguardo ad una determinazione innominata di A.R.E.R.A., anche Cons. Stato, sez. VI, 21 luglio 2021, n. 5490, in *www.giustizia-amministrativa.it*, per cui «(...) la delega normativa non può compendiarsi nella sola attribuzione di competenza amministrativa, ma deve accompagnarsi a che da un corredo "minimo" di direttrici sostanziali riferite (quantomeno) agli scopi, all'oggetto ed ai presupposti, in coerenza con il principio di legalità sostanziale posto a base dello Stato di diritto, in virtù del quale "non è sufficiente che il potere sia finalizzato dalla legge alla tutela di un bene o di un valore, ma è indispensabile che il suo esercizio sia determinato nel contenuto e nelle modalità, in modo da mantenere costantemente una, pur elastica, copertura legislativa dell'azione amministrativa" (Corte costituzionale, sentenza n. 115 del 2011). Per le stesse ragioni, deve escludersi la possibilità di desumere poteri impliciti di incisione ab externo sul contratto da disposizioni che individuano soltanto le finalità dell'azione amministrativa». La lettura delle sentenze, però, suscita l'impressione che l'adesione

rare l'attività di regolazione dai vincoli di legge⁵².

Idealmente il "cammino" può suddividersi in tre tappe anche se, tendenzialmente, ciascuna pare idonea, per la sua assolutezza, a sostenere quello «sganciamento» della regolazione dalla legge.

La prima tappa⁵³ può farsi coincidere con la valorizzazione della vocazione tecnico specialistica ed imparziale di Consob. Connotazione complessiva che attribuirebbe alle prese di posizione della Commissione un valore obiettivo⁵⁴, appunto, per il fatto della loro provenienza e dalla circostanza d'essere oggetto

all'impostazione più rigorosa della legalità da parte dei giudici segua un motto pendolare. Infatti, pare che affermino la necessità del reperimento d'una normativa dettagliata sul potere quando quella sia a "portata di mano" e, dunque, possono respingere il ricorso. Diversamente, per salvare la determinazione impugnata, ricorrono alla teoria dei poteri impliciti (nella sua versione più o meno spinta), quando il dato letterale non offre basi espresse.

52 E, dunque, ad abbandonare la contraria impostazione che richiedeva la tipizzazione dei poteri capaci di incidere su situazioni costituzionalmente garantite, seguita da una più risalente giurisprudenza. Espressione di quest'ultimo filone di pensiero, ormai minoritario, si possono rinvenire in T.A.R. Lombardia, sez. II, 4 aprile 2002, n. 1331, in *Foro amm., T.A.R.*, 2002, p. 1898 ss., ove viene sottolineata la necessaria corrispondenza tra poteri amministrativi e previsioni normative ed escluso che l'esigenza di garantire la miglior soddisfazione degli interessi rimessi alla cura dell'amministrazione possa giustificare l'esercizio di poteri innominati. Negli stessi termini, in riferimento ad una determinazione dell'Autorità di vigilanza sui lavori pubblici, si veda anche, Cons. Stato, sez. V, 30 ottobre 2003, n. 6761, in *Foro amm., C.d. S.*, 2003, p. 2997; Cons. Stato, sez. V, 28 settembre 2007, n. 5003, in www.giustizia-amministrativa.it.

53 G. ROMAGNOLI, *Natura "provvedimentale" delle comunicazioni atipiche "qualificatorie" di Consob*, cit., p. 390-391 e p. 394-396.

54 Si deve, peraltro, ricordare che la giurisprudenza ha, da tempo, fatto propria quella impostazione. Infatti, su quella base venne ritenuto ammissibile un ricorso contro una comunicazione della Consob inviata ai sindaci d'una banca popolare con cui veniva sollecitato l'adeguamento dello statuto all'art. 148, comma 2, TUF, invitandoli ad attivarsi per l'approvazione di clausole che assicurassero ai soci di minoranza l'elezione di almeno uno dei componenti effettivi dell'organo di controllo, T.A.R. Lazio 18 maggio 2001, n. 4191, in *Foro it.*, 2001, III, c. 437. Nel considerare l'aspetto relativo all'impugnabilità della nota il tribunale ricorda «(...) come già in un caso analogo (ord. 21 ottobre 1999, n. 2964 sulla c.d. passivity rule richiamata dall'intervenitrice), atti del genere considerato, pur non integrando la figura tradizionale del provvedimento amministrativo, costituiscono, in ogni caso, dei pronunciamenti idonei ad incidere sulla sfera giuridica della società che ne è destinataria, vincolandone giuridicamente la condotta (salva la possibilità di fatto della medesima di discostarsene, e salvi, in tal caso, i controlli giurisdizionali di volta in volta appropriati alle susseguenti misure della Consob). Questi pronunciamenti, infatti, costituiscono espressione di un potere prescrittivo che non è riconducibile in alcun modo all'autonomia – o comunque ad una posizione d'autorità – fondata sul diritto privato, ma risale pur sempre ad una posizione di supremazia pubblicistica. L'interpretazione seguita attraverso la nota impugnata, in particolare, non è contenuta in una sorta di "parere" reso al soggetto privato (non potendo ascrivere alla Consob- almeno in questa materia- mere funzioni consultive), ma è stata imposta al medesimo nel modo tipico di una manifestazione di volontà, della quale, del resto, presenta le forme espressive. La nota in questione, inoltre, non è un atto meramente preparatorio bensì costituisce un provvedimento a sé stante produttivo d'effetti giuridici esterni consistenti in un obbligo d'adeguamento (...).» Ancora, per T.A.R. Lazio 26 novembre 2002, n. 10709, in www.giustizia-amministrativa.it, gli atti quali le comunicazioni, pur non integrando la figura tradizionale del provvedimento amministrativo, sono espressione di una posizione di supremazia pubblicistica come tale sempre idonea ad incidere sulla sfera di interessi di soggetti che operano nell'ambito

di comunicazione o pubblicazione.

In particolare, per il giudice, quel peculiare potere accertativo dichiarativo che si esprime nella comunicazione impugnata costituirebbe una prerogativa immanente dell'autorità e, quindi, sussisterebbe anche nel silenzio della legge. Si giustificerebbe, infatti, per la sua riconducibilità alle funzioni istituzionali. La creazione di certezze notiziali concorrerebbe a realizzare le finalità che il legislatore assegna all'amministrazione di settore cui è affidato il compito di garantire il corretto funzionamento del mercato finanziario a tutela dell'interesse generale degli investitori e dei risparmiatori.

Una seconda tappa⁵⁵ può farsi corrispondere al passo della sentenza con cui il giudice "corroborata" la sua affermazione riconducendo il potere accertativo innominato alla funzione di regolazione dei mercati. Dunque, ricomprende questa prerogativa nell'insieme di quelle tramite cui si attua la regolazione indipendente. Cioè in un'azione ampiamente intesa che ha nei mercati il proprio terreno elettivo di applicazione, per essere concepita al fine di orientare e correggere «*ambiti in costante evoluzione per dinamiche di mercato differenti*» e che, ulteriormente non permettono di chiedere alla legge, come integrata dai principi del diritto amministrativo, di definire con esattezza sia l'ampiezza del potere che i criteri del suo esercizio.

Se si va oltre la prima impressione, ci si accorge, come anticipato, che il giudice «scolora» il ruolo della legge perché le caratteristiche di contesto, secondo lui, necessariamente impongono di intendere il principio di legalità in modo (assolutamente) debole. Cioè come parametro volto ad assicurare la mera fun-

dell'ordinamento di "settore". Per il Tribunale, testualmente, «*si tratta, infatti, di manifestazioni di giudizio, racchiudenti per lo più valutazioni di discrezionalità tecnica che, pur non avendo di solito una forza giuridica tale da abilitarle a conformare in modo cogente la sfera degli operatori, hanno comunque, in ragione del loro contenuto di accertamento, una propria capacità di incidere sui rapporti economici. Assistite da una presunzione di legittimità di particolare spessore, in ragione della competenza tecnica dell'organo da cui promanano, esse esprimono un punto di vista qualificato ed imparziale che esplica proprio la funzione prevista dalla legge (art. 91 Tuf) di tutelare l'investitore orientandolo: creano, quindi, una certezza di tipo notiziale che però, nel peculiare contesto in cui sono destinate a circolare, il quale deve rendere possibili transazioni e decisioni con la necessaria rapidità e continuità, presenta la caratteristica d'essere giuridicamente affidante (nel senso che gli operatori e gli investitori sono autorizzati a riporvi affidamento), alla stregua di quanto accade nella comune vita sociale per le certezze legali assistite da fede privilegiata (che sono annoverate dalla dottrina, non a caso, tra le manifestazioni dell'autorità, per quanto suscettibili anch'esse di dissolversi in caso di difforme accertamento giurisdizionale)*».

55 G. ROMAGNOLI, *Natura "provvedimentale" delle comunicazioni atipiche "qualificatorie" di Consob*, cit., p. 398-399.

zionalizzazione delle iniziative della P.A. agente perché in taluni “settori”, quali quelli dei mercati finanziari, risulterebbe «oggettivamente complesso per il legislatore predeterminare quale possa essere (...) il contenuto del provvedimento amministrativo»⁵⁶.

La terza tappa⁵⁷, in fine, può corrispondere a quel passaggio della motivazione in cui si sgancia l'attribuzione del potere dal contesto normativo. Ove è reputato sufficiente per il riconoscimento della attribuzione del potere una sua qualche strumentalità alla realizzazione d'un fine assai ampio, per essere ricavabile dall'insieme “indefinito” di tutte le norme positive. Da una massa di dati che il giudice “confessa” di non poter elencare⁵⁸, ma che, comunque, mirano a garantire «la tutela degli investitori» e la «efficienza» e «trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali»⁵⁹.

Quest'ultima tappa renda palese lo sganciamento assoluto della regolazione dalla legge. Infatti, con l'argomentazione finale si supera anche l'ultima condizione minima – rappresentata dal legame tra legge ed azione amministrativa – che richiede che l'atto, come/quale espressione di regolazione, possa dirsi strumentale rispetto ad un fine predefinito da una fonte normativa esterna alla P.A.⁶⁰ Infatti, il modo con cui il giudice individua la funzione dell'amministrazione risulta privo di qualunque forza limitativa, perché ricostruibile dalla stessa P.A. “a proprio uso e consumo” per dare copertura, in tesi, ad ogni suo possibile intervento. Se l'amministrazione è abilitata ad individuare il proprio fine o, se si vuole, la composizione dei propri fini, le si conferisce la possibilità di fare tutto e l'esatto contrario. Così, la prevalenza che la P.A. ritiene d'accordare alla tutela dell'investitore, le consente di legittimare un potere “prescrittivo/accertativo” nuovo o più stringente nei confronti di chi offre occasioni di investimento. Viceversa, l'opposta preferenza per un bene/fine pariordinato, quale il buon funzionamento dei mercati dei capitali, le consente di giustificare iniziative di segno opposto, nell'immediato meno “protettive” degli investitori e dei rispar-

56 Cons. Stato, sez. VI, 7972/2020, cit., par. 3.1.1.

57 G. ROMAGNOLI, *Natura “provvedimentale” delle comunicazioni atipiche “qualificatorie” di Consob*, cit., p. 400.

58 Cons. Stato, sez. VI, 7972/2020, cit., par. 3.1.1.

59 Cons. Stato, sez. VI, 7972/2020, cit., par. 3.2.

60 Ribadisce, a conclusione del suo studio, la necessità che l'azione delle autorità indipendenti sia compresa negli spazi riservati dalla legge ancorché quella attribuisca loro un'ampia potestà di operare apprezzamenti tecnico economici, E. BRUTI LIBERATI, *Regolazione*

miatori⁶¹.

5. La compensazione procedimentale dell'arretramento della legalità sostanziale tra affermazione e dubbi

La pronuncia sulla comunicazione Telecom – come altra giurisprudenza sulle autorità⁶² – giustifica l'apertura sistemica al potere innominato – e la relativa caduta della legalità sostanziale – con la compensazione realizzata dalla legalità procedurale il cui rigoroso rispetto garantirebbe la compatibilità costituzionale delle prerogative implicite. Le regole d'azione – ordinando un rapporto procedimentale in cui si sviluppa un confronto tra P.A. ed il destinatario degli effetti delle determinazioni future – consentirebbero la realizzazione di un «controbilanciamento dinamico» dei vuoti della legge e della sua difficoltà «di predeterminare in modo rigoroso i presupposti delle funzioni amministrative attribuite alle autorità»⁶³.

Ciò detto, però, la sentenza non manifesta una fiducia assoluta in quella

indipendente dei mercati, cit., p. 198 ss.

61 Come rilevavo – G. ROMAGNOLI, *Natura "provvedimentale" delle comunicazioni atipiche "qualificatorie" di Consob*, cit., p. 390-391 e p. 403-404 – lo sganciamento della regolazione dalla legge, non può essere neppure indirettamente temperato dal riferimento incidentale compiuto dal Consiglio di Stato alla natura tecnica della regolazione amministrativa, supponendo che quella consenta di reperire dei parametri di definizione delle condizioni di esercizio del potere innominato che il giudice ritiene comunque spetti all'autorità. Infatti, non è possibile indicare nella tecnica la fonte univoca di integrazione della legge (comunque la si voglia individuare) per almeno due ragioni. In primo luogo, come rilevato in dottrina – E. CAROLONI, *Le verità amministrative*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 150 ss. – l'impiego delle regole tecniche risulta fortemente condizionato da una ineliminabile e consistente componente ermeneutica conseguente alla formulazione delle disposizioni normative tramite concetti giuridici indeterminati. In secondo luogo, può dirsi acquisito – F. CINTIOLI, voce *Discrezionalità tecnica*, in *Enc. del dir., Agg. II*, Milano, 2009, p. 471 ss. – che non è possibile derivare dalla tecnica una conseguenza necessaria poiché il più delle volte non esiste un vincolo rigoroso alla scelta dei criteri d'analisi e valutazione. Le certezze, infatti, sono escluse quando entra in gioco la c.d. discrezionalità tecnica, cioè, quando la determinazione concreta è il risultato dell'applicazione di parametri che portano a risultati non coperti da "certezze scientifiche" assolute che conducono a conclusioni che la prevalente giurisprudenza reputa per lo più limitatamente sindacabili. Sul limite della sindacabilità delle scelte a connotazione tecnica della P.A., tra le tante, pronunzie si veda, Cons. Stato, sez. VI, 7 ottobre 2021, n. 6696, in www.giustizia-amministrativa.it. Per una considerazione del tema, in dottrina, si rinvia, per tutti a D. GRANARA, *Discrezionalità tecnica, difetto assoluto di giurisdizione e principio di effettività della tutela giurisdizionale*, in *Dir. amm.*, 2023, 3, p. 591 ss. ed a, F. SAITTA, *Il sindacato del giudice amministrativo sulle valutazioni tecniche delle autorità indipendenti tra potenzialità del codice del processo e «preferenza di amministrazione»*, in *Il Processo*, 3, 2020, p. 749 ss.

62 Aspetto particolarmente enfatizzato per le c.d. "amministrazioni indipendenti", a partire da Cons. Stato sez. VI, 24 maggio 2016, n. 2182, in www.giustizia-amministrativa.it.

63 G. ROMAGNOLI, *Natura "provvedimentale" delle comunicazioni atipiche "qualificatorie" di Consob*, cit., p. 404.

forma di “compensazione”. Da una parte della motivazione, infatti, trapela un dubbio sulla forza di «riempimento» della legalità procedurale e sulla sua assoluta coerenza con le coordinate costituzionali del nostro sistema.

Se ci si concentra sul primo aspetto si coglie che per il giudice le garanzie procedimentali hanno un duplice rilievo di carattere assoluto: uno di segno positivo, relativo all'obbligatorietà del loro rispetto; uno di segno negativo, dato dalla insuperabilità del vizio causato dalla loro violazione. La validità dell'atto è subordinata al puntuale rispetto della disciplina procedurale prevista per la produzione di uno specifico tipo di provvedimento. Dunque, per quanto riguarda le determinazioni che possono considerarsi espressione di regolazione a rilevanza generale, si impone l'ossequio delle regole che Consob ha dettato per la propria produzione normativa (art. 23, l. 262/2005)⁶⁴. Invece, per quanto concerne l'adozione degli atti ad incidenza individuale, deve garantirsi la partecipazione dei destinatari tramite la comunicazione dell'avvio del procedimento (*ex* art. 7, l. 241/1990) e – possiamo aggiungere – qualora la determinazione non soddisfi un interesse pretensivo, quelle ulteriori prescrizioni integrative dettate per i procedimenti a carattere sanzionatorio o contenzioso, per cui la legge sul risparmio detta una apposita ed articolata disciplina (art. 24, comma 2, l. 262/2005).

Per il giudice non ci può essere alcun valido esercizio di potere in difetto di un procedimento formalmente avviato perché i destinatari dei suoi effetti devono essere avvertiti del proposito della P.A. e, ulteriormente, hanno un diritto ineliminabile ad interloquire con quella⁶⁵.

Il secondo aspetto di rilievo si connette al primo. L'ineludibilità del procedimento, per la sua idoneità a ricondurre il potere atipico «*nel solco della legalità costituzionale*», esclude che Consob possa difendere la propria determinazione concreta facendo valere la disciplina pensata per circoscrivere l'area dei vizi rile-

64 Dunque si chiede che il prodotto finale sia il risultato dell'elaborazione di un progetto di atto, armonico con le linee disciplinari, i cui contenuti siano improntati al principio di proporzionalità, adeguatamente motivati, oggetto di preventiva analisi di impatto regolamentare e di una pubblica consultazione. Cons. Stato, sez. VI, 7972/2020, cit., par. 3.2.

65 Per Cons. Stato, sez. VI, 7972/2020, cit., par. 3.2., «*Con riguardo alla partecipazione procedimentale delle società appellanti, che è quella che più rileva in questa sede, la Consob avrebbe dovuto dare formale avvio a un procedimento specificamente finalizzato all'esercizio della funzione di regolazione dichiarativa del rapporto controverso per assicurare l'esercizio dei diritti di partecipazione.*

Si tratta di un coinvolgimento delle parti necessario per garantire un contraddittorio procedimentale in funzione collaborativa e difensiva che, nella specie, dovendo colmare le lacune sostanziali della legge, assume valenza ancora più accentuata.

vanti⁶⁶.

Per il Consiglio di Stato non è dato superare l'omissione dell'atto d'avvio del procedimento permettendo alla P.A. di «*dimostrare che il contenuto del provvedimento non avrebbe potuto essere diverso da quello in concreto adottato*» (art. 21-*octies*, l. 241/1990). Per il giudice, infatti, il fondamento costituzionale del diritto di partecipazione si erge a limite assoluto all'applicabilità dell'art. 21-*octies* l. 241/1990, indipendentemente dalla natura del potere esercitato dall'autorità. È questa una conseguenza della netta contrapposizione tra parte pubblica e privata, cioè, tra chi ha la prerogativa di imporre e chi è in posizione di soggezione⁶⁷. Dunque, è l'esistenza di un contrasto di posizioni che, di per sé «*impedisce di svolgere un giudizio prognostico favorevole alla pubblica amministrazione in ordine alla irrilevanza di una eventuale partecipazione. Vengono, infatti, in rilievo ampi profili decisori di contenuto giuridico che implicano valutazioni le quali rinviengono proprio nel procedimento la loro sede naturale*».

Sicuramente interessante – in una prospettiva evolutiva – è, in fine, la manifestazione da parte del giudice d'una incertezza sulla capacità taumaturgica della «compensazione procedimentale». Per quanto quella segua all'enfatizzazione dell'importanza della legalità procedimentale è evidente il dubbio sul suo impiego sistematico come mezzo di legittimazione d'ogni potere atipico e, ulteriormente, di copertura del processo d'ampliamento del raggio della regolazione Consob. Infatti, il Consiglio di Stato, prima, ne riconosce la solo parziale idoneità ad ovviare all'opacità della legge, di cui appunto sottolinea come non garantisca il superamento di tutte le criticità. Poi, sollecita un intervento legislativo che introduca disposizioni puntuali, tali da delineare in modo più preciso i poteri di spettanza delle autorità amministrative indipendenti nei campi di rispettiva competenza⁶⁸.

⁶⁶ Come evidenziato in dottrina –M. MIDIRI, *Certezza nel mercato e accertamenti Consob: la prospettiva del giudice*, in *Giur. comm.* 2022, II, p. 159 – il Consiglio di Stato «*alza l'asticella*» della misura della conservabilità degli atti non conformi alle regole procedimentali.

⁶⁷ Contrapposizione, si deve sottolineare, che ha una rilevanza obbiettiva a prescindere dalla natura espressa o, più o meno, implicita, del potere che l'amministrazione intende esercitare.

⁶⁸ Per Cons. Stato, sez. VI, 7972/2020, cit., par. 3.1.1., «*Il rispetto delle regole di partecipazione serve, pertanto, a restituire, almeno in parte, coerenza al sistema, assicurando il recupero delle garanzie e la prevedibilità oggettiva dei possibili sviluppi provvedimentali, nonostante l'opacità della legge sostanziale di disciplina dei poteri regolatori*».

Magari è solo un'illusione ma dalla sentenza potrebbe trarsi il segnale d'una futura, forse non prossima, inversione di rotta o, comunque, d'una sua correzione. Quelle righe, forse sono un indizio dell'avvio di una meditazione in grado di condurre ad un ragionevole contenimento di quella costante e, non di rado, imprevedibile crescita dell'area di influenza della Commissione e, dunque, del suo spazio di regolazione⁶⁹.

6. La qualità della tutela procedimentale ed i suoi limiti

Fissata l'imprescindibilità della tutela procedimentale ci si può chiedere in che cosa quella consista. Questa, infatti, è una domanda necessaria poiché quella protezione che è normalmente definita in funzione della natura ed effetti dell'atto che la P.A. intende adottare⁷⁰. Ciò in quanto il procedimento – che è il percorso concepito per garantire il corretto esercizio del potere- deve essere strutturato in funzione del provvedimento che ne costituisce espressione⁷¹

Il giudice, peraltro, non aiuta più di tanto nella ricerca della risposta. In-

È bene precisare che la descritta funzione di "compensazione" non comporta un pieno recupero del fondamento democratico della legalità, in ragione della non omogeneità tra predeterminazione legislativa sostanziale delle regole e partecipazione procedimentale, ma assicura un maggiore livello di garanzie per il privato. La Sezione rileva come sarebbe, invero, opportuno che il legislatore intervenisse a disciplinare, con misure più pregnanti, modulate alla luce della materia regolata, anche i settori di competenza delle Autorità indipendenti per ridurre l'ambito di operatività dei poteri impliciti e assicurare una più certa compatibilità costituzionale».

69 Movimento di cui, forse, si intravedono i primi segnali nella giurisprudenza recente sugli atti delle autorità di regolazione non finanziarie. In tal senso si segnala, Cons. Stato, sez. II, 7 marzo 2024 n. 2255, in www.giustizia-amministrativa.it, per cui «Il deficit di legalità sostanziale non può essere «compensato» da una declinazione «procedurale» del principio di legalità (per la quale, invece, Cons. Stato, sez. VI, 24 maggio 2016, n. 2182, id., Rep. 2016, voce Amministrazione dello Stato, n. 340), e neppure aggirato con la teoria dei c.d. poteri impliciti. L'attitudine del modello regolatorio a garantire un contraddittorio paritario (attraverso gli schemi della c.d. «consultazione») ha una sua ragione specifica. Il regolatore deve poter contare su di una capillare piattaforma conoscitiva, avente ad oggetto i dati tecnici ed economici di funzionamento del mercato, per rimuovere le proprie asimmetrie informative. La trasparenza del modello «process oriented» scongiura anche possibili condizionamenti del regolatore da parte dei gruppi economici. La partecipazione amministrativa, pur segnando il superamento di una visione elitaria ed autoritaria dell'amministrazione (consentendo agli operatori economici interessati di fare pervenire il proprio contributo informativo e valutativo), non equivale certo all'investitura democratica della legge. La «compensazione» procedurale del principio di legalità, in ipotesi, potrebbe ritenersi coerente soltanto con un assetto corporativo della società e della sua rappresentanza. Sotto altro profilo, la consultazione assicura un maggiore livello di garanzie per l'operatore privato, operando (al pari della motivazione) come una sorta di «limitatore» della discrezionalità (è questo, a parere del collegio, il senso che deve attribuirsi alle parole della stessa Corte costituzionale secondo cui la «declinazione procedurale del principio di legalità», rappresenta «un utile, ancorché parziale, complemento delle garanzie sostanziali»: sentenza n. 69 del 2017, id., Rep. 2018, voce Trasporti e autoservizi, n. 13)».

70 S. VALENTINI, *La regolazione e le sue istituzioni*, cit., p. 48.

71 Cfr. M. CLARICH, *Manuale*, cit. p. 231 ss.

fatti, si limita a ricordare che la legge sul risparmio detta due diversi regimi procedurali⁷²: un primo per la produzione di atti normativi e generali; un secondo per l'adozione di provvedimenti ad incidenza puntuale, a sua volta differenziato a seconda che quelli siano di tipo accrescitivo o privativo. Ed è proprio questo secondo regime articolato -che a differenza del primo non prevede una disciplina omogenea (art. 23, comma 1, l. 262/2005)- che ha alimentato dubbi e ha condotto a soluzioni applicative che hanno dato luogo ad una compressione delle tutele procedurali.

La legge sul risparmio distingue i provvedimenti di Consob ad incidenza puntuale, in due sotto categorie, in funzione delle quali differenzia le garanzie riconosciute alle parti del rapporto procedimentale. In particolare la tutela viene articolata in ragione del tipo d'interesse che fa capo al privato. Una per il caso in cui l'interlocutore della P.A. è portatore d'un interesse pretensivo, perché si attende una qualche forma di beneficio dall'atto amministrativo; un'altra per la situazione contraria, in cui il privato è portatore d'un interesse oppositivo, perché la determinazione che avversa potrebbe produrre effetti ablativi o sanzionatori (art. 24, comma 1, l. 262/2005)⁷³.

La diversa direzione degli effetti delle due subcategorie d'atti conduce ad improntare i relativi procedimenti a due distinti principi: il primo al principio della partecipazione, il secondo a quello del contraddittorio. A principi diversi che quindi giustificano una differente estensione dei diritti delle parti e dei corrispondenti doveri della P.A.

Il procedimento sottoposto al primo regime è meno vincolante per l'amministrazione. Questa, infatti, è sottratta alle più stringenti e garantistiche prescrizioni che: la privano del potere d'avviare l'accertamento presupposto dalla decisione prima della notifica della nota di contestazione; comprimono la possibilità di modulare l'istruttoria; la costringono a procedere dopo aver esaminato le difese ed i documenti presentati a discolta dal candidato responsabile e la obbligano a concedere al soggetto passivo un diritto di replica alla proposta di decisione finale; la obbligano, prima di tutto, all'adozione di garanzie organizzative ed attuative del principio di separazione tra chi indaga e chi decide.

⁷² Come quelli Banca d'Italia, Covip, Consob, Ivass ed Agcm.

⁷³ G. ROMAGNOLI, *Consob*, cit., p. 219-220.

All'evidenza la possibilità di scegliere se includere un procedimento nell'una o nell'altra categoria è determinante per l'individuazione del livello di protezione accordato al soggetto passivo. Ma, questo è il punto, quando c'è un'alternativa la qualità ed intensità delle tutele risulta subordinata alle preferenze interpretative di chi ha il potere di scegliere. Dunque, sostanzialmente, tutto dipende, prima, dall'autorità e, poi, dal giudice. Dalla prima che può prediligere una determinata impostazione rigorosa e dall'altro che, condividendone la "politica di vigilanza", la conferma in sede di verifica della legalità dei concreti atti di regolazione⁷⁴... magari perché condizionato da una larvata deferenza⁷⁵.

L'esame della giurisprudenza sugli atti Consob sembra indicare una tendenza al contenimento dei diritti procedimentali. Il Consiglio di Stato, infatti, ha escluso l'annullamento d'un provvedimento di rettifica del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria (art. 106, comma 3, lett. d), n. 2, Tuf), perché per il relativo procedimento non varrebbero le stesse garanzie rinforzate prescritte per quelli sanzionatori⁷⁶.

L'operazione di "salvataggio" della determinazione Consob è realizzata in due fasi⁷⁷. Un prima, interpretativa -a carattere sostanzialmente abrogativo- in

⁷⁴ È, infatti, osservazione risalente quella secondo cui l'indipendenza delle autorità non implica l'assenza di politicità della disciplina da loro posta e delle successive scelte applicative. In tal senso è d'obbligo rinviare a G. MORBIDELLI, *Il regime giuridico delle autorità indipendenti*, pp. 175-176, e per una recente conferma dell'attualità di quel rilievo, si veda F. CINTIOLI, *Il pensiero giuridico di Giuseppe Morbidelli e le autorità indipendenti ieri e oggi*, 2019, spec. p. 13, in www.federalisimi.it.

⁷⁵ La deferenza del giudice nei confronti delle autorità indipendenti è una costantemente rilevata da tutti gli studi che hanno toccato il tema dei giudizi contro i loro provvedimenti limitativi/punitivi. Oltre a S. CIMINI, *Il potere sanzionatorio delle amministrazioni pubbliche. Uno studio critico*, Napoli, Jovene, 2017, p. 430 ss., si veda, L. PERFETTI, *La full jurisdiction come problema. Pienezza della tutela giurisdizionale e teorie del potere, del processo e della Costituzione*, in *Questa rivista*, n. 1, 2018, p. 237 ss. Per ulteriori considerazioni, si rinvia L. LIPPOLIS, *Il sindacato sulle valutazioni tecniche delle autorità di vigilanza finanziaria*, in AA. VV., *Le valutazioni tecnico-scientifiche tra amministrazione e giudice, Concrete dinamiche dell'ordinamento*, a cura di A. Moliterni, Napoli, Jovene, 2021, spec. p. 303 ss.

⁷⁶ Sul cui livello di contraddittorio, si veda, N. LONGOBARDI, *Equivoci in tema di autorità amministrative indipendenti. I nodi vengono al pettine*, in *Questa rivista*, n. 1, 2022, p. 210 ss.

⁷⁷ Percorso, poi, seguito dal massimo giudice amministrativo per escludere che le garanzie rinforzate si applichino anche ai procedimenti amministrativi avviati da Banca d'Italia per rimuovere amministratori di imprese creditizie e dunque all'esercizio di un potere analogo a quello che la legge assegna Consob sugli intermediari finanziari. Per Cons. Stato, sez. VI, 19 luglio 2022, n. 6254, (par. 9 e 9.1 di motivazione) in www.giustizia-amministrativa.it, «(...) la rimozione collettiva dei componenti degli organi di amministrazione e controllo e di uno o più componenti dell'alta dirigenza non costituisce un provvedimento sanzionatorio, ma rientra tra le misure di intervento precoce, a loro volta facenti parte del più ampio genus dei poteri di vigilanza della Banca d'Italia. La finalità della misura del removal non è quella di affliggere il titolare della carica, quanto di preservare la stabilità e la

cui si nega qualunque significato alla sottocategoria dei procedimenti contenziosi menzionati dalla legge. Una seconda in cui – esclusa la natura sanzionatoria della determinazione impugnata – si colloca l'atto Consob nell'ampio insieme «dinamico» degli atti di regolazione, cioè di quelle misure che – per non essere puramente punitive – sono adottabili in esito al procedimento regolato dalla l. 241/1990⁷⁸.

Preso atto della tendenza alla compressione delle garanzie procedimentali, ci si può chiedere quali conseguenze possa comportare la violazione di quelle

*sana gestione della banca. In questo senso, gli effetti che, indiscutibilmente, si producono anche sulla persona fisica titolare della carica, che per l'appunto viene rimossa da tale posizione, non paiono comunque sufficienti a ricondurre la misura in discorso nell'alveo delle sanzioni in senso stretto. La ragione dell'intervento dell'Autorità è di tutt'altra natura rispetto all'intento punitivo proprio della sanzione, inserendosi, come si è detto, nel quadro delle misure di vigilanza, atte a prevenire il definitivo dissesto dell'istituto vigilato e, dunque, avuta di mira tutt'altra finalità che non la punizione di un determinato soggetto, la cui condotta concreta resta infatti sullo sfondo. Invero, i presupposti della misura, che pure incide sul titolare della carica societaria, non riguardano in modo specifico la condotta del soggetto rimosso, né tantomeno assume un particolare rilievo l'indagine circa l'imputabilità sul piano soggettivo della detta condotta. Rilevano invece i presupposti oggettivi legati alla situazione della Banca - "i presupposti indicati all'articolo 69-octiesdecies, comma 1, lettera b)", che sono, oltre alle gravi violazioni normative e gravi irregolarità amministrative, un significativo deterioramento della situazione della Banca - ed il fatto che altre misure meno invasive non siano sufficienti a risolvere la situazione (cfr. art. 69-octiesdecies)». Dunque, nessun rilievo assume nel procedimento di Banca d'Italia l'interesse oppositivo degli amministratori in carica a contrapporsi alla loro rimozione ed a contestare il fondamento della pretesa della P.A. che, innegabilmente, esprime un giudizio negativo sulle loro condotte si caratterizza per un'immanente carica sanzionatoria. Valutazione amministrativa negativa, si sottolinea, che per l'alta attendibilità attribuita agli apprezzamenti tecnici delle autorità amministrative indipendenti può costituire presupposto sufficiente per l'affermazione di loro di responsabilità civilistiche. Sul problema, mi si consenta di rinviare a G. ROMAGNOLI, *La responsabilità amministrativa degli organi di amministrazione. Interferenze tra regimi*², in Aa. Vv., *Le azioni di responsabilità nelle società di capitali*, a cura di M. De Poli e G. Romagnoli, Pisa, Paccini, 2024, p. 165 ss.*

⁷⁸ Cons. Stato, sez. VI, 9 novembre 2018, n. 6330 (par 3.1, di motivazione), in www.giustizia-amministrativa.it. Per il giudice, l'atto Consob di aumento del prezzo dell'opa non ha carattere genuinamente punitivo perché è misura conformativa «(...) avente la finalità preminente di "restituire" agli azionisti di minoranza le condizioni di scelta economica che il mercato avrebbe espresso ove non fosse stato perturbato dall'asserito comportamento collusivo di offerente e venditore. Di per sé, l'effetto di etero-regolazione dell'attività privata - in cui si compendia il carattere tradizionalmente definito autoritativo del provvedimento amministrativo - non è di per sé sufficiente ad integrare la nozione di sanzione. A questi fini, come si è detto, rileva invece l'interesse tutelato dall'ordinamento, lo scopo perseguito dal legislatore (il quale deve avere una finalità di deterrenza generale o speciale), e l'intensità dell'incisione realizzata nella sfera giuridica del destinatario.

La funzione espressa dalla delibera della Consob è la regolazione economica del mercato finanziario». Posta quella premessa, quindi, prosegue nel giustificare la negazione della natura afflittiva del provvedimento affermando che «Di per sé, l'effetto di etero-regolazione dell'attività privata - in cui si compendia il carattere tradizionalmente definito autoritativo del provvedimento amministrativo - non è di per sé sufficiente ad integrare la nozione di sanzione. A questi fini, come si è detto, rileva invece l'interesse tutelato dall'ordinamento, lo scopo perseguito dal legislatore (il quale deve avere una finalità di deterrenza generale o speciale), e l'intensità dell'incisione realizzata nella sfera giuridica del destinatario. La funzione espressa dalla delibera della Consob è la regolazione economica del mercato finanziario. Per quanto articolata in attività di

tutele che, comunque, si ritengano spettare al soggetto passivo del procedimento.

La risposta all'interrogativo è differente e dipende dal giudice a cui si prospetta l'illegittimità. Infatti, i provvedimenti della Commissione possono essere contestati, in base alla loro natura, rispettivamente, rivolgendosi al giudice amministrativo od a quello ordinario.

Le violazioni delle garanzie procedurali sono, in principio, rilevanti quando si chiede al giudice speciale di controllare il corretto esercizio d'un potere prescrittivo conformativo ed eventualmente annullare l'atto viziato⁷⁹.

diverso contenuto e valore giuridico, la regolazione ha oramai guadagnato un assetto sempre più omogeneo di istituti, i quali raffigurano un modello ben distinto dalle tradizionali forme di azione pubblica. Il fulcro su cui fa "leva" la regolazione consiste nello sfruttare, in vista della realizzazione di obiettivi di interesse pubblico, la spontanea propensione degli operatori economici all'efficienza allocativa e produttiva; il comportamento economico viene, a tal fine, orientato mercé la simulazione della pressione concorrenziale. Tale tipo di azione pubblica, dunque, incide "sulla" economia, senza comprimerne i meccanismi spontanei, bensì definendo un quadro di regole e valori che devono essere tutelati. La regolazione economica del mercato finanziario si snoda attraverso un processo continuo di elaborazione e aggiustamento delle regole di governo del settore e nella connessa attività di vigilanza sull'applicazione delle stesse. Il processo è adattivo e dinamico, al fine di tenere conto delle peculiarità di ciascun mercato, del grado di maturità del mercato, del progresso tecnologico, nonché articolato su plurimi livelli istituzionali (nazionali, internazionali e transnazionali). La formalizzazione giuridica dello scambio costituisce l'ambiente normativo più idoneo all'implementazione della pressione concorrenziale, mercé la correzione dello squilibrio informativo e cognitivo fonte di abuso ai danni degli investitori. Il fondamento della "trasparenza" – che tutela la parte vittima dell'asimmetria di potere contrattuale con l'imposizione di obblighi di comportamento (soprattutto di informazione chiara ed accessibile) alla controparte, e con l'eterointegrazione del contenuto del regolamento – è duplice: da un lato, essa si ispira ad una rinnovata lettura della garanzia costituzionale della libertà contrattuale, la cui piena esplicazione si ritiene presupponga un contesto di piena "bilateralità"; dall'altro, in termini analisi economica, la trasparenza innesca un controllo decentrato sulle condotte degli operatori economici meno efficienti. Su queste basi, è evidente come la rettificazione del prezzo non ha affatto una funzione afflittiva, trattandosi invece di una misura "compensativa" dell'autonomia privata: sul presupposto che una condotta manipolativa abbia alterato il prezzo del titolo su un mercato finanziario, oppure abbia modificato la percezione del suo valore da parte degli agenti sul mercato – l'ordinamento intende tutelare il principio generale in base al quale tutti gli investitori devono operare in condizioni di uguaglianza sotto il profilo della conoscenza del meccanismo di fissazione del prezzo e della conoscenza delle origini delle informazioni pubbliche, a tal fine sterilizzando le conseguenze negative dell'altrui condotta abusiva. È vero che la finalità della norma, di cura dell'interesse pubblico, non è decisiva per escludere la qualificazione penalistica secondo la CEDU, ma ciò vale soltanto quando sia comunque ravvisabile una concorrente finalità punitiva, nella specie qui non ravvisabile, come dimostra anche la circostanza che il venditore – che pure si vorrebbe partecipe della "collusione" – non è in alcun modo attinto dalla misura amministrativa in esame».

⁷⁹ In tal senso si veda, Cons. Stato, sez. VI, 6330/2018, cit., par. 7.5 e 7.6, che annulla il provvedimento Consob di rettifica in aumento del prezzo d'un'opa obbligatoria per difetto d'istruttoria. Infatti, il giudice osserva che la P.A. è venuta meno al proprio dovere di accertare la sussistenza delle condizioni d'esercizio del potere, nel caso costituito dall'esistenza «(...) di un accordo, o comunque di un'intesa in senso lato, volta a perseguire l'obiettivo di eludere le norme che presidiano la formazione del prezzo dell'opa». La Commissione, continua il giudice, dispone «la modifica in aumento del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria di acquisto su azioni ordinarie emesse da Camfin s.p.a. in ragione di una presunta collusione». Situazione però di cui la P.A. non fornisce «alcuna prova - neppure

Al contrario, le violazioni delle garanzie procedurali non pare abbiano alcun peso per il giudice ordinario, cui spetta la giurisdizione sulle impugnazioni dei provvedimenti sanzionatori di Consob (art. 195 Tuf). Giudice, si sottolinea, che dichiara di non condividere l'impostazione seguita da quello amministrativo nei casi in cui gli è devoluta la giurisdizione sui provvedimenti punitivi di altre autorità indipendenti (art. 133, comma 1, lett. l), cod. proc. amm.)⁸⁰.

La Corte regolatrice – diversamente dal giudice amministrativo – costantemente esclude, con l'eccezione dell'omissione della trasmissione dell'atto d'avvio o la sua inidoneità informativa⁸¹, che qualunque violazione dei diritti procedurali conduca all'annullamento dell'atto affittivo⁸².

Il giudice ordinario⁸³ nega che possa sortire un effetto caducante anche il

indiretta, in ragione ad esempio della stranezza intrinseca delle condotte accertate e della mancanza di spiegazioni alternative - della partecipazione all'accordo fraudolento in elusione della regola sul prezzo OPA di Allianz e Fonsai, ovvero delle società che, con la vendita delle proprie azioni Pirelli a MCI, avrebbero concorso a realizzare la presunta collusione tra MCI e Lauro Sessantuno s.p.a.».

80 Emblematiche di tale contrapposizione è quanto si legge nella motivazione di Cass., 3 maggio 2019, n. 11722, in *De Jure*, «(...) il Collegio non ritiene condivisibile l'assunto propugnato dal ricorrente sulla scorta della sentenza del Consiglio di Stato n. 1596/15 - dell'illegittimità, per violazione dei principi fissati dall'art. 195 T.U.F. e L. n. 262 del 2005, art. 24, del procedimento sanzionatorio adottato dalla CONSOB prima delle modifiche recate dalla Delib. 29 maggio 2015, n. 29.158.

Le argomentazioni sviluppate nel menzionato precedente del Consiglio di Stato – peraltro qualificabili come un *obiter dictum*, non essendosi tradotte in alcuna statuizione di annullamento (il *decisum* della sentenza del Consiglio di Stato n. 1596/15 si risolve in una declaratoria di inammissibilità del ricorso delle parti private per carenza di interesse) – non appaiono a questa Corte persuasive. Nella suddetta sentenza n. 1596/15, infatti, alla nozione di garanzia del contraddittorio viene attribuita, nell'ambito del procedimento sanzionatorio *de quo*, una portata più stringente rispetto a quella evincibile dalle regole generali del diritto amministrativo, con un conseguente significativo aumento delle garanzie di partecipazione procedimentale, che vengono assunte come doverose in quanto funzionali all'esercizio del diritto di difesa della parte privata. Tale esito ermeneutico non trova, tuttavia, convincente riscontro nel testo dell'art. 195 T.U.F. e L. n. 262 del 2005, art. 24, nè pare potersi validamente fondare sulla interpretazione sistematica delle disposizioni ivi contenute».

81 Cass., 11 febbraio 2022, n. 4521, in *De Jure*.

82 Tra le tante, da ultimo, Cass., 23 aprile 2024, n. 10922, in *De Jure*.

83 Per un esame delle problematiche relative alla tutela del soggetto passivo delle sanzioni Consob e delle limitazioni delle tutele amministrative e processuali, si vedano: E. BINDI, *L'ampliamento del contraddittorio nel procedimento sanzionatorio Consob: alcuni spunti per rafforzare un percorso già iniziato*, *Riv. soc.*, 2023, p. 128 ss.; E. BINDI, P. LUCCARELLI, A. PISANESCHI, *Le sanzioni della Banca d'Italia e della Consob*, in *Giur. comm.*, 2021, I, p. 553 ss.; LUCCARELLI, *Profili critici dei procedimenti sanzionatorio Consob e Banca d'Italia: analisi e riflessioni sul difficile ruolo del difensore tra prassi consolidate e il favor della giurisprudenziale nei confronti delle autorità di vigilanza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, suppl. n. 3, p. 47 ss.; VIGANÒ, *Garanzie penalistiche e sanzioni amministrative*, in *Riv. dir. proc. pen.*, 2020, p. 1775 ss. Sul tema, segnalo anche il mio, *Problematiche relative al procedimento sanzionatorio di Consob... a dieci anni dalla sentenza Grande Stevens*, di prossima pubblicazione, in *Diritto della banca e del merc. fin.*, ove sviluppo, con specifico riferimento alle regole della Commissione ed alla relativa giurisprudenza, alcune riflessioni critiche già proposte in, G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, Napoli, Edizioni

riscontro di evidenti violazioni di regole poste a garanzia del soggetto passivo e ciò, si noti, benché talvolta indichi nel procedimento punitivo il luogo in cui l'amministrazione attualizza il precetto che assume violato⁸⁴.

Se non ci si inganna le due affermazioni danno luogo ad un cortocircuito logico evidente. Quel procedimento – luogo in cui l'amministrazione definisce il contenuto del comando della legge che si assume violato – non può essere annullato in caso di trasgressione d'una regola d'azione da parte della P.A., benché quella possa incidere sulla valutazione del comportamento del candidato responsabile. Dunque, la Commissione può – anche *a posteriori* – chiarire in sede di procedimento punitivo la consistenza della condotta attesa senza poter essere censurata per le eventuali mancanze riscontrabili nella sua attività di «concretizzazione».

L'affermazione secondo cui il giudizio d'opposizione alla sanzione verte sul rapporto e non sull'atto⁸⁵ preclude l'utilità di qualunque garanzia procedimentale, perché il giudice reputa, diversamente anche dalla giurisprudenza europea⁸⁶ di potersene disinteressare⁸⁷.

Scientifiche italiane, 2020, *passim*.

84 Infatti, la Corte regolatrice, nel respingere l'impugnazione di una sanzione Consob, ha affermato che, a fronte di un precetto indeterminato, legittimamente l'autorità può definirne la portata anche con il proprio provvedimento punitivo. Cfr. Cass., 7 agosto 2012, n. 14210, in *De Jure*.

85 Tra le prime pronunzie, oggetto di sistematico richiamo da parte della giurisprudenza successiva sulle sanzioni Consob, si ricorda, Cass., sez. un., 28 gennaio 2010, n. 1786, in *De Jure*, relativa ad un'impugnazione di una sanzione per violazione del codice della strada. Per le sezioni unite, sono irrilevanti le garanzie procedimentali, compresa l'omessa audizione del sanzionando che ne faccia richiesta, così come l'obbligo di motivazione perché il punito può, poi, instaurare un giudizio sul rapporto. Tra le più recenti si segnalano Cass., 31 maggio 2024, n. 15293 e Cass., 28 aprile, 2022, n.13346 entrambe, in *De Jure*.

86 Per un recente caso di annullamento della decisione di una agenzia europea per un vizio procedurale, si veda Cort. giust. UE, 14 marzo 2024, C-291/22 P, in *De Jure*. Il giudice dell'Unione evidenzia l'importanza delle garanzie procedimentali, ammettendo che la loro violazione possa condurre all'annullamento dell'atto viziato senza la necessità che il ricorrente debba dimostrare come - anche solo potenzialmente - la inosservanza abbia inciso a suo sfavore (par. 72-80). La rilevanza delle garanzie procedimentali e la loro incomprimibilità è anche costantemente ribadita dalla giurisprudenza di Strasburgo. Per un'applicazione recente -anche se relativa ad un procedimento di ammonimento per *Stalking*- si veda, Cort. EDU, 22 giugno 2023, n. 10794/12, Germano c. Italia (par. 124 ss.), in *www.echr.eu*.

87 Probabilmente questa differenziazione della considerazione delle garanzie procedimentali, causata da un atteggiamento di incomprensibile chiusura del giudice ordinario, potrebbe presto cessare. Infatti, il 4 marzo 2024 anche la Camera, ha approvato il disegno di legge di iniziativa governativa (A.S. 1351), recante «Modifiche alla legge 5 marzo 2024, n. 21, per l'aggiornamento della delega ivi prevista e per il conferimento della delega al Governo per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio e di tutte le procedure sanzionatorie recati dal testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998, nonché ulteriori disposizioni in materia finanziaria». Il suo art. 1, comma 1, lettera b), introduce il nuovo articolo 19-*bis* alla

legge n. 21 del 2024, che prevede una ulteriore delega al Governo per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio e di tutte le procedure sanzionatorie previste dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, da esercitare entro ventiquattro mesi dall'entrata in vigore della medesima legge n. 21 del 2024. Disposizione che include tra i compiti affidati al legislatore delegato anche quello (lett. d) della revisione dell'attuale riparto di giurisdizione e del rito applicabile in materia di ricorsi avverso le sanzioni di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e la devoluzione delle opposizioni alle sanzioni amministrative pecuniarie di Consob al giudice amministrativo.