**OSSERVAZIONI di Simona Sardelli, con la supervisione del Prof. Gustavo Visentini, a “*Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob*” del 5 agosto 2013**

Spettabile Commissione,

la Fondazione Bruno Visentini è lieta di poter partecipare, con la presente osservazione, al procedimento di consultazione relativa al “Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob” proposto dalla Commissione con delibera del 5 agosto 2013.

Si intendono, dunque, sottoporre all’attenzione di codesta Spettabile Commissione le riflessioni maturate, rimanendo a piena disposizione per contribuire con ulteriori chiarimenti o approfondimenti, qualora se ne ravvisi l’opportunità o la necessità.

Dott.ssa Simona Sardelli Prof. Gustavo Visentini

Roma, settembre 2013

1. **Premessa**

L’ordinamento amministrativo, nel cui alveo la Consob si inscrive, è governato, tra l’altro, dal principio costituzionale di buon andamento dell’azione amministrativa, sancito dall’art. 97 Cost.

In materia di procedimento amministrativo detto principio costituzionale si declina nei principi previsti dall’articolo 1 della legge n. 241 del 1990, ossia economicità, efficacia, efficienza, imparzialità, pubblicità, trasparenza, secondo le modalità previste dalla medesima legge e dalle altre disposizioni che disciplinano singoli procedimenti, nonché dai principi dell’ordinamento comunitario.

Tali principi di carattere generale vengono ulteriormente integrati, con espresso riferimento al procedimento sanzionatorio di pertinenza della Consob, con quanto prescrive l’art. 195, comma 2 del TUF, il quale ha introdotto i princìpi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie.

Tale premessa appare doverosa al fine di inquadrare le coordinate normative che regolano il procedimento sanzionatorio di competenza della Consob e valutare pertanto la proposta formulata dalla Commissione il 5 agosto 2013 (*“Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob”*), focalizzando l’attenzione sui verosimili inconvenienti che la modifica regolamentare può comportare. Nello specifico, si intende riflettere sulle conseguenze derivanti dalla proposta riduzione dei termini di durata massima del procedimento sanzionatorio a 180 giorni (o 360 giorni, se il soggetto passivo della contestazione risiede o ha sede all’estero), anziché 360 (o 540 se il soggetto passivo della contestazione risiede o ha sede all’estero) .

1. **Considerazioni in tema di *enforcement* svolte da organismi sovranazionali**
   1. **G-20**

La crisi finanziaria globale in corso si ripercuote sulla stabilità dei mercati finanziari. Il nuovo scenario economico impone, quindi, di riconsiderare l’efficacia degli attuali sistemi di regolamentazione ed *enforcement* degli stessi, soprattutto in termini di adeguatezza della vigilanza e conseguentemente dell’attività sanzionatoria. Le commissioni di lavoro tenutesi durante il G-20[[1]](#footnote-1) hanno evidenziato che la più efficace risposta alla crisi finanziaria originata nel 2008 consiste nel dare piena attuazione alle disposizioni relative alla regolazione dei mercati finanziari, al fine di raggiungere un livello ottimale di stabilità finanziaria. Infatti - come si evince dagli atti del G-20 - per quanto il complesso delle norme che regolano le attività dei mercati finanziari possa essere completo ed esaustivo, ove i meccanismi di *enforcement* siano inefficaci e/o vengano percepiti come tali dal mercato, la tenuta dell’ordinamento finanziario risulterà compromesso a causa della sostanziale disapplicazione dei precetti normativi.

Al fine di incentivare le imprese a svolgere le proprie attività nel pieno rispetto delle disposizioni normative e per far sì che gli investitori riacquistino fiducia nel mercato risulta, quindi, fondamentale - oltre ad una disciplina di regolazione ordinata e coerente - che un’attenta attività di monitoraggio, oltre che un’applicazione immediata delle necessarie ed adeguate sanzioni, diventi la priorità di tutti gli Stati. Infatti, un quadro normativo complesso ed articolato, al quale non corrisponde l’irrogazione di sanzioni tempestive ed proporzionate, risulta incompleto e rischia di pregiudicare gli obiettivi primari della tutela degli investitori, del corretto andamento delle negoziazioni e, nel complesso, della stabilità dei mercati finanziari.[[2]](#footnote-2)

Naturalmente, la fase di supervisione e il procedimento di *enforcement* sono da considerarsi due diversi strumenti atti a raggiungere il medesimo obiettivo, ossia la corretta e regolare applicazione delle disposizioni di legge.

**2.2 IOSCO e FMI**

Anche l’Organizzazione Internazionale delle Autorità di Controllo dei mercati finanziari (IOSCO)[[3]](#footnote-3) ha evidenziato la necessità di una corretta attività di *enforcement* da parte delle autorità pubbliche ai fini della valutazione dell’efficienza del sistema complessivo di regolazione.

Innanzitutto,l’Organizzazione ha sancito l’interdipendenza tra la regolamentazione, il monitoraggio e l’*enforcement*. Ed invero, la mera attività di *enforcement* non può da sola garantire il raggiungimento di un ottimale grado di effettività delle norme dell’ordinamento finanziario, dal momento che, si tratta di un’attività svolta *ex post* la quale, per sua stessa natura, non può mai reintegrare completamente lo *status quo ante* la condotta illecita; allo stesso tempo, però, le disposizioni normative rimarrebbero inattuate e l’attività di monitoraggio risulterebbe vana in assenza di un valido deterrente, quale è - per quel che qui interessa - l’applicazione certa e tempestiva di sanzioni adeguate e proporzionate.

La IOSCO ha stigmatizzato la presenza di un diffuso inefficiente svolgimento della funzione di *enforcement* nelle diverse discipline nazionali il quale comporta un conseguente indebolimento anche dell’attività di *regulation*, la quale non viene percepita come cogente dagli attori dei mercati finanziari.

Tra i vari parametri presi in considerazione per valutare l’efficacia dell’attività di *enforcement* lo IOSCO comprende: la quantità di risorse umane (non già le risorse umane complessivamente impiegate dall’autorità di vigilanza quanto le sole risorse direttamente impiegate in attività di vigilanza) ed economiche impiegate (anche qui non tanto il budget genericamente a disposizione dell’autorità di vigilanza, quanto la quota di bilancio destinata alla sola attività di vigilanza); la natura delle azioni intraprese (penali o amministrative); il tipo di sanzione inflitta (pena detentiva, pena pecuniaria e sanzioni interdittive); il numero di pene e sanzioni irrogate (sentenze di condanna penali ed ammontare delle pene pecuniarie).

Le valutazioni IOSCO prendono anche in considerazione ulteriori elementi per valutare l’efficienza di un determinato sistema di *enforcement*: si tratta del lasso di tempo impiegato per procedere dalla fase delle indagini a quella della comminazione della pena o della sanzione e del confronto tra il numero delle procedure sanzionatorie aperte e quelle conclusesi con una pronuncia di condanna.

I risultati prodotti hanno dimostrato che i paesi che presentano un corpo normativo particolarmente articolato, spesso - concentrandosi maggiormente su continui emendamenti alle disposizioni normative - peccano di efficacia nell’attività di *enforcement*. Per converso, quelle legislazioni che prevedono meccanismi regolatori più snelli, ma pene maggiormente severe e, soprattutto investono cospicuamente in un apparato di monitoraggio dei fenomeni anomali del mercato, sono quelli che garantiscono anche un livello superiore di certezza del diritto.

L’approccio sostanziale e manageriale adottato dalla IOSCO per valutare l’efficienza dell’attività di vigilanza svolta dalle autorità nazionali rende necessario coniugare ogni decisione di natura regolatoria con considerazioni riguardanti non solo il piano *stricto sensu* regolamentare ma anche quello attinente l’organizzazione interna dell’organo pubblico di vigilanza, quanto meno in termini di risorse umane e di *budget* destinati dall’autorità di controllo allo svolgimento dell’attività di *enforcement*. Alla luce di questa considerazione appare doveroso misurare il grado di *compliance* della proposta Consob in esame rispetto alle indicazioni formulate dalla IOSCO in materia di vigilanza. Al riguardo, appare fondato il timore che detta proposta possa compromettere l’efficienza della funzione di vigilanza ove non trovi adeguata compensazione in un sensibile incremento delle risorse umane e finanziarie destinate allo svolgimento concreto delle funzioni di *enforcement*. Ed infatti è verosimile ritenere che un dimezzamento dei termini di durata del procedimento sanzionatorio comporterà anche, in violazione dei descritti principi IOSCO, una riduzione delle sanzioni irrogate ove non compensato da un incremento dei mezzi e risorse umane e finanziarie impiegati (è noto infatti che le attività ispettive ed istruttorie hanno un costo e quindi maggiori risorse vengono impiegate nella vigilanza strettamente intesa e maggiore sarà il grado di compliance ottenuto rispetto alle norme dell’ordinamento finanziario. Ci si aspetta infatti che un aumento delle risorse umane e finanziarie impiegate nelle funzioni di vigilanza verosimilmente comporti un aumento delle sanzioni irrogate).

Appaiono in linea con le conclusioni raggiunte dalla IOSCO anche le considerazioni svolte dal Fondo Monetario Internazionale[[4]](#footnote-4) il quale ha messo in rilievo come l’attività di *enforcement* di natura pubblicistica può essere ritenuta efficiente quando si fondi su un ottimale impiego di risorse umane e finanziarie oltre che su adeguate procedure sanzionatorie[[5]](#footnote-5). Peraltro una scarsa efficienza del complessivo grado di *compliance,* da parte dei soggetti vigilati, della normativa di carattere finanziario inficia anche il livello di fiducia di cui gode l’intero sistema finanziario presso gli *stakeholders* che a diverso titolo intervengono nel mondo dei mercati finanziari[[6]](#footnote-6).

1. **Efficacia dell’attività di *enforcement* nel sistema di regolazione dei mercati finanziari in Italia**

La modifica di regolazione al vaglio della consultazione pubblica indetta dalla Consob intende garantire una maggiore tempestività all’esercizio della funzione sanzionatoria da parte dell’Autorità, permettendo così di ridurre l’incertezza concernente l’esito dei relativi procedimenti.

Questo obiettivo - pregevole e certamente condivisibile - va però conciliato, a parere della scrivente, con la necessità di permettere alla Consob di usufruire al meglio dei poteri ispettivi e di indagine che le sono stati attribuiti, al fine di evitare di procedere all’emissione di una sanzione al termine di un’indagine approssimativa e frettolosa.

A tal proposito, è opportuno evidenziare che, in numerose circostanze, avverso l’emissione di provvedimenti sanzionatori è stato esperito ricorso dai soggetti destinatari della sanzione, adducendo violazione dei termini del procedimento da parte della Commissione. Detti ricorsi hanno comportato, in diverse occasioni, l’annullamento della sanzione emanata proprio per violazione dei termini del procedimento sanzionatorio. In tali casi l’impugnazione è risultata vittoriosa non nel merito – quindi, per assenza dell’illecito contestato - ma per un vero e proprio vizio di forma. A meno che non si voglia ricondurre la causa di detto sforamento dei termini a negligenza da parte dei funzionari dell’Autorità, ipotesi che respingiamo fortemente, appare verosimile inferire che ogni qual volta il procedimento sanzionatorio non si concluda entro il termine di durata massima oppure la contestazione degli addebiti avvenga decorsi i termini di legge ciò sia imputabile alla necessità per l’autorità di vigilanza di disporre di termini adeguati per contemperare le opposte di esigenze di non protrarre oltremodo la durata dell’istruttoria senza al tempo stesso menomare il necessario grado di approfondimento che indagini complesse richiedono.

Pertanto, in linea con le osservazioni formulate dai menzionati organismi sovranazionali, riteniamo che un’efficace attività di vigilanza richiede l’impegno di un numero sufficiente di risorse allo svolgimento dell’attività di *enforcement*, dotati di particolari capacità e qualifiche nonché l’impiego di significative quantità di budget. Alla luce delle mentovate considerazioni si corre il rischio, in caso di dimezzamento dei termini di durata del procedimento sanzionatorio di vanificare, per un mero scrupolo procedimentale, l’uso di risorse pubbliche destinate alla repressione delle fattispecie illecite ed alla *compliance* della normativa dettata dal TUF e dai Regolamenti Consob. Da ciò potrebbe ineluttabilmente discenderne anche un notevole danno all’immagine e alla credibilità dell’Ente stesso, sminuendo la funzione di deterrenza che il potere sanzionatorio dovrebbe produrre in capo ai soggetti vigilati.

Alle suddette riflessioni va aggiunta un’ulteriore considerazione relativa al cosiddetto “doppio binario”, ossia alla polarità tra illecito amministrativo e penale con riferimento alla medesima fattispecie fattuale. Infatti, sussiste già un’asimmetria tra termini di durata del procedimento amministrativo e termini di durata del procedimento penale. La proposta della Consob di ridurre ulteriormente i termini di durata del primo non farebbe altro che divaricare oltremodo la già larga forchetta esistente tra i due. Ovvie esigenze di coordinamento tra i due procedimenti, ove possibile, suggeriscono invece di mantenere inalterate le proporzioni tra i due ed eventualmente valutare se ritoccare o meno i termini di durata del procedimento amministrativo soltanto nel corso di una complessiva e più organica risistemazione di natura legislativa che valuti in un unico contesto i termini del procedimento amministrativo e di quello penale. Al momento, infatti, non sono infrequenti i casi di divergenza di giudicati relativi ad una medesima fattispecie, in quanto, pur nella diversità dei presupposti alla base dei due binari, l’*enforcement* amministrativo avviene allo stato sempre al buio, all’oscuro degli esiti del procedimento penale. Peraltro, i tempi più lunghi di durata del procedimento penale frustrerebbe comunque l’esigenza di assicurare una certezza giuridica agli operatori del mercato, anche ove dovessero dimezzarsi i termini di durata del procedimento sanzionatorio di natura amministrativa.

Potrebbe risultare utile soffermarsi su un’ultima riflessione relativa all’integrazione del procedimento sanzionatorio Consob, tramite uno strumento, in parte mutuato dal procedimento di contestazione ed emissione delle relative sanzioni previsto nelle “Disposizioni di vigilanza in materia di sanzioni e procedura sanzionatoria amministrativa” del 18 dicembre 2012 – in vigore dal 1 febbraio 2013 - della Banca centrale della Repubblica Italiana[[7]](#footnote-7), finalizzato a svolgere una funzione deflattiva del carico sanzionatorio.

Infatti, una volta effettuata la contestazione, e prima di procedere all’effettiva emissione del provvedimento sanzionatorio, potrebbe risultare utile concedere al soggetto passivo della contestazione, un breve lasso di tempo nel quale poter assumere un ruolo attivo e, quindi, intervenire al fine di evitare l’imminente emissione della sanzione.

Nello specifico, qualora da parte dell’Autorità si appuri che ci sia stata una tempestiva e completa rimozione degli effetti della violazione e che tali interventi abbiano portato all’eliminazione del pregiudizio e del danno arrecato, alla luce anche delle specifiche circostanze e, soprattutto, delle argomentazioni difensive presentate, si potrebbe giungere direttamente ad un provvedimento di archiviazione del procedimento.

Tramite tale strumento, verrebbe assicurata la possibilità di collaborazione attiva da parte dei soggetti bersaglio della procedura sanzionatoria, dando loro l’opportunità di dimostrare lealtà e correttezza all’Autorità, sicuramente funzionale all’attività di vigilanza. Inoltre, in tal modo, si ridurrebbero non solo i tempi necessari per ripristinare il corretto funzionamento delle attività di mercato, ma, sopratutto per garantire la relativa certezza giuridica.

Allo stesso tempo, nel medio periodo, si contribuirebbe ad una diminuzione delle procedure sanzionatorie da portare a termine, con conseguente riduzione del carico di lavoro gravanti sulle Divisioni che si occupano di vigilanza.

1. **Conclusioni**

Le ultime relazioni annuali finali della Consob mettono in evidenza, a fronte dell’obbligata riduzione e razionalizzazione della spesa nei diversi dipartimenti, compresi quelli investiti dello svolgimento di attività di vigilanza, una contenuta crescita dell’ammontare delle sanzioni applicate ed effettivamente riscosse a causa di violazioni di disposizioni legislative.

Al fine di contemperare le diverse esigenze di efficienza dell’attività di indagine, consistenti nella necessità di irrogare le sanzioni amministrative nel completo rispetto dei termini del procedimento amministrativo, di garanzia del diritto di difesa del soggetto passivo del provvedimento e della tutela della certezza giuridica, la scrivente ritiene che - stante l’attuale apparato normativo ed i parametri individuati su base sovranazionale come indicatori di un’efficiente attività di *enforcement* ad oggi effettuata – una riduzione dei termini di durata del procedimento amministrativo sanzionatorio comprometterebbe l’efficienza ed efficacia dell’attività di vigilanza svolta dall’autorità italiana deputata a svolgere le mansioni di *enforcement* in materia finanziaria.

Occorrerebbe, al contrario, in un’ottica di strategia di vigilanza ad ampio raggio, lasciare invariati i detti termini di durata del procedimento o in alternativa aumentare sensibilmente le risorse umane e materiali destinate allo svolgimento delle funzioni di vigilanza[[8]](#footnote-8)  *-* in modo da permettere ai funzionari di svolgere le proprie attività di indagine con maggiore accuratezza e di far sì che le contestazioni degli addebiti non rischino di essere annullate per violazioni dei termini procedimentali, così peraltro vanificando risorse che vengono sottratte alla repressione di altre fattispecie di illecito.

Un’attività di *enforcement* efficiente, e per tale si intende quella che individui una ragionevole soglia repressiva a tutela della cogenza delle norme dell’ordinamento finanziario, lungi dal produrre una fuga di risorse dal mercato dei capitali, comporta, come ha evidenziato la più lucida dottrina nordamericana[[9]](#footnote-9), una selezione in positivo dei soggetti che accedono al mercato mobiliare italiano, comportando una diminuzione del costo del capitale, come tipicamente avviene negli ordinamenti muniti di un sistema di *enforcement* valido e vitale.

Si ritiene, in conclusione, che un’attività istruttoria che ambisca ad accertare efficacemente i casi di rottura dell’ordinamento e conseguentemente ad applicare sanzioni proporzionate, adeguate e, soprattutto, di certa ed incontrovertibile esecuzione, appare incompatibile con un’eccessiva compressione dei termini di durata del procedimento amministrativo volto all’irrogazione delle sanzioni. Richiamando infatti il principio costituzionale di buon andamento dell’azione amministrativa, menzionato in premessa, si ritiene che questo debba intendersi assolto ogni qual volta, nello svolgimento della propria attività di vigilanza, la Consob garantisca il massimo grado di cogenza ed effettività delle norme dell’ordinamento finanziario, degradando ad interesse occasionalmente tutelato dall’autorità di vigilanza l’interesse dei soggetti destinatari della vigilanza pubblica a non vedersi coinvolti per un tempo irragionevolmente lungo in un procedimento sanzionatorio. Riteniamo che il primo interesse assuma prevalenza rispetto al secondo, anche alla luce degli orientamenti in materia di *enforcement* assunti dagli organismi sovranazionali sopra descritti. Un’eventuale riduzione dei termini di durata del procedimento amministrativo sanzionatorio, pertanto, potrebbe trovare una sua giustificazione purché venga realizzata nell’ambito di una generale riforma di carattere legislativo che disciplini organicamente il binario penale, oltre a quello amministrativo, e l’attività di *enforcement* nazionale della normativa finanziaria nel suo complesso, piuttosto che in una sola parte.

Dott.ssa Simona Sardelli

Ricercatrice presso la Fondazione Bruno Visentini

simonasardelli@alice.it

334-2543148

1. 5 – 6 settembre 2010, San Pietroburgo. Documenti disponibili sul sito <http://www.g20.org/> , nella sezione <http://www.g20.org/>. [↑](#footnote-ref-1)
2. G-20 Working Group 1 Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency Final Report, March 25, p. 45, [www.g20.org/Documents/g20\_wg1\_010409.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_wg1_010409.pdf); cfr. Anche Edward F. Greene “*Dodd-Frank and the future of financial regulation*” in Harvard Business Law Review On-line,, http://www.astrid-online.it/Regolazion/Studi--ric/Archivio-24/Green\_HBLR\_10\_2010.pdf. [↑](#footnote-ref-2)
3. Cfr. *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, May 2003, http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf [↑](#footnote-ref-3)
4. IMF Working Paper, “*Strenghts and weaknesses in securities market regulation: a global analysis*” di Ana Carvajal e Jennifer Elliot, WP/07/259, laddove si afferma, tra l’altro: “*Even when regulators have sufficient powers at their disposal, the conduct of enforcement in practice remains a challenge. These weaknesses are echoed in the specific topic areas—where resources and authority are limited, supervision is often weak*”. [↑](#footnote-ref-4)
5. Cfr. Cit. IMF Working Paper, pag. 19: “*However, the main problem in enforcement relates to the actual capacity of the regulator to implement adequate supervisory programs, as well as to appropriately use its disciplinary powers. Roughly 50 percent of the countries ranked either partly and not implemented in an assessment of the use of their enforcement powers. Assessors highlighted that in many countries on-site inspections are not a regular part of the supervisory program of the regulator, and the problem is particularly acute concerning exchanges. Finally, in some*

   *countries the supervisory programs were deemed adequate, but disciplinary powers were used very scarcely, which hinder the credibility of the regulator. A lack of skilled personnel to conduct both supervisory and enforcement actions was perceived by most assessors to be a consistent problem in many jurisdictions”.* [↑](#footnote-ref-5)
6. Cfr. Cit. IMF Working Paper, pag. 29: “*Enforcement of compliance with rules and regulations emerged as the overriding weakness in regulatory systems. Regulators rely on a continuum of operations to effect regulation: beginning with routine inspections and reporting and culminating in special investigations and enforcement actions. We observed a chronic lack of skill and knowledge*

   *in the practice of inspections and the use of reporting tools. Further, there was a lack of resources, skill and legal authority required to effectively undertake investigations and bring enforcement actions. While the regulator may be able to react to market needs with new laws and new regulatory guidance, it appears it is much more difficult to ensure these laws are complied with and the lack of ability to do so undermines the whole regulatory process. This is of particular concern since the success of securities markets depends, to a great degree, on market confidence, which in turn can be adversely affected by a lack of credible regulation”.* [↑](#footnote-ref-6)
7. Disponibile sul sito di Banca d’Italia alla sezione “Disposizioni di Vigilanza” (<http://www.bancaditalia.it/vigilanza/normativa/norm_bi/disposizioni-vig>). [↑](#footnote-ref-7)
8. Orientamento in linea con quanto osservato da Howell E. Jackson, “*Variation in the intensity of financial regulation: preliminary evidence and potential implications*”, Yale Journal on Regulation, Volume 24, No. 2Summer 2007. [↑](#footnote-ref-8)
9. Cfr. John C. Coffee Jr., “*Law and the Market: the impact of the enforcement*”, University of Pennsylvania Law Review, December 2007, no. 2, vol. 156. See also R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer,R. Vishny “*What works in securities law?*”, 61 J. Fin., 1, 27, 2006. [↑](#footnote-ref-9)