



Luca Enriques (*)

Il ruolo delle Autorità di vigilanza sui mercati mobiliari nelle controversie economiche

Intervento al convegno
“Il contenzioso in Italia e in Europa”
Roma, 26 settembre 2008

Consiglio Nazionale Forense, Scuola superiore dell'Avvocatura,
Università La Sapienza

1. Diritto dei mercati mobiliari ed enforcement

Il diritto dei mercati finanziari disciplina essenzialmente quattro relazioni di tipo contrattuale: azionisti di minoranza/azionisti di maggioranza; azionisti/manager; azionisti/creditori; intermediari/clienti.

Le fonti di queste relazioni sono i contratti e la legge. In un mondo ideale (il Nirvana di cui parlano gli economisti) contratto e legge dovrebbero essere sufficienti ad assicurare un equilibrio ottimo ed efficiente degli interessi di ciascuna delle parti coinvolte nonché a eliminare le possibili esternalità negative di queste relazioni. Purtroppo, non esistono contratti né leggi perfette, perché imperfetti sono coloro che li producono e sono chiamati a osservarli o a farli osservare. La ragione principale di queste imperfezioni (assieme all'opportunità, ovviamente) è che è impossibile scrivere contratti o leggi completi, ossia in grado di indicare chiaramente, in ogni possibile stato futuro del mondo, quale sarà il comportamento richiesto alle parti del contratto. Ma vi è anche un problema, *ex post*, di verificabilità dei comportamenti tenuti dalle parti. Spesso un comportamento neppure è osservabile dalla controparte, cosicché diventa molto difficile fornirne la prova. Ma anche ove sia osservabile dalla controparte, accade che esso possa non

(*) *Commissario Consob. Le opinioni espresse sono strettamente personali e non vincolano in alcun modo la Consob. L'autore ringrazia Matteo Gargantini per la preziosa collaborazione nella stesura di queste note.*

essere “verificabile”, ossia accertabile in un secondo momento da un terzo, come ad esempio un giudice.

A ciò si aggiunga che l’elemento essenziale per il funzionamento dei mercati finanziari, come dimostrano gli eventi di questi mesi, è la fiducia reciproca di coloro che vi partecipano: se questa viene meno, gli effetti possono essere catastrofici. La fiducia è un bene pubblico e poggia su fondamenta assai delicate. In particolare, le fondamenta hanno la particolarità di una forte interconnessione. Detto altrimenti, se crolla una casa in una città per un difetto di costruzione, è una tragedia, l’appaltatore sarà chiamato a risponderne, ma perlomeno non ne risentono né la città nel suo complesso né, di norma, gli edifici adiacenti. Nei mercati finanziari, il crollo di una singola “casa” può determinare a catena il crollo dell’intera città.

Tutto ciò per dire qualcosa di in realtà molto semplice: i mercati finanziari non possono essere lasciati a se stessi e alle norme di diritto comune. Per assicurare che i contratti dei mercati finanziari siano osservati, occorre un intervento pubblico di specificazione delle norme e di supporto alle istituzioni “comuni” nel loro *enforcement*, al fine di dissuadere comportamenti opportunistici in grado di incidere sulla funzionalità dell’intero sistema. Perciò esistono le autorità di vigilanza dei mercati finanziari¹, con la loro specializzazione sul piano sia delle competenze sia della missione.

La premessa può apparire troppo ampia per l’oggetto di questa tavola rotonda. A mio avviso, tuttavia, essa è utile per cogliere appieno il ruolo anche preventivo che le autorità di vigilanza svolgono nelle controversie economiche che riguardano il loro settore.

Infatti, è possibile inquadrare il tema dell’*enforcement* del diritto dei mercati finanziari in una chiave più ampia di quella alla quale si è soliti pensare, in modo da cogliere il fenomeno in tutti i suoi elementi². La *litigation*, l’effettiva instaurazione di liti, è solo una manifestazione, per quanto importante, di questo fenomeno: il contenzioso viene attivato più o meno frequentemente *anche* in funzione del ruolo svolto, tra gli altri, giorno per giorno, dalle autorità di vigilanza.

Con una distinzione, in qualche misura artificiale, tra *enforcement ex ante* ed *enforcement ex*

¹ V. K. PISTOR e C. XU, *Incomplete Law - A Conceptual and Analytical Framework and its Application to the Evolution of Financial Market Regulation*, in *Journal of International Law and Politics*, 2003, p. 931 ss.

² Le riflessioni che seguono s’ispirano e sviluppano le preziose intuizioni di J. ARMOUR, *Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment*, in *ECGI Law Working Paper N° 106*, aprile 2008.

post (ossia tra attività volte a prevenire violazioni di legge o inadempimenti contrattuali e attività volte a reprimerli), possiamo sintetizzare il ruolo delle autorità di vigilanza nella prevenzione e nella gestione delle controversie tra i partecipanti al mercato come segue³:

Tavola 1

Attività di *enforcement* da parte delle autorità di vigilanza

	Informale	Formale
Ex ante	Specificazione delle regole; Surveillance	Ingiunzioni
Ex post	Vigilanza ex post	Supporto a litigation; Sanzioni

Tutte queste attività, dalla specificazione delle regole, in sede sia di regolamentazione secondaria sia di orientamenti di carattere generale sia di risposta a quesiti, all'attività sanzionatoria, contribuiscono alla prevenzione ovvero alla soluzione delle controversie economiche nel campo dei mercati finanziari, ovviamente in modo diverso e più o meno diretto.

Chiarito il quadro concettuale generale, questo lavoro si concentrerà da qui in poi sul ruolo di definizione delle regole e di supporto alla *litigation* tra privati delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari.

Anticipando qui le conclusioni, l'analisi che segue suggerisce, anche attraverso la comparazione con altri ordinamenti, che nell'ordinamento italiano i soggetti coinvolti nelle attività di *enforcement* (privati, giudici, Autorità di vigilanza) hanno scarse occasioni di coordinamento e, tendenzialmente, si caratterizzano per un ridotto grado di "concorrenza"

³ Un'analogia tabella, naturalmente si può costruire per l'attività privata di *enforcement*:

	Informale	Formale
Ex ante	Contratti; Governance	Rimedi cautelari
Ex post	Sanzioni di mercato (reputazionali, effetti sui prezzi, licenziamento)	Litigation

Nella presente Tabella e nella Tavola 1 le attività di *enforcement* sono divise in "formali" e "informali" a seconda che esse riguardino o meno, anche indirettamente, atti di un procedimento, amministrativo o giurisdizionale, formalizzato di cui sia parte l'Autorità. Tale classificazione si rifà a J. ARMOUR, *op. loc. cit.*

reciproca⁴.

Il difetto di coordinamento aumenta il rischio di sovrapposizioni e lacune nelle rispettive attività e, pertanto, di un uso inefficiente delle risorse. D'altro canto, la ridotta concorrenza può portare a un livello subottimale di attività di *enforcement*. Altri ordinamenti hanno invece adottato soluzioni che consentono sia una maggiore collaborazione nell'attività di prevenzione e risoluzione delle controversie in materia di diritto dei mercati finanziari sia una maggiore concorrenza tra istituzioni dell'*enforcement*: vi si riscontra cioè una sorta di competizione cooperativa (*co-opetition*) in cui ciascun attore, seppure in assenza di una comune ed esplicita strategia di coordinamento, beneficia dell'attività svolta dagli altri soggetti⁵.

Laddove esistono meccanismi di *co-opetition* tra *enforcement* amministrativo ed *enforcement* privato, l'equilibrio tra azione pubblica e azione privata sembra raggiungere livelli di maggiore intensità⁶ e forse anche di efficienza: vi è infatti evidenza empirica del fatto che, da un lato, privati e Autorità tendono a suddividersi le azioni di *enforcement* in relazione alle relative probabilità di successo e, dall'altro, nei casi in cui vi sia collaborazione, l'esito vittorioso per gli attori nelle cause di risarcimento è più frequente⁷.

2. Effetti delle regole di diritto sostanziale sulle controversie potenziali

Qualsiasi controversia presuppone una divergenza sul significato da attribuire a una norma ovvero, anche in assenza di tale divergenza, la mancata attuazione di un precetto. Le regole di diritto sostanziale possono quindi incidere sull'insorgenza di una controversia (o sui suoi possibili esiti) sia attraverso meccanismi che consentono la definizione *ex ante* dei comportamenti da tenere nel caso concreto, sia mediante strumenti che possono incentivare l'allineamento spontaneo (ossia senza che sia necessaria una sentenza di condanna) alle norme.

2.1. Determinazione della regola applicabile

⁴ Cooperazione e concorrenza caratterizzano peraltro in modo significativo le relazioni tra autorità di vigilanza e magistratura requirente. Il tema è tuttavia estraneo a queste note e sarà soltanto lambito incidentalmente.

⁵ Cfr. J. D. COX, R.S. THOMAS e D. KIKU, *SEC Enforcement Heuristics: an Empirical Inquiry*, in *Duke Law Journal*, 2003, p. 763 ss.

⁶ Cfr. H.E. JACKSON e M.J. ROE, *Public Enforcement of Securities Law, Preliminary Evidence*, 2008, *Working Paper* disponibile su www.ssrn.com.

⁷ Cfr. J. D. COX, R.S. THOMAS e D. KIKU, *cit.*

Un esempio paradigmatico nel primo senso (definizione delle regole nel caso singolo) è rappresentato dalla vigilanza svolta, nel Regno Unito, dal *Takeover Panel*. Quest'organismo, che solo recentemente ha ricevuto la qualifica di Autorità pubblica⁸, basa il proprio stile di vigilanza sulla regola per cui i soggetti vigilati sono tenuti al rispetto non solo della lettera, ma anche dello spirito delle norme contenute nel *Takeover Code*⁹. Soprattutto, le regole in materia di opa contenute in questo codice sono redatte in modo particolarmente estensivo, così da disciplinare, per quanto possibile, qualsiasi comportamento potenzialmente rilevante per la tutela delle parti coinvolte, e in primo luogo degli azionisti di minoranza. Queste regole sono tuttavia affiancate da ampi poteri di deroga assegnati al medesimo *Takeover Panel*, il quale decide di volta in volta in base alle circostanze del caso¹⁰. Proprio l'ampiezza di questi poteri incentiva coloro che abbiano incertezza circa la sussistenza di un obbligo di lanciare un'offerta – o che, dovendola lanciare, desiderino ottenere una o più deroghe – a consultare preventivamente il *Panel* in modo che sia definito il comportamento richiesto nel caso concreto.

In presenza di analoghe esigenze di prevenzione delle liti e di rapidità nelle decisioni, anche in Italia la Consob contribuisce alla definizione della regola del caso specifico, con interventi meno tipizzati di quelli ricordati per il *Panel* a causa dell'assenza di norme esplicite che li prevedano, ma anche dotati di una maggiore incisività perché spesso resi pubblici, soprattutto qualora le indicazioni fornite abbiano rilevanza generale.

Così, alcuni aspetti della disciplina delle opa sono oggetto di interpretazioni *ex ante* rese con valutazioni caso per caso dalla Consob. Un esempio ricorrente riguarda l'attività di risposta a quesiti sulle modifiche a patti parasociali che raggruppano più del 30 per cento delle azioni con diritto di voto: la Consob valuta di volta in volta se le variazioni, oggettive o soggettive, siano qualificabili o meno come modifica sostanziale negli assetti di controllo della società quotata, nel qual caso dichiarando sussistente l'obbligo di opa¹¹.

L'ordinamento inglese e quello italiano hanno dato risposte simili all'esigenza del mercato di avere chiarimenti rapidi e precisi, da parte delle Autorità, circa le regole da applicare al caso

⁸ *UK Companies Act 2006, Sec. 942 ss.*

⁹ *Takeover Code, Rule A2.*

¹⁰ Ampi poteri di concedere esenzioni nell'interesse pubblico sono previsti anche, negli Stati Uniti, per la SEC: si veda, ad esempio, 15 U.S.C., Chapter 2A, § 77z-3.

¹¹ Si veda per tutte la Comunicazione 99024712 del 31 marzo 1999.

concreto. La differenza principale tra i due approcci sembra risiedere nella diversa efficacia degli atti di interpretazione delle Autorità, poiché il *Takeover Panel* incide in modo più diretto nella sfera giuridica dei soggetti interessati, mentre gli atti interpretativi della Consob possono al più suggerire i futuri comportamenti della Commissione, senza che vi sia un effetto diretto e vincolante su coloro che, ad esempio, abbiano formulato il quesito.

Qual è il ruolo del giudice rispetto a questa funzione di prevenzione (anziché di risoluzione) delle controversie¹²? A questa seconda domanda, i due ordinamenti hanno dato, al contrario, risposte molto diverse. Iniziamo questa volta dall'Italia. Nel nostro ordinamento, i giudici esercitano un sindacato molto penetrante sull'attività della Consob, anche qualora essa si traduca – come nel caso che ci interessa – in atti che incidono in modo solo indiretto nella sfera giuridica del soggetto interessato¹³. Questa estensione del sindacato giurisdizionale ha suscitato critiche in dottrina¹⁴, con alcune posizioni che si sono spinte addirittura a suggerire l'affidamento della funzione di verifica su questi atti ad organi interni alle stesse Autorità, purché composti da soggetti indipendenti da coloro che abbiano adottato o approvato la delibera impugnata¹⁵.

I giudici inglesi hanno invece adottato un orientamento per molti versi opposto. Sempre con riferimento al sindacato sull'attività del *Takeover Panel*, la giurisprudenza ha stabilito che, salva la possibilità di impugnare le decisioni iniziali presso altri organi istituiti all'interno del medesimo *Panel*, il proprio sindacato possa al limite prescrivere correzioni valide per il futuro, senza coinvolgere il provvedimento relativo al singolo caso¹⁶. Il sistema che ne risulta è speculare a quello italiano se si considera che il sindacato giurisdizionale ha ad oggetto delibere che incidono direttamente sulla sfera soggettiva dei soggetti coinvolti. La salvaguardia della decisione del *Panel* si basa, nei precedenti della Sezione Civile della *Court of Appeal*, su

¹² Sul punto si vedano le considerazioni di M. BELCREDI, *La sostanza e la forma: economia della giurisdizione*, in M. Cera, G. Presti e M. Rescigno (a cura di), *Autorità indipendenti. Evoluzione della specie e lotta per la sopravvivenza*, Bologna, 2002, p. 477 ss.

¹³ Si vedano, in particolare, TAR Lazio, 10 aprile 2002, n. 3070 e TAR Lazio 26 novembre 2002, n. 10709.

¹⁴ M. RESCIGNO, *Autorità indipendenti e controllo giurisdizionale: le parole e la realtà*, in M. Cera, G. Presti e M. Rescigno, *cit.*, p. 461 ss; G. PRESTI, *L'oggetto del sindacato del giudice amministrativo: un caso esemplare*, *ivi*, p. 437 ss.

¹⁵ L. PANZANI, *Autorità indipendenti e giudici*, in M. Cera, G. Presti e M. Rescigno, *cit.*, p. 422 s.

¹⁶ J. ARMOUR e D.A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?—The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation*, in *Georgetown Law Journal*, 2007, p. 1727 ss.

considerazioni circa gli effetti che la caducazione del provvedimento potrebbe comportare sul mercato, al di là della rilevanza per le parti coinvolte. In particolare, è stato affermato che il rapporto tra *Panel* e giudici dovrebbe essere valutato nel lungo periodo anziché nell'immediatezza, poiché migliaia di soggetti agiscono confidando nella correttezza delle interpretazioni amministrative: alle Corti spetta il ruolo di intervenire in un secondo momento, in chiave retrospettiva, per impedire il ripetersi di eventuali errori del *Panel* e per annullare eventuali sanzioni irrogate su basi illegittime¹⁷.

Poiché il confine tra interpretazione delle norme e creazione del diritto è spesso labile, la giurisprudenza italiana sul sindacato degli atti della Consob porta inevitabilmente a chiedersi a chi spetti interpretare leggi incomplete la cui attuazione è stata affidata a un'Autorità indipendente. È il noto problema della "deferenza" dei giudici verso le decisioni delle Autorità di vigilanza, secondo un'espressione coniata negli Stati Uniti, dove il problema in esame è stato oggetto di grande attenzione in dottrina sulla scorta di una consolidata giurisprudenza¹⁸. Negli Stati Uniti, i giudici hanno stabilito, in un'ottica di *self-restraint*, che il giudice possa far prevalere la propria interpretazione su quella data dall'Autorità solo nel caso in cui quest'ultima abbia adottato letture irragionevoli o abbia palesemente violato il significato univoco della disposizione applicabile. Laddove la disposizione non sia univoca, pertanto, qualsiasi interpretazione non irragionevole sfugge al vaglio del giudice.

Si è visto che nel nostro ordinamento il sindacato giurisdizionale è molto esteso con riferimento agli atti che si ritengono passibili di giudizio, nei quali rientrano anche comunicazioni interpretative collocabili ai margini della classica categoria del provvedimento amministrativo. Allo stesso modo, con riferimento ai contenuti del giudizio non sembra riscontrabile alcun atteggiamento di "deferenza" da parte del giudice italiano nei confronti dell'attività di interpretazione delle leggi da parte delle Autorità di vigilanza. In linea teorica, la giurisprudenza riconosce che, laddove la pubblica amministrazione sia titolare di potestà pubbliche, al giudice compete il solo controllo sulla legittimità dell'esercizio del potere, tra cui, in particolare, la ragionevolezza e la sufficiente motivazione del provvedimento¹⁹. Tuttavia, la traduzione pratica

¹⁷ Court of Appeal, Civil Division, *R v Panel on Take-overs and Mergers, ex parte Datafin plc* [1987] QB 815.

¹⁸ Il *leading case* è *Chevron USA Inc. vs. NRDC*, 104 S. Ct., 2778, 1984.

¹⁹ Cons. Stato, 9 gennaio 2002, n. 1, resa in adunanza plenaria, e Cons. Stato 15 marzo 2000, n. 1348 (le due decisioni sono ricordate da M. RESCIGNO, *cit.*; in materia anche G. PRESTI, *cit.*).

di tale impostazione non sempre è coerente con le premesse, cosicché spesso si verifica un sindacato molto ampio sulle valutazioni delle Autorità, sindacato che la dottrina ritiene, in sostanza, esteso anche al merito. L'attività di integrazione dell'incompletezza della legge non è quindi organizzata secondo una suddivisione del lavoro che faccia riferimento al tipo di interpretazione a cui Autorità amministrativa e giurisdizionale sono chiamate. Essa pare, al contrario, organizzata secondo un criterio di tipo gerarchico, nel quale le valutazioni delle Autorità trovano un secondo grado di giudizio presso i giudici²⁰.

3. Attività di supporto a controversie potenziali

Si è detto che un ruolo nell'attività di *enforcement* informale è svolto anche dagli strumenti che possono incentivare l'allineamento spontaneo alle regole. Il potenziale esito di un contenzioso rappresenta una variabile molto importante nelle decisioni dei soggetti che operano sui mercati finanziari. Per tale motivo, qualsiasi strumento che possa far luce su tale esito influirà sui comportamenti delle parti. Gli istituti attraverso i quali questa funzione può essere svolta variano da ordinamento a ordinamento, ma l'esigenza di attribuire alle parti informazioni rilevanti che consentano di valutare con più sicurezza i possibili esiti di un processo prima che esso abbia inizio è comunemente avvertita.

Negli Stati Uniti – e in minor misura anche nel Regno Unito – questa funzione è svolta, ad esempio, dall'istituto della *discovery*²¹, il quale consente a ciascuna parte del processo di esigere che la controparte produca ogni documento rilevante per la decisione, anche se a sé sfavorevole, nonché di compiere, se del caso, ispezioni presso il domicilio della controparte stessa al fine di acquisire informazioni utili. Poiché la decisione di avviare un processo civile anziché cercare un accordo transattivo spesso dipende dalla diversità delle valutazioni delle parti circa il possibile esito del processo²², il tasso di litigiosità è direttamente proporzionale alla differenza nelle

²⁰ Per una proposta di definizione dei rapporti tra Autorità giudiziaria e Autorità amministrative indipendenti si veda anche F. DENOZZA, *Discrezione e deferenza: il controllo giudiziario sugli atti delle autorità indipendenti "regolatrici"*, in *Mercato concorrenza regole*, 2000, p. 470, il quale ritiene preferibile assegnare ai giudici le interpretazioni che coinvolgono gli interessi (c.d. principali) il cui perseguimento non richiede giustificazioni particolari, riservando all'Autorità le interpretazioni sugli interessi (c.d. secondari) il cui perseguimento presuppone una motivazione su base strumentale.

²¹ *Federal Rules of Civil Procedure, Rule 26.*

²² B.L. HAY e K. E. SPIER, *Settlement of litigation*, in P. Newman (a cura di), *The New Palgrave Dictionary of*

informazioni disponibili a ciascuna parte. L'istituto della *discovery* consente quindi di ridurre il contenzioso incentivando l'adozione spontanea dei comportamenti prescritti dalle norme (si calcola che negli Stati Uniti il 95% delle controversie venga risolto, prima di avviare il vero contenzioso, durante la fase di *discovery*)²³.

In Italia, gli istituti a disposizione delle parti per ottenere reciproche informazioni sono indubbiamente meno efficaci. In primo luogo, essi si caratterizzano come istituti processuali anziché pre-processuali. L'esercizio del diritto di richiedere al giudice l'ordine di esibizione di documenti (art. 210 c.p.c.) presuppone infatti che la parte sappia dell'esistenza di documenti utili alle proprie tesi. Nel caso delle controversie in materia di servizi di investimento, nemmeno l'onere della prova in capo ai soggetti abilitati circa la diligente prestazione del servizio (art. 23, comma 6, Tuf) sembra idoneo a svolgere tale funzione, poiché esso non impedisce di provare fatti a sé favorevoli anche occultando elementi di prova su fatti modificativi, estintivi o impeditivi rilevanti.

Vi è da chiedersi, di fronte a un quadro di diritto comune assai poco favorevole ai soggetti deboli (sul piano perlomeno dell'informazione) delle relazioni contrattuali tipiche dei mercati finanziari, se la Consob possa svolgere attività in qualche modo utili sul piano della ricerca delle prove.

Ciò accadrebbe, ad esempio, qualora fosse possibile, per un socio, un obbligazionista o il cliente di un intermediario che si prepari a far valere le proprie pretese nei confronti della controparte, richiedere alla Consob gli atti di un procedimento amministrativo in cui siano stati accertati fatti rilevanti per la futura causa, o quanto meno presentare istanza al giudice perché rivolga una richiesta in tal senso. Come si vedrà, il vincolo del segreto d'ufficio impedisce tuttavia questa forma di condivisione delle informazioni: occorre quindi fare riferimento ad altri istituti per valutare l'esistenza di strumenti idonei allo scopo. In misura molto limitata e indiretta, è il caso, ad esempio, della richiesta di pubblicazione di notizie e documenti.

Nella materia dei mercati finanziari, il potere di richiedere la pubblicazione di notizie e documenti ritenuti necessari per l'informazione del pubblico (art. 114, comma 5, Tuf), una forma di *enforcement ex ante* (*market surveillance* o vigilanza preventiva, a seconda del grado di

Economic and the Law, Vol. III, 1998, p. 443 s., nonché D.L. RUBINFELD, *Discovery*, *ivi*, Vol. I p. 609 ss.

²³ Una *discovery* limitata è prevista anche negli *ALI/Unidroit Principles of Transnational Civil Procedure* (Principio 16.2, che comunque richiede che le prove da produrre siano “*reasonably identified*”).

formalizzazione dell'intervento), consente di ottenere la condivisione di informazioni tra i soggetti interessati in una fase molto anticipata, nella quale non sono ancora individuabili le parti di un potenziale contenzioso: l'insorgenza di quest'ultimo, come detto, può essere tuttavia prevenuta proprio grazie alla comunicazione di tali informazioni ovvero, all'opposto, agevolata rendendo disponibile anche al potenziale attore le informazioni essenziali all'esercizio dell'azione.

Naturalmente, il potere di richiedere la pubblicazione di notizie e documenti non rappresenta un succedaneo della *discovery* per molti motivi. Tra essi, uno da non sottovalutare è che la *discovery* opera solo nei confronti della controparte processuale, mentre la richiesta di pubblicazione di informazioni genera una *disclosure* nei confronti di un numero indifferenziato di soggetti, e può quindi essere soggetta a restrizioni che non sono necessarie, invece, nei regimi di *discovery*. Ciò accade in particolare nei casi di opposizione, con reclamo motivato sulla base di un grave danno temuto, alla richiesta di pubblicazione delle informazioni (art. 114, comma 6, Tuf)²⁴.

4. Il ruolo dell'Autorità di vigilanza in seguito all'instaurazione della lite dinanzi al giudice

L'Autorità di vigilanza può svolgere al più un ruolo ancillare all'interno del procedimento condotto dal giudice per la soluzione di una controversia tra privati. Anche in tale contesto, tuttavia, l'Autorità può astrattamente condividere con il giudice le due funzioni sopra ricordate, ossia – alternativamente o cumulativamente – contribuire all'interpretazione del diritto o agevolare il completamento del quadro probatorio. Questo paragrafo si occuperà di valutare in quali termini il giudice e la Consob condividono queste due funzioni.

4.1. Il ruolo di *amicus curiae*

Negli Stati Uniti le autorità di vigilanza possono assumere la veste di c.d. *amicus curiae*, con la quale soggetti particolarmente qualificati per la propria competenza legale, anche in un settore specifico, prestano il proprio supporto alla Corte nell'attività decisoria prospettandole, ad esempio, le eventuali conseguenze della decisione su soggetti non direttamente coinvolti nella

²⁴ Sulla tutela del segreto nei confronti di terze parti con riguardo alle informazioni oggetto di *discovery* negli Stati Uniti si veda R.L. MARCUS, *A Modest Proposal: Recognizing (at Last) That the Federal Rules Do Not Declare That Discovery Is Presumptively Public*, in *Chicago-Kent Law Review*, 2006, p. 331 ss.

causa.

Si tratta quindi di un istituto ben diverso dal nostro intervento adesivo dipendente (art. 105, comma 2, c.p.c.), per il quale è comunque richiesto che l'interventore sia titolare – o alleghi la titolarità – di un rapporto giuridico dipendente da quello oggetto del giudizio: una circostanza quest'ultima che non ricorre, nel caso delle Autorità di vigilanza, sulla semplice base di un interesse ad orientare l'interpretazione di una norma da parte del giudice. Negli Stati Uniti, la SEC ha invece fatto spesso uso dell'opportunità di intervenire in giudizi attinenti alla materia dei mercati finanziari per prospettare le possibili ricadute di una decisione del giudice in materie rilevanti.

È verosimile che l'istituto dell'*amicus curiae* si sia diffuso negli ordinamenti anglosassoni anche a causa del principio dello *stare decisis*: maggiore è la rilevanza della sentenza per le parti non coinvolte, maggiore l'interesse di queste ultime a intervenire anche senza essere coinvolte in un vero e proprio rapporto giuridico. Tuttavia, l'istituto è noto anche in ordinamenti di tradizione civilistica, come ad esempio la Francia, dove peraltro il suo impiego nella prassi è stato alquanto raro²⁵. In Italia, solo l'intervento del Pubblico Ministero sembrerebbe poter essere accostato al ruolo dell'*amicus curiae*.

Alla Consob non è dunque consentito intervenire in un giudizio civile per sostenere proprie interpretazioni della legge: si pensi al caso di un risarcimento in sede civile per mancata opa. Al contrario, essa potrà intervenire solo qualora l'interesse all'integrità del mercato sia stato leso da un abuso di mercato (nelle forme dell'abuso di informazioni privilegiate o della manipolazione): ciò sia attraverso l'esercizio delle facoltà attribuite agli enti rappresentativi degli interessi lesi dal reato – quali la presentazione di memorie e, soprattutto, di elementi di prova – sia attraverso la costituzione di parte civile al fine di ottenere un risarcimento economico (artt. 187-*undecies*, Tuf, e 91, c.p.p.).

Quest'ultimo potere consente un intervento diretto nel procedimento, così come in altri ordinamenti accade con l'esercizio dell'azione civile da parte dell'Autorità di vigilanza. Le *civil actions* intentate dalla SEC rappresentano uno strumento molto rilevante per l'attività di *enforcement* negli Stati Uniti, soprattutto nella repressione delle violazioni compiute sul mercato

²⁵ C. KESSEDIAN, *Sir Kennet Bailey Memorial Lecture: Dispute Resolution in a Complex International Society*, in *Melbourne University Law Review*, 2005, p. 765 ss.

primario²⁶.

4.2. *Supporto nell'attività probatoria*

Si è già visto che la Consob, nei casi in cui intervenga con i poteri degli enti rappresentativi degli interessi lesi dal reato, può indicare mezzi di prova in un giudizio penale. Nella maggior parte dei casi, peraltro, queste informazioni saranno state già messe a disposizione dell'accusa attraverso la consegna di una relazione sugli accertamenti svolti dalla Consob (art. 187-*decies*, Tuf).

Cosa accade invece nei processi civili? Il ruolo delle Autorità di vigilanza nel processo civile appare molto minore rispetto a quanto accade nei procedimenti penali. In buona parte, ciò è dovuto alla disciplina del segreto d'ufficio (art. 4 Tuf). Nei casi in cui la richiesta di esibizione di documenti provenga dalla parte in causa (art. 210 c.p.c.) il segreto resta opponibile – in virtù dei richiami di applicabilità del regime del segreto *ex* art. 201 c.p.p. – per i fatti che non configurino un reato perseguibile d'ufficio. Nei casi in cui il giudice decida di richiedere d'ufficio informazioni alla Consob *ex* art. 213 c.p.c., occorre tener conto sia delle incertezze dottrinarie e giurisprudenziali sulla possibilità che la richiesta riguardi le risultanze delle indagini eventualmente svolte dall'Autorità amministrativa²⁷ sia, soprattutto, delle limitazioni contenute nelle direttive europee, e in particolare della direttiva 2004/39/CE (c.d. Mifid, art. 54)²⁸, in base alla quale la comunicazione di un'informazione ottenuta nell'esercizio dell'attività di vigilanza è possibile solo nei casi contemplati dalla legge penale ovvero (ma l'Italia non si è avvalsa di questa facoltà) in caso di liquidazione coatta dell'intermediario, relativamente ai relativi giudizi, purché si tratti di informazioni necessarie alla loro definizione²⁹.

²⁶ J. D. COX, R.S. THOMAS e D. KIKU, *cit.*, p. 750 s.

²⁷ Ad esempio, Cass., 20 febbraio 1964, n. 455 e Cass. 4 luglio 1968, n. 2242. In dottrina si rinvia a P.F. LUISSO, *Richiesta di informazioni alla P.A.*, in *Enciclopedia del diritto*, XL, Milano 1989, p. 486.

²⁸ Meno vincolanti appaiono la direttiva 2003/6/CE (c.d. *market abuse* – art. 13), la direttiva 2003/71/CE (direttiva prospetti – art. 22) e la direttiva 2004/109/CE (c.d. *transparency* – art. 25), che consentono la comunicazione delle informazioni apprese dall'Autorità competente, purché ciò sia consentito dalle disposizioni di legge dello Stato membro ovvero anche, nel caso dell'ultima direttiva citata, da disposizioni regolamentari o amministrative.

²⁹ Non è del tutto chiaro peraltro se queste disposizioni coprano anche le informazioni raccolte direttamente dall'Autorità nazionale, e non già soltanto quelle ricevute da un'Autorità di un altro Stato membro della Comunità: l'ultimo paragrafo farebbe propendere per l'esclusione delle informazioni del primo tipo. In ogni caso, l'Italia non ha

Resta il fatto che la possibilità di utilizzare in un processo civile informazioni raccolte dall’Autorità di vigilanza presuppone, nei casi in cui l’accertamento dei medesimi fatti in sede amministrativa e giurisdizionale si svolga contemporaneamente, che l’avvio di un procedimento amministrativo sia reso noto (a meno non di immaginare richieste di rito rivolte all’Autorità per qualsiasi processo civile anche astrattamente attinente alla materia da essa vigilata). In Italia, il segreto d’ufficio copre tuttavia ogni atto del procedimento sanzionatorio fino alla pubblicazione del provvedimento finale. In altri ordinamenti, la scelta è stata invece nel senso di proteggere con il segreto, per evidenti motivi di efficacia dell’azione di vigilanza, la sola fase di raccolta delle informazioni rilevanti. Negli Stati Uniti, ad esempio, una volta chiusa tale prima fase coperta da riservatezza³⁰, all’apertura di un procedimento viene data ampia pubblicità, in via indiretta, attraverso la pubblicazione dell’ordine di convocazione per le audizioni che accompagnano tale avvio: la convocazione riporta i fatti contestati³¹.

5. Conciliazione e arbitrato amministrato nella bozza di regolamento Consob

La predisposizione di meccanismi di prevenzione e risoluzione delle liti può rientrare nell’area di attività dei *regulators*, come nel caso delle procedure di conciliazione e arbitrato presso la Consob, la cui bozza di regolamento è, mentre si scrive, oggetto di pubblica consultazione. La Camera di conciliazione e arbitrato da istituirsi presso la Consob si occuperà della risoluzione di controversie insorte tra investitori – esclusi gli investitori professionali – e intermediari che hanno violato gli obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali in materia di servizi di investimento. La Camera sarà strutturata come un organo collegiale che, essenzialmente, ha il compito di curare la tenuta dell’albo di arbitri e conciliatori e di predisporre le misure organizzative necessarie allo svolgimento dell’attività istituzionale. Tra i cinque componenti della Camera, tre saranno designati dalla Consob, uno dal Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti e uno dalle associazioni di categoria degli intermediari.

distinto tra le due ipotesi.

³⁰ U.S. Code, Title 17, § 203.5 (*Non-public formal investigative proceedings*).

³¹ U.S. Code, Title 17, § 201.200 (*Initiation of proceedings – Publication of notice of public hearings*). Per l’ultimo caso in ordine di tempo al momento in cui si scrive si veda <http://www.sec.gov/litigation/admin/2008/34-58567-o.pdf>.

La procedura di conciliazione delineata dal legislatore delegato rinvia ampiamente al decreto legislativo sui procedimenti in materia societaria, bancaria e finanziaria (d.lgs. 17 gennaio 2003, 5). Da ciò deriva una divisione della procedura in due fasi. Nella prima si avrà un confronto guidato tra le parti, con il conciliatore che svolgerà il semplice ruolo di *orchestrator*, ossia ad aiutare le parti a raggiungere l'accordo, sottolineando eventuali punti di contatto che emergano spontaneamente dal loro confronto. Nella seconda fase, che si aprirà in caso di mancato accordo e solo su concorde richiesta delle parti, il conciliatore può spingersi fino a sottoporre alle parti una proposta transattiva da lui stesso concepita (questa funzione è detta anche “di *deal making*”) ³².

Il procedimento sarà avviato con un'istanza di conciliazione che potrà essere redatta su appositi moduli prestampati predisposti dalla Camera di conciliazione e arbitrato. L'atto di replica, in conformità alle regole generali che imputano all'intermediario l'onere della prova circa il rispetto degli obblighi di diligenza nella prestazione dei servizi di investimento (art. 23, comma 6, Tuf), dovrà essere accompagnato dalla documentazione inerente al rapporto con il cliente, documentazione che deve essere conservata in base alle regole applicabili alla prestazione dei servizi di investimento. Questa regola rappresenta un'emulazione in sedicesimo dell'istituto della *discovery* in uso oltreoceano e potrà semplificare lo svolgimento del confronto tra le parti in sede di conciliazione ³³. L'intero procedimento dovrà poi chiudersi entro sessanta giorni dal deposito dell'istanza di conciliazione, che andrà previamente notificata all'intermediario al fine di evitare che i tempi necessari all'instaurazione del contraddittorio facciano inutilmente decorrere la procedura.

Una considerazione a parte merita il rapporto tra le procedure di conciliazione e arbitrato e le *class action*, almeno per come esse sono definite dall'art. 140-*bis* del Codice del consumo, norma la cui efficacia è al momento sospesa ³⁴. L'art. 140-*bis* prevede che la determinazione quantitativa del risarcimento possa avvenire, in sede non contenziosa, presso uno degli organismi iscritti all'apposito albo tenuto dal Ministero della Giustizia. Poiché la Camera di conciliazione e

³² Per le classificazioni riportate nel testo in materia di funzioni del conciliatore si veda M. GIOVANNINI, *Amministrazioni pubbliche e risoluzione alternativa delle controversie*, Milano, 2007, p. 170 s.

³³ Naturalmente, mentre la *discovery* è assistita dalla tutela penale contro la l'incompletezza dei documenti esibiti, nel caso del procedimento di conciliazione non pare sussistere analoga tutela, posto che quella svolta in tale ambito dalla Consob non è attività di vigilanza e, dunque, non è richiamabile il reato di ostacolo alle sue funzioni.

³⁴ Decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, successivamente convertito (art. 36).

arbitrato della Consob non sembra potersi iscrivere a tale albo a causa della diversità delle regole applicabili, la bozza di regolamento si avvale dalla facoltà, riconosciuta per legge, di definire le “altre funzioni” che la Camera può svolgere inserendovi anche quella determinazione del *quantum* del risarcimento *ex art. 140-bis*.

Passiamo ora all'arbitrato. Tradizionalmente, il ruolo delle amministrazioni di riferimento negli arbitrati amministrati è, con riguardo alla nomina degli arbitri, di tipo suppletivo, nel senso che alle parti è consentita la nomina di arbitri anche al di fuori della lista predisposta dall'amministrazione. La bozza di regolamento Consob conferma un ruolo suppletivo della Camera, ma solo nel senso che quest'ultima provvederà a nominare gli arbitri in caso di mancato accordo sul loro nome: a differenza di quanto generalmente accade, non sarà invece consentito alle parti che desiderino avvalersi del supporto della Camera di nominare arbitri diversi da quelli indicati nella lista redatta da quest'ultima. Tale soluzione consente di rendere più efficace, anche grazie a poteri sanzionatori, il controllo della Camera sul corretto e tempestivo svolgimento della procedura.

Una considerazione a parte merita l'arbitrato semplificato, una procedura alquanto atipica poiché può condurre al riconoscimento di un indennizzo patrimoniale nei limiti in cui si ritenga già raggiunta la prova, salva la possibilità per il consumatore di adire un giudice per ottenere il risarcimento del maggior danno. In questo caso la scelta più rilevante rimessa alla Consob riguardava la definizione del rapporto tra l'arbitrato semplificato e l'arbitrato ordinario, rapporto non chiaro nella legislazione di riferimento. Data l'atipicità del rimedio, il documento di consultazione configura l'arbitrato semplificato come un procedimento autonomo, limitandone la percorribilità ai soli casi in cui ciò sia espressamente previsto dalle parti, anche all'interno della più ampia clausola compromissoria riferita all'arbitrato ordinario.