

Piazza di Spagna 15  
00187 Roma  
T: +39 06 69 52 21  
F: +39 06 69 20 06 65

Via San Paolo 7  
20121 Milano  
T: +39 02 72 60 81  
F: +39 02 86 98 44 40

clearygottlieb.com

AVV. MARIO SIRAGUSA  
AVV. GIUSEPPE SCASSELLATI SFORZOLINI<sup>1</sup>  
AVV. ROBERTO BONSIGNORE<sup>1</sup>  
AVV. PIETRO FIORUZZI<sup>1</sup>  
AVV. VANIA PETRELLA  
AVV. MATTEO MONTANARO  
AVV. CARLO SANTORO  
AVV. MATTEO BERETTA  
AVV. DAVID SINGER<sup>1</sup>  
AVV. BERNARDO MASSELLA DUCCI TERI<sup>1,2</sup>  
AVV. G. CESARE RIZZA BAJARDO  
AVV. FRANCESCA GESUALDI<sup>1</sup>  
PROF. AVV. GIANLUCA FAELLA  
PROF. AVV. PAOLO RAINELLI  
AVV. ROBERTO ARGERI  
AVV. FAUSTO CARONNA  
PROF. AVV. PAOLO BERTOLI  
AVV. LAURA PROSPERETTI  
AVV. GEROLAMO DA PASSANO<sup>1</sup>  
AVV. GIANLUCA RUSSO  
AVV. MARGO ZOTTA  
AVV. FRANCESCO IODICE  
AVV. ALICE SETARI  
AVV. ALESSANDRO GENNARINO<sup>1</sup>  
AVV. GABRIELE BARBATELLI  
AVV. MAURO BERARDI  
AVV. CHIARA CAPALTI  
AVV. ALFONSO ALESSANDRO CARDARELLI  
AVV. MARIO CASELLA  
AVV. GIULIA CHECCACCI  
AVV. ALESSIA CIRILLO GRIMALDI  
AVV. PIETRO CUTAIA  
AVV. MARIANNA D'ANGELO  
AVV. CARLO MATTEO DANUSSO<sup>1</sup>  
AVV. GIULIA DE BOSIO  
AVV. ALICE DE GASPARRE  
AVV. MARTINA ERCOLANESE  
AVV. GUIDO FRASOLDATI<sup>1</sup>  
AVV. EDGARD OSHIO  
AVV. DAVIDE RAUL GIANNI<sup>1</sup>  
AVV. ALBERTA GIANNOTTI  
AVV. GIULIA LODIGIANI  
AVV. MARCELLO MAGRI  
AVV. FEDERICA MAMMI BORRUTO  
AVV. ANDREA MANTOVANI<sup>1</sup>  
AVV. MARGHERITA MAROTTA  
AVV. RICCARDO MOLE<sup>1</sup>  
AVV. PAOLA MARIA ONORATO  
ROSA PARMOSE<sup>1</sup>  
AVV. MARIA CRISTINA PEZZULLO  
AVV. NICOLE BRUNELLA PUPPIENI<sup>1</sup>  
AVV. GIULIA RIMOLDI<sup>1</sup>  
AVV. GIORGIO RISSO  
AVV. VALERIO COSIMO ROMANO  
AVV. GIANMARCO RONZO<sup>1</sup>  
AVV. RICCARDO TREMOLADA  
AVV. LAURA TRESOLDI  
AVV. FRANCESCO TROMBETTA  
AVV. FEDERICA ALBANO  
AVV. GIORGIA BIZZARRI  
AVV. CARLA LO PRESTI  
AVV. CECILIA OSVALDELLA  
AVV. GUGLIELMO RIPA DI MEANA  
AVV. LAPO TORTORELLI

1 Member of the New York Bar  
2 Member of the Washington, D.C. Bar

AMERICHE	ASIA	EUROPA E MEDIO ORIENTE	
NEW YORK	HONG KONG	ABU DHABI	LONDRA
SAN FRANCISCO	PECHINO	BRUXELLES	MILANO
SAN PAOLO	SEOUL	COLONIA	PARIGI
SILICON VALLEY		FRANCOFORTE	ROMA
WASHINGTON, D.C.			

Roma, 26 febbraio 2025

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa  
Divisione Studi e Regolamentazione  
Via G. B. Martini, n. 3  
00198 – ROMA

A mezzo SIPE – Sistema Integrato Per l'Esterno

**Oggetto: Osservazioni al Documento di consultazione pubblicato in data 27 gennaio 2025 relativo alle “Proposte di modifica al Regolamento sul Procedimento Sanzionatorio della Consob”**

Desideriamo ringraziare codesta rispettabile Commissione per l'opportunità di presentare i nostri commenti al documento di consultazione pubblicato in data 27 gennaio 2025 (“Documento”) contenente una proposta di modifiche al “*Regolamento generale sui procedimenti sanzionatori della Consob, ai sensi dell'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e successive modificazioni*”, adottato con delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013 e successive modificazioni (“Regolamento”), volte a disciplinare l'istituto degli impegni di cui al nuovo art. 196-ter del d.lgs. n. 58/1998 (“TUF”).

In generale, riteniamo che l'introduzione di tale istituto – già noto nel contesto di procedimenti di altre Autorità, italiane ed europee – anche nel contesto dei procedimenti di competenza della Commissione sia da salutare con estremo favore, costituendo uno strumento atto a deflazionare il contenzioso assicurando nel contempo un *enforcement* efficace delle regole a tutela del mercato finanziario.

Di seguito illustriamo alcuni circoscritti commenti al contenuto del Documento evidenziando gli aspetti che, a nostro giudizio, meritano di essere ulteriormente approfonditi ed eventualmente modificati, con l'auspicio di fornire un utile contributo alla migliore definizione della proposta di modifica regolamentare.

\*\*\*

**1. Interruzione e decorrenza dei termini a seguito di proposta di impegni ed esito negativo della stessa (artt. 8-quater, 8-octies)**

L'attuale formulazione degli articoli 8-quater e 8-octies, così come proposta all'interno del Documento, prevede che (i) la presentazione degli impegni "interrompe il termine di conclusione del procedimento" e (ii) l'esito negativo del sub-procedimento instaurato con la proposta di impegni determini la nuova decorrenza dello stesso dalla ricezione della comunicazione di rigetto.

Facendo esclusivo riferimento al "termine di conclusione del procedimento" – che, come noto, l'art. 4, comma 2 identifica in duecento giorni a decorrere "dal trentesimo giorno successivo alla data di perfezionamento" della notifica "della lettera di contestazione degli addebiti" (vale a dire, a partire dalla scadenza del termine che l'art. 5, comma 2 prevede a favore del destinatario per esercitare il proprio diritto di difesa) – tale formulazione non consente di comprendere con chiarezza se, nei casi di proposta di impegni non andata a buon fine, il soggetto destinatario della contestazione possa nuovamente usufruire di tutti i termini previsti dal Capo II del Regolamento a garanzia del diritto al contraddittorio e del suo diritto inviolabile di difesa (*in primis*, se possa presentare deduzioni scritte e documenti nonché richiedere un'audizione personale come previsto dall'art. 5).

Nell'incertezza della formulazione, non può escludersi che la stessa possa essere interpretata come volta ad escludere la possibilità per il destinatario – una volta tentata, senza successo, la via degli impegni – di svolgere difese. Ove una tale interpretazione dovesse affermarsi, si ritiene che un simile esito, oltre a rappresentare un *unicum* anche alla luce della richiamata prassi in procedimenti di competenza di altre Autorità, italiane ed europee (i) comporterebbe un' indebita compressione dei diritti inviolabili di difesa del destinatario; (ii) in ogni caso, sarebbe incoerente con la *ratio* dell'intervento legislativo e le finalità dello strumento degli impegni, compromettendone l'efficacia in quanto disincentiverebbe i privati dal ricorrervi per timore di pregiudicare i propri diritti di difesa.

Al fine di escludere simili interpretazioni e chiarire i corretti rapporti tra sub-procedimento di impegni e procedimento ordinario, si suggerisce quindi di esplicitare che, in caso di proposta di impegni non andata a buon fine, tornano ad applicarsi le disposizioni in materia di procedimento ordinario di cui al Capo II del Regolamento (inclusa la possibilità per il destinatario di svolgere difese), precisandosi altresì che, quanto ai termini procedurali, i riferimenti alla notifica della "lettera di contestazione degli addebiti" debbano intendersi riferiti alla "ricezione della comunicazione" di rigetto degli impegni e, in particolare, di:

- a) modificare l'art. 8-quater, comma 3, come segue: "~~Nell'ipotesi di cui al comma 2 il termine di conclusione del procedimento sanzionatorio decorre dalla~~ *si applicano le disposizioni di cui al Capo II del Regolamento; per la decorrenza e il computo dei termini ivi previsti, i riferimenti al perfezionamento della notifica della lettera di contestazione degli addebiti devono intendersi riferiti alla ricezione della comunicazione ivi prevista di cui al comma 2 di questo articolo*";
- b) modificare l'art. 8-octies, comma 1, come segue: "*Qualora la proposta di impegni sia rigettata, la Commissione ne dà comunicazione al proponente, informando lo stesso in merito alla prosecuzione del procedimento sanzionatorio. In tal caso, il termine di conclusione del procedimento sanzionatorio decorre*

*dalla si applicano le disposizioni di cui al Capo II del Regolamento; per la decorrenza e il computo dei termini ivi previsti, i riferimenti al perfezionamento della notifica della lettera di contestazione degli addebiti devono intendersi riferiti alla ricezione della ~~predetta~~ comunicazione di cui al presente comma”;*

- c) modificare l’art. 8-*octies*, comma 4, come segue: “La decisione della Commissione di rigettare la proposta di riapertura del procedimento sanzionatorio è comunicata al soggetto interessato. Nel caso in cui la Commissione accolga la proposta di riapertura del procedimento, il provvedimento di riapertura è notificato al soggetto interessato unitamente all’originaria lettera di contestazione. In tale ipotesi, ~~il termine di conclusione del procedimento sanzionatorio decorre dalla~~ *si applicano le disposizioni di cui al Capo II del Regolamento; per la decorrenza e il computo dei termini ivi previsti, i riferimenti al perfezionamento della notifica della lettera di contestazione degli addebiti devono intendersi riferiti alla data di perfezionamento della notificazione del provvedimento di riapertura del medesimo procedimento*”.

## **2. Art. 8-bis (Pubblicazione del provvedimento)**

Il Documento propone un’integrazione all’art. 8-*bis*, comma 1 in materia di pubblicazione del provvedimento sanzionatorio, prevedendo in particolare che quest’ultimo possa essere pubblicato per estratto sul sito *internet* della Consob “*comunque decorsi trenta giorni dall’avvio delle procedure finalizzate alla notificazione*” (o all’ultima notificazione, nel caso di coinvolgimento di più soggetti). Ciò indipendentemente dall’effettivo perfezionamento della notifica a tutti i soggetti destinatari del provvedimento.

Sebbene si intuiscono le esigenze pratiche connesse ai casi in cui il perfezionamento della notifica risulti effettivamente di complesso (se non impossibile) accertamento, tuttavia la nuova formulazione proposta appare eccessivamente ampia e suscettibile di un pregiudizio sproporzionato per gli interessi del destinatario di un provvedimento sanzionatorio.

Tale formulazione, infatti, consentirebbe di procedere alla pubblicazione del provvedimento non solo nei casi di oggettiva impossibilità di eseguirne la notifica, ma anche, ad esempio, in quelli di mancato perfezionamento della stessa per mero errore materiale (si pensi, ad esempio, all’utilizzo di un indirizzo errato della sede legale della società destinataria del provvedimento sanzionatorio) o di successivo perfezionamento per impossibilità temporanea di eseguire la notifica. L’interesse del soggetto sanzionato ad essere informato del provvedimento sanzionatorio *prima* che lo stesso venga reso pubblico – interesse fondamentale, peraltro espressamente tutelato anche dalla normativa europea di ultimo recepimento (come correttamente evidenziato da codesta spettabile Commissione nel Documento)<sup>1</sup> – verrebbe in questi casi ingiustificatamente compromesso, privandolo anche nei casi di incolpevole e sanabile mancata conoscenza del provvedimento afflittivo della possibilità

---

<sup>1</sup> Cfr., pag. 22 del Documento, in cui si cita, a titolo di esempio, l’art. 71 della Direttiva (UE) 2014/65 (MiFID II), secondo cui gli “*Stati membri assicurano che le autorità competenti pubblichino qualsiasi decisione che impone una sanzione o una misura amministrativa per violazioni del regolamento (UE) n. 600/2014 o delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della presente direttiva sui propri siti web ufficiali senza indebito ritardo dopo che la persona soggetta alla sanzione sia stata informata di tale decisione [...]*”.

di prepararsi a fronteggiare le conseguenze, anzitutto di natura reputazionale, derivanti dalla pubblicazione dello stesso.

Al fine, dunque, di garantire un più equo contemperamento tra il diritto del soggetto sanzionato a essere informato preventivamente, da una parte, e le esigenze pratiche rappresentate dalla Commissione nel Documento, dall'altra, si suggerisce di modificare l'art. 8-*bis*, comma 1, prevedendo che la pubblicazione del provvedimento sanzionatorio anche in mancanza di notizia circa l'avvenuta notificazione, possa avvenire nei soli casi di irreperibilità effettiva del destinatario (coerentemente con quanto generalmente previsto in materia di notificazione dall'ordinamento)<sup>2</sup>. Conseguentemente, si suggerisce la seguente formulazione:

*“Il provvedimento sanzionatorio è pubblicato per estratto nel Bollettino sito internet della Consob dopo la notizia dell'avvenuta notificazione al soggetto interessato o comunque decorsi trenta giorni dal **compimento delle formalità prescritte per la** ~~l'avvio delle procedure finalizzate alla notificazione~~ **qualora il destinatario sia irreperibile ai sensi del codice di procedura civile o non vi sia certezza sull'effettivo recapito** ovvero, nel caso di più soggetti, dopo la notizia dell'avvenuta ultima notificazione o comunque decorsi trenta giorni dal **compimento delle formalità prescritte per l'**~~l'avvio delle procedure finalizzate alla notificazione~~**ultima notificazione** **qualora rivolta a destinatario irreperibile ai sensi del codice di procedura civile o di cui non vi sia certezza sull'effettivo recapito**”.*

Si ritiene che tale soluzione risulti, ad ogni buon conto, in linea – oltre che, come detto, con i più generali principi in materia di notificazione degli atti e provvedimenti – anche con la normativa primaria in materia di mercati finanziari (e in particolare con l'art. 195-*bis* TUF, che stabilisce la pubblicazione “*senza ritardo*” del provvedimento sanzionatorio della Consob), assicurando al contempo un più bilanciato contemperamento tra i contrapposti interessi in gioco.

### **3. Art. 8-ter (Presentazione della proposta di impegni)**

L'attuale formulazione dell'art. 8-*ter*, comma 2 prevede che il destinatario della lettera di contestazione possa chiedere, entro il termine di trenta giorni, l'accesso agli atti del procedimento sanzionatorio. A seguito di tale istanza, il termine di trenta giorni per la presentazione della proposta di impegni, che decorre anch'esso dalla notifica della lettera di contestazione degli addebiti, viene “*sospeso, per una sola volta, dalla data di presentazione dell'istanza fino alla data in cui è consentito l'accesso*”.

Tuttavia, questa disposizione – come formulata, cioè prevedendo lo *stesso termine* sia per formulare richiesta di accesso agli atti sia per proporre impegni (e una mera sospensione, senza alcuna possibilità di proroga, di questo secondo termine in caso di richiesta di accesso) – rischia di comprimere eccessivamente la facoltà dei privati di valutare compiutamente l'opportunità di presentare e, se del caso, formulare una proposta di impegni adeguata, sulla base della conoscenza di tutti gli elementi acquisiti e posti alla base della lettera di contestazione formulata dagli uffici di codesta rispettabile Commissione.

---

<sup>2</sup> Si ritiene applicabile, a tale proposito, lo standard di irreperibilità richiesto in tema di notifica dall'art. 143 c.p.c. (richiamato dall'art. 145 c.p.c. anche per i soggetti diversi dalle persone fisiche).

Invero, considerati (i) i tempi tecnici necessari per la presentazione dell'istanza di accesso agli atti del procedimento sanzionatorio e (ii) la necessità di esaminare approfonditamente l'intero fascicolo procedimentale, spesso molto corposo, anche al fine di comprendere i potenziali profili di violazione riscontrati (oltre che le preoccupazioni e perplessità degli uffici) e formulare una proposta di impegni efficace e suscettibile di valutazione positiva da parte della Commissione, il destinatario potrebbe trovarsi con tempi estremamente ristretti per la presentazione di una proposta di impegni adeguata. Ciò potrebbe pregiudicare non soltanto il diritto di difesa del destinatario, ma anche lo stesso interesse pubblico (specificazione, tra l'altro, dei più ampi principi costituzionali di efficienza e buon andamento dell'amministrazione, al cui soddisfacimento l'istituto degli impegni è volto, come la Commissione giustamente ricorda nella stessa introduzione al Documento) a una sollecita ed efficace attuazione delle regole a tutela del mercato finanziario, che soltanto la presentazione di proposte di impegni che siano adeguate e complete può assicurare.

Al riguardo, una possibile soluzione potrebbe consistere nel prevedere che la presentazione di un'istanza di accesso *interrompa* (anziché sospendere) il termine per la formulazione degli impegni, con conseguente decorrenza *ex novo* dello stesso dalla data in cui è consentito l'accesso. Si ritiene che tale soluzione – oltre a ridurre gli inconvenienti descritti, consentendo al destinatario di beneficiare, in maniera pienamente consapevole, dello *spatium deliberandi* ritenuto congruo dal legislatore – sia perfettamente in linea con la normativa primaria (e ne possa soddisfare anche meglio le esigenze rispetto all'attuale proposta nel Documento) ove si consideri che:

- se è vero che il termine è direttamente stabilito dall'art. 196-ter TUF, è altresì vero che – nel delegare a codesta rispettabile Commissione il potere di definire “*le regole procedurali che disciplinano la presentazione e la valutazione degli impegni*” con “*provvedimento generale*” – la disposizione in questione non prevede alcunché (e dunque non vincola in alcun modo le scelte che la Commissione può compiere) circa la disciplina di tale termine e, in particolare, il tipo di effetto (sospensivo o interruttivo) che il verificarsi di certi eventi può avere sullo stesso. A ritenere diversamente, il Documento non potrebbe neppure prevedere la sospensione del termine in questione; ciò che evidentemente non è. Ne discende che – purché si mantenga la previsione di un termine di trenta giorni per la presentazione degli impegni – l'art. 196-ter TUF non presenta alcun ostacolo a che il Regolamento che la Commissione andrà ad adottare preveda che la richiesta di accesso *interrompa* (anziché sospendere) il predetto termine;
- nel conferire la predetta delega, l'art. 196-ter TUF ha imposto come criterio che le regole procedurali siano “*conformi[] con l'ordinamento dell'Unione europea*” e, in particolare, “*garantiscano] il diritto al contraddittorio*”. Come detto, si ritiene che l'opzione per un effetto interruttivo (anziché meramente sospensivo) del termine sia l'unica a garantire in maniera piena il diritto al contraddittorio e di difesa del destinatario, con riferimento tanto alla valutazione circa l'opportunità di formulare impegni quanto al contenuto degli stessi;
- infine, anche nel caso in cui si ritenga che la preoccupazione principale sia “*evitare condotte meramente dilatorie da parte dei soggetti interessati e di sollecitarne l'assunzione di una condotta collaborativa nei confronti*

dell'Istituto"<sup>3</sup>, la previsione di un effetto interruttivo anziché meramente sospensivo appare nuovamente l'opzione che meglio assicura tale obiettivo. Invero, tale soluzione – nel consentire ai destinatari uno *spatium deliberandi* più ampio, congruo e, in ogni caso, consapevole in quanto fondato sull'intera documentazione acquisita nel fascicolo (e, dunque, nel favorire iniziative realmente collaborative) – non determinerebbe comunque un'eccessiva dilatazione dei tempi del procedimento, poiché l'estensione massima che ne potrebbe derivare non potrebbe superare comunque i trenta giorni<sup>4</sup>. Al contrario, potrebbe essere proprio la consapevolezza di avere a disposizione tempistiche particolarmente ristrette (non passibili di proroga né di interruzione), che non consentirebbero in ogni caso di presentare impegni adeguati, a indurre paradossalmente i destinatari a formulare comunque istanze di accesso e presentare proposte di impegni prive di reali intenti rimediali e deflattivi, ma funzionali – stavolta sì – al solo differimento del termine per la presentazione di scritti difensivi;

- del resto, in caso di comportamenti realmente mossi da intenti meramente dilatori e ostruzionistici, codesta rispettabile Commissione dispone già di strumenti per sanzionare una simile condotta, tra l'altro in sede di quantificazione dell'eventuale sanzione.

Pertanto, si suggerisce di prevedere che la presentazione di un'istanza di accesso agli atti del procedimento interrompa, anziché sospendere, il termine per la presentazione della proposta di impegni. Tale termine inizierebbe così a decorrere *ex novo* dalla data in cui è ammesso l'accesso agli atti, consentendo all'interessato di disporre di tempistiche consone alla predisposizione della proposta stessa<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Cfr. par. 27 del Documento.

<sup>4</sup> Ciò nel caso estremo in cui il soggetto sottoposto a procedimento sanzionatorio – ad esempio, per incolpevole ritardo nella conoscenza dell'avvio del procedimento o difficoltà tecniche nella presentazione dell'istanza – presenti l'istanza di accesso nell'ultimo giorno disponibile (cioè il trentesimo giorno successivo alla notifica della lettera di contestazione).

<sup>5</sup> Soltanto per completezza, non pare che tale soluzione si ponga in contraddizione con quanto previsto dall'art. 5, comma 3, in tema di accesso agli atti nell'ambito del procedimento sanzionatorio ordinario (*i.e.* che la richiesta di accesso abbia effetto sospensivo del termine per la presentazione di deduzioni scritte), ove si consideri che – in quel caso – il termine di trenta giorni è prorogabile fino a un massimo di trenta giorni in base all'art. 5, comma 2 (possibilità che, invece, non è prevista in base all'art. 196-ter TUF con riferimento al *sub*-procedimento per la presentazione di impegni). Al contrario, la soluzione proposta parrebbe recuperare una maggiore coerenza all'interno del Regolamento, sostanzialmente riallineando i termini e gli *spatii deliberandi* per il destinatario, il quale – una volta richiesto e ottenuto l'accesso – avrà la possibilità e il tempo adeguato per valutare se proporre impegni o difendersi nel contesto del procedimento ordinario.

#### **4. Art. 8-*quater* (Ricevibilità della proposta di impegni)**

L'attuale formulazione dell'art. 8-*quater*, comma 1, prevede il termine perentorio di venti giorni per fornire riscontro alle richieste di chiarimenti e precisazioni avanzate dalla Consob, senza possibilità di ottenere una proroga.

Tale scelta ci sembra eccessivamente severa e potenzialmente controproducente, non solo per il proponente, ma anche per la stessa Consob, il cui interesse è garantire il buon esito del procedimento nel rispetto del principio di ottimizzazione delle risorse economiche e amministrative. Il rischio concreto, infatti, è che, nei casi più complessi, il termine di venti giorni si riveli insufficiente per fornire chiarimenti tempestivi e completi, con la conseguenza di dover dichiarare irricevibile una proposta di impegni che, con un margine di tempo più ampio, avrebbe potuto essere valutata e accolta positivamente.

Alla luce di ciò, si suggerisce dunque di modificare l'art. 8-*quater*, comma 1, secondo periodo, eliminando il termine "*perentorio*" e introducendo la possibilità per l'Autorità di concedere, anche per una sola volta e su richiesta motivata del proponente, una proroga del termine per fornire chiarimenti e precisazioni in ordine alla proposta di impegni. Si ritiene che ciò, lungi dal comportare un'eccessiva dilatazione dei tempi della procedura, ne valorizzerebbe l'efficacia consentendo una compiuta comprensione e valutazione degli impegni proposti anche nei casi più complessi e articolati.

#### **5. Art. 8-*sexies* (Fase di consultazione)**

a. L'art. 8-*sexies*, nella sua attuale formulazione, prevede che la Commissione possa avviare la fase di consultazione con il mercato entro trenta giorni dalla ricezione della relazione motivata di cui all'art. 8-*quinquies*, comma 1. Tuttavia, lo stesso termine (trenta giorni dalla ricezione della relazione motivata) è stabilito dall'art. 8-*quinquies*, comma 2 anche per la presentazione di eventuali osservazioni scritte sulla relazione stessa da parte del proponente.

Questa sovrapposizione temporale rischia di compromettere i diritti del proponente. Infatti, la possibilità per la Commissione di avviare la consultazione basandosi esclusivamente sulle valutazioni contenute nella relazione motivata del Servizio Sanzioni Amministrative, senza aver prima esaminato le osservazioni alla relazione formulate dal proponente (che – non può escludersi e, anzi, spesso riguarderanno anche l'opportunità stessa della consultazione e, in ogni caso, le sue modalità, tra cui quali estratti della lettera di contestazione pubblicare, l'eventuale anonimizzazione dei documenti, etc.; cfr. *infra* par. 5.b), appare problematica. La stessa Consob, nel Documento, sottolinea che la decisione di procedere alla consultazione non è obbligata, dovendo tenersi conto della tipologia degli impegni presentati e dell'impatto della violazione contestata sugli interessi degli investitori e del mercato, da contemperare sempre con degli interessi e i diritti del destinatario.

È quindi evidente che l'attuale impostazione risulti quantomeno sfavorevole per il proponente, escludendolo dal contraddittorio in una fase particolarmente delicata e su una questione potenzialmente lesiva dei suoi interessi, anche sotto il profilo reputazionale.

Si suggerisce, pertanto, di modificare l'art. 8-*sexies* prevedendo che il termine di trenta giorni a disposizione della Commissione per avviare la consultazione decorra dall'eventuale ricezione delle osservazioni scritte di cui all'art. 8-*quinquies*, comma 2, o comunque dalla scadenza del termine previsto per la loro presentazione. In questo modo, la

decisione verrebbe assunta sulla base di un quadro informativo più completo, garantendo un maggiore equilibrio tra le esigenze di tutela del mercato e il diritto di difesa del proponente.

**b.** Inoltre – diversamente dall’art. 8-*septies*, comma 2 relativo alla pubblicazione del provvedimento finale della Commissione – l’art. 8-*sexies* non prevede attualmente un esplicito riferimento all’art. 195-*bis* del TUF in merito alla possibilità, tra l’altro, di pubblicare in forma anonima i provvedimenti sanzionatori della Consob per ragioni di riservatezza degli atti e dei soggetti coinvolti.

Parrebbe trattarsi di un mero difetto di coordinamento – anche considerato che, altrimenti, sarebbe difficile comprendere l’utilità (sotto il profilo della tutela della riservatezza e reputazione del destinatario) di non pubblicare la decisione finale che accoglie gli impegni (o pubblicarla in forma anonima) una volta pubblicata la relativa proposta – che si ritiene opportuno correggere introducendo, anche all’interno dell’art. 8-*sexies*, comma 1, un richiamo esplicito all’art. 195-*bis* TUF. Una simile integrazione risulterebbe dunque necessaria, in primo luogo, per garantire che eventuali esigenze di riservatezza siano tutelate sin dalla fase di consultazione e non solo nella fase finale del procedimento. In secondo luogo, permetterebbe di assicurare una maggiore coerenza normativa, allineando il contenuto dell’art. 8-*sexies* con quanto già previsto dall’art. 8-*septies*, comma 2.

Alla luce di quanto sopra, si suggerisce di modificare l’art. 8-*sexies*, comma 1, introducendo un esplicito richiamo all’art. 195-*bis* TUF analogamente a quanto previsto all’art. 8-*septies*.

**c.** Infine, con riferimento all’eventuale fase di consultazione con il mercato, non si ritiene che essa possa dirsi efficacemente espletata senza prevedere che il Servizio Sanzioni Amministrative, d’intesa con la Divisione che ha formulato le contestazioni, sia chiamato a esaminare gli esiti del *market test* e a rivedere la propria relazione ai sensi dell’art. 8-*quinquies*, al fine di modificare oppure confermare alla luce di tali esiti le proprie “*valutazioni motivate*” (anche in considerazione dell’importanza fondamentale che, in generale, il Regolamento attribuisce alle valutazioni tecniche e alle proposte formulate dal Servizio Sanzioni Amministrative ai fini della decisione finale della Commissione).

Invero, una volta chiusa la fase di consultazione, ove non si prevedesse un simile esame degli esiti del *market test*, le “*valutazioni conclusive sulla proposta di impegni*” formulate dal Servizio Sanzioni Amministrative risulterebbero necessariamente parziali e la loro utilità ai fini della decisione finale di codesta rispettabile Commissione inevitabilmente ridimensionata (se non eliminata del tutto). Ciò appare ancor più evidente nel caso in cui il proponente si avvalga della facoltà di presentare osservazioni o addirittura di presentare modifiche e integrazioni alla proposta riconosciutagli dall’art. 8-*sexies*, comma 3.

Si ritiene, quindi, necessario integrare l’art. 8-*sexies* al fine di prevedere che, prima della trasmissione documentale attualmente prevista al comma 4:

- il Servizio Sanzioni Amministrative, d’intesa con la Divisione che ha formulato le contestazioni, sia chiamato a esaminare gli esiti del *market test* e le eventuali ulteriori considerazioni (incluse eventuali modifiche e integrazioni alla proposta) presentate dal proponente e rivedere di conseguenza la propria relazione motivata ai sensi dell’art. 8-*quinquies*;
- tale riesame debba concludersi con la predisposizione di una nuova relazione che confermi o modifichi le valutazioni motivate precedentemente formulate;

- al fine di garantire un pieno contraddittorio, contestualmente alla trasmissione alla Commissione, tale nuova relazione sia trasmessa anche al proponente gli impegni, affinché – entro un termine prefissato – possa presentare eventuali nuove osservazioni scritte (analogamente a quanto previsto dall’art. 8-*quinquies*, comma 2 con riferimento alla prima relazione).

## **6. Art. 8-septies (Fase decisoria)**

**a.** A fini di coordinamento e coerenza interna al Regolamento – ove si ritenga di accogliere il suggerimento di modifica formulato al precedente par. 5.c. circa la necessità che (i) il Servizio Sanzioni Amministrative, d’intesa con la Divisione che ha formulato le contestazioni, sia chiamato a esaminare gli esiti del *market test* e le eventuali ulteriori considerazioni presentate dal proponente e rivedere di conseguenza la propria relazione motivata ai sensi dell’art. 8-*quinquies*; (ii) il proponente abbia la possibilità di presentare a codesta spettabile Commissione eventuali osservazioni sulla nuova relazione – si suggerisce di modificare altresì l’art. 8-*septies*, comma 1, al fine di coordinarlo con le modifiche che codesta spettabile Commissione avrà ritenuto di introdurre alla formulazione dell’art. 8-*sexies*.

Come già evidenziato, si ritiene che tale intervento risulterebbe funzionale a garantire la completezza e integrità delle valutazioni poste a fondamento del provvedimento conclusivo con cui codesta spettabile Commissione approva o rigetta la proposta di impegni.

**b.** Inoltre, si ritiene in ogni caso che prevedere in modo generalizzato l’obbligatorietà della pubblicazione del provvedimento finale adottato dalla Commissione potrebbe avere un effetto disincentivante sull’utilizzo dello strumento degli impegni, scoraggiando i soggetti interessati dal proporli.

Pur consci del fatto che tale pubblicazione è prevista dalla normativa primaria, al fine di ridurre tale effetto disincentivante si suggerisce di prevedere espressamente che nella decisione pubblicata sia specificato che la proposizione di impegni da parte del proponente e l’accettazione degli stessi da parte della Commissione non implica l’accertamento di alcuna violazione, in linea con quanto stabilito dall’art. 196-*ter*, comma 1, TUF.

Alla luce di quanto sopra, si suggerisce di modificare l’art. 8-*septies* introducendo un’esplicita previsione secondo cui il provvedimento non comporta alcun riconoscimento di responsabilità. A tal fine, si potrebbe adottare la seguente formulazione del comma 2:

*“Ove sia stato preceduto dalla fase di consultazione, il provvedimento finale della Commissione è trasmesso al proponente gli impegni ed è altresì pubblicato sul sito internet della Consob, unitamente, in caso di approvazione, agli impegni assunti. Ove non sia stato preceduto dalla fase di consultazione, il provvedimento finale della Commissione è trasmesso al proponente gli impegni e, in caso di approvazione, è altresì pubblicato sul sito internet della Consob unitamente agli impegni assunti. Si applica l’articolo 195-bis del Tuf.”*

*Il provvedimento finale contiene l’indicazione che la proposizione di impegni da parte del proponente e la loro approvazione da parte della Commissione non implicano l’accertamento di alcuna violazione ai sensi dell’art. 196-ter Tuf.”*

Restiamo a disposizione di codesta Spett.le Commissione per fornire qualsiasi chiarimento in merito alle osservazioni contenute nel presente documento e, più in generale, per valutare ulteriormente i profili di interesse delle proposte di modifica e integrazione.

Cordialmente,

Giuseppe Scassellati Sforzolini

Bernardo Massella Ducci Teri

Giulia Checcacci

Paola Maria Onorato