

## LINEAMENTI DEL POTERE REGOLAMENTARE DELLA CONSOB \*

di *Giovanna De Minico*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le ragioni del conferimento del potere regolativo. – 3. Il potere di definire la misura di equilibrio tra valori normativamente selezionati. – 4. Analisi delle manifestazioni più significative di potere regolativo della Consob. – 5. La questione di costituzionalità del potere regolamentare. a) Premessa. b) La compatibilità valutata rispetto alle varie tipologie regolamentari. – 6. Conclusioni.

### 1. *Premessa*

La l. n. 216/1974 istituisce la Consob e le conferisce immediatamente poteri regolativi a rilevanza interna (art. 1, cc. 8° e 9°, l. n. 216/1974), mentre rimette al Governo il compito di configurare anche un potere idoneo a dettare prescrizioni vincolanti verso i terzi; il Governo, in attuazione della delega (art. 8, d.p.r. n. 138/1975), ha assegnato alla Consob il potere di «deliberare in via generale ... i requisiti per l'ammissione» al mercato borsistico e i contenuti e le modalità di pubblicazione del prospetto informativo per l'ammissione a quotazione.

Sempre in materia di prospetto – benché in tal caso si tratti del documento informativo che condiziona l'operazione di sollecitazione al pubblico risparmio, non l'ammissione in borsa – nell'83 il legislatore ha riproposto l'intervento della Consob in definizione del contenuto dell'obbligo informativo posto dalla norma primaria (art. 12, l. n. 77/1983).

---

\* Si ringraziano i dott.ri Magnoni e Sabatini per il materiale fornitomi sulla Consob e per lo scambio di idee avuto con loro in proposito; resta comunque la mia piena responsabilità per quanto esposto nel presente testo, che costituisce parte di un più ampio studio, in via di ultimazione, sul rapporto tra Antitrust e Consob, il che giustifica l'esiguo apparato di note in questa sede.

Con la l. n. 1/1991 il potere normativo della Consob invaderà prepotentemente l'area un tempo propria dell'autonomia negoziale, dettando i requisiti di forma e di contenuto dei contratti di intermediazione mobiliare; nel '91 il legislatore ha dilatato i confini materiali del potere prescrittivo dalla disciplina dell'attività informativa, quale fase prodromica al contratto, a quella propria del regolamento negoziale. La filosofia che ispira il legislatore della l. n. 1/1991 è diversa da quella sottostante alla l. n. 216/1974: quest'ultima si preoccupava di tutelare il risparmiatore mediante un flusso di informazioni complete, tendenzialmente obiettive e anticipate rispetto alla proposta di investimento che il mercato gli offriva, in modo da permettergli di compiere scelte di investimento consapevoli; la l. n. 1/1991 difende l'investitore in sede di regolamento negoziale perché detta una disciplina del rapporto sostitutiva di quella che il contraente forte avrebbe finito per imporre. Insomma, il legislatore della l. n. 1/1991 alla fiducia nelle capacità di scelta del risparmiatore reso edotto sostituisce l'incondizionata fede nell'onnipotenza della norma: prova ne sia l'eterodeterminazione delle clausole negoziali.

Da ultimo è intervenuto il d.lgs. 12 luglio 1996, n. 415, che ha ridimensionato il potere normativo della Consob a favore della costituenda società di gestione, alla quale spetterà di stabilire le future regole di organizzazione e di funzionamento del mercato. Alla Consob invece competerà tutto ciò che non è stato espressamente assegnato alla società: dunque, secondo una tecnica descrittiva di tipo residuale, la Consob conserverà il potere di disciplinare l'attività di intermediazione e l'«informazione prenegoziale», assumendo in tale accezione entrambe le manifestazioni divulgative; anche se, per quanto attiene all'informazione antecedente alla quotazione in borsa, l'oscurità del testo normativo suscita, come meglio vedremo in seguito, non poche perplessità, diversamente da ciò che accade per l'informazione che condiziona la sollecitazione al pubblico risparmio, pacificamente di competenza Consob.

Questo sommariamente il quadro del potere regolativo Consob dal 1974 ad oggi.

È evidente che siamo in presenza di un'attribuzione di potere non occasionale, come dimostrano i ripetuti interventi legislativi diretti ad incrementarlo, né circoscritto ad un limitato settore dell'attività di intermediazione, stante la vastità del suo oggetto che spazia dal comportamento prenegoziale a quello contrattuale in senso proprio. Tutto ciò impone una riflessione, in via preliminare, sulle ragioni del conferimento del potere regolativo, sulla natura, sui limiti e infine sulla compatibilità con il testo costituzionale, tenuto conto della concreta conformazione che ad esso potere ha dato il legislatore ordinario e non dell'astratta configurazione che il legislatore avrebbe potuto assegnargli.

## 2. Le ragioni del conferimento del potere regolativo

Il terreno della regolamentazione affidata alla Consob è conteso da valori tendenzialmente confliggenti, riferibili ad ambiti indifferenziati di soggetti, rispetto ai quali va cercata una misura di equilibrata coesistenza piuttosto che l'affermazione della regola della prevalenza dell'uno sull'altro; si pensi al perenne scontro tra l'esigenza del pubblico dei risparmiatori di disporre di un'informazione intesa come supporto a scelte di investimento ragionate e la pervicace ostilità dell'imprenditore a rendere visibile all'esterno tutto ciò che è identità d'impresa: strategie operative, fonti di finanziamento, assetto societario, composizione degli organi gestionali. Tra questi valori alla Consob si chiede di ideare una misura di equilibrata composizione che, pur accogliendo la legittima aspettativa del risparmiatore verso un prodotto informativo soddisfacente, sappia altresì allettare le imprese ad entrare nel mercato regolamentato, compensando gli oneri informativi con reali condizioni di efficienza.

Un'ulteriore caratteristica della materia in esame rende non agevole il lavoro del legislatore: si tratta di una realtà che per la presenza di fattori tecnici ed economici è in continuo divenire, il che sposta la responsabilità dell'attualità sulla norma, che se non è in grado di seguire le dinamiche fattuali rischia l'obsolescenza prima di venire alla luce. Si pensi, ad esempio, alla crescente domanda di informazione promossa dai risparmiatori a seguito dell'immissione sul mercato di prodotti finanziari «atipici»<sup>1</sup>, la cui maggiore complessità rispetto al titolo azionario richiedeva un'informazione più articolata ma soprattutto commisurata alla peculiarità dell'operazione. Ciò ha indotto la Consob, dopo un'iniziale prassi normativa non propriamente adeguata<sup>2</sup>, a predisporre accanto a un modello informativo di base, cioè valevole per ogni operazione di sollecitazione, una modulistica di prospetti differenziati in ragione delle caratteristiche delle singole operazioni, in modo

---

<sup>1</sup> Sul concetto di prodotto finanziario atipico cfr. per tutti: LIBONATI, *I problemi di inquadramento giuridico delle fattispecie esaminate*, in AA.VV., *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli. Recente evoluzione della prassi*, Milano, 1980, 27 ss.

<sup>2</sup> Intendiamo riferirci a quanto la Consob decise con Delibera 18 luglio 1989, con cui si limitò a dettare disposizioni generali per la redazione di uno schema base di prospetto, riservandosi il potere di determinare «di volta in volta le modalità di redazione dei prospetti e di pubblicizzazione dell'offerta» in occasione di singole operazioni diverse da quelle tipizzate nello schema base. Sul punto si rinvia alle osservazioni critiche di MARCHETTI, *Note sul prospetto informativo*, in AUTERI (a cura di), *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, Milano, Giuffrè, 1991, in part. 18.

da offrire, anche se indirettamente, ai risparmiatori un apporto conoscitivo commisurato all'innovazione finanziaria.

In tali settori «l'effettività» della disciplina dipende, in buona misura, dalla capacità del sistema normativo di assecondare l'evoluzione della tecnica: poiché, se il sistema dovesse rimanere immobile, inevitabilmente l'operatore lascerebbe alla realtà sociale, e non a regole giuridiche ormai superate, il compito di guidare i suoi comportamenti.

L'elemento tecnico-economico gioca però un ruolo che va ben oltre la dimensione meramente temporale, nel senso sopra indicato: esso costituisce la modalità espressiva della logica inerente a quella particolare realtà sociale (quella audiovisiva per il Garante per la radiodiffusione e l'editoria; quella del mercato mobiliare per la Consob, o addirittura del mercato in generale rispetto all'Antitrust) che, intollerante all'intervento di fattori terzi, in special modo a quello politico, rivendica una propria capacità di autogoverno<sup>3</sup>. Dunque, una sola è la disciplina compatibile con siffatta natura della materia: quella risultante da disposizioni che sviluppano la logica di settore, al punto – per essere rigorosi – da considerare illegittimi i precetti con essa incoerenti, ciò perché si assume che il settore abbia già in sé quanto occorre per un corretto svolgimento dei rapporti in esso implicati.

L'incidenza del fattore tecnico si avverte non solo sulla qualità del prodotto normativo – che come abbiamo detto deve essere il risultato di un processo di normazione a genesi endogena che assume solo formalmente le vesti dell'atto autoritativo – ma anche in sede di scelta della fonte deputata a dettare le regole. In via preliminare si dovrà escludere che materie così specialistiche possano essere compiutamente regolate nelle aule parlamentari: ad esse meglio si addicono ambiti decisionali più ristretti, agili nella struttura, qualificati per professionalità dei componenti e necessariamente lontani dalle sedi di decisione politica, considerato che la materia è intollerante verso letture prettamente politiche.

Tale ultima ragione induce a scartare anche il regolamento governativo, che pure in linea di principio potrebbe essere più adatto della legge ad assicurare l'adeguamento costante della disciplina posta in sede primaria a un tessuto sociale in continua evoluzione.

---

<sup>3</sup> Mette in evidenza efficacemente la tendenza dell'azione regolatrice delle AA.II. a interiorizzare la razionalità del settore loro affidato, CHEVALLIER, *Les autorités administratives indépendantes et la régulation des marchés*, in *Justices et économie*, 1995, janv.-juin, 81, in part. 86.: «Les AAI subissent l'influence du milieu social qu'elles sont chargées de réguler: elles tendent à se mimétiser sur ce milieu, à interioriser sa rationalité, à adhérer à ses valeurs; il en va de leur autorité et de leur efficacité».

Di conseguenza la competenza a regolare tali materie non può che essere affidata ad autorità estranee al circuito politico-rappresentativo, in modo che queste possano decidere la misura di equilibrio tra i diversi interessi in gioco in piena autonomia di giudizio o, più correttamente, indipendentemente dall'opinione che le forze politiche egemoni hanno dei medesimi<sup>4</sup>.

In tale ottica l'autorità indipendente si propone come il candidato ideale: in quanto amministrazione non-governativa, affrancata da vincoli di gerarchia, direzione o persino di mera tutela nei confronti del Governo, rappresenta l'antitesi al modello dell'amministrazione servente l'Esecutivo<sup>5</sup>, collocandosi «in un'area di soggezione esclusiva alla legge»<sup>6</sup>. L'A.I. è autorizzata ad assumere comportamenti che non sarebbero consentiti ad altra amministrazione: nel caso di specie è a lei rimesso di decidere se osservare o disattendere le direttive governative, alternativa che – nel caso in esame – sarà la legge naturale del settore a risolvere.

### 3. *Il potere di definire la misura di equilibrio tra valori normativamente selezionati*

La funzione regolativa delle AA.II. consiste nel definire la misura di equilibrio destinata a comporre in via preventiva il conflitto tra i diversi valori in gioco: «à la différence d'un juge, l'AAI n'intervient pas seulement en aval pour

---

<sup>4</sup> La dottrina francese ha prospettato un'identità «ibrida» del soggetto in esame, capace di proporsi come paladino delle libertà individuali ma, al tempo stesso, come autorità quando si avvale di poteri di regolazione e ordine. Sul punto MAISL, *Les Autorités administratives indépendantes: protection de libertés ou régulation sociale?*, in COLLIARD-TIMSIT (a cura di), *Les Autorités administratives indépendantes*, P.U.F., 1988, 75; da ultimo GUÉDON, *Les autorités administratives indépendantes*, L.G.D.J., 1991.

<sup>5</sup> Sul concetto di indipendenza, quale termine relazionale che predica una qualità di un soggetto rispetto ad altro si rinvia per tutti a CHEVALLIER, *Réflexions sur l'institution des autorités administratives indépendantes*, in *Semaine juridique*, 1986, 3254: «Or, on a vu apparaître dans l'univers administratif des structures placées hors hiérarchie, échappant à tout pouvoir d'instruction et de contrôle et disposant d'une liberté d'action juridiquement garantie; cette apparition met en cause les fondements de la construction de l'administration, et, au-delà, la conception même de l'Etat».

<sup>6</sup> Così CERULLI IRELLI, *Premesse problematiche allo studio delle «amministrazioni indipendenti»*, in BASSI-MERUSI (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Milano, Giuffrè, 1993, 19.

*resoudre des litiges, mais d'abord en amont pour fixer des règles du jeu et définir les équilibres souhaitables»<sup>7</sup>.*

La scelta di tale misura presuppone che la Consob, come ogni altra autorità indipendente, operi in presa diretta con la realtà, cioè conosca i fenomeni che intende regolare<sup>8</sup>; l'osservazione del dato materiale è preliminare alla decisione, quest'ultima non è però la forma esteriore dell'attività accertativa ma è impiego di energie volitive tese a valutare i fatti «complessi»<sup>9</sup> secondo parametri tecnici di non sicura acquisizione.

Si pensi, ad esempio, al concetto di *price cap*, introdotto e definito dalla l. n. 481/1995 (art. 2, cc. 18° e 19°), in base al quale le Autorità (di regolazione dei servizi di pubblica utilità) dovranno determinare le tariffe per i beni e i servizi prestati dal soggetto erogatore. L'impiego di tale criterio di calcolo non è il risultato di un'operazione algebrica: se tale è la determinazione della variazione massima consentita di media alle tariffe, che andrà appunto definita in base al tasso di crescita dell'indice dei prezzi al consumo secondo le rilevazioni dell'Istat, (art. 2, c. 17°, lett. A), l. n. 481/1995), non ha invece nulla di automatico la determinazione di un valore «x» che rappresenta l'obiettivo di recupero della produttività assegnato all'azienda, valore che va sottratto alla voce dell'integrale remunerazione dei costi, e che sarà liberamente definibile dall'Autorità dei servizi<sup>10</sup>.

Così, per fare solo un altro esempio, la l. n. 216/1974 e succ. mod. all'art. 18 conferisce alla Consob il potere di definire il contenuto dell'obbligo informativo, posto dalla norma, ma rimesso alla Consob per la necessaria traduzione da precetto generico in disposizione puntuale e specifica. La Consob ha provveduto a chiudere la fattispecie normativa completandola con quegli elementi indispensabili alla sua operatività: ha infatti indicato il tipo, il *quantum* e la qualità delle notizie da divulgare. Nel compiere tali scelte la Consob ha avuto come unici parametri, o se si vuole limiti cui attenersi, quelli del *fatto* e del *fine*.

<sup>7</sup> Così CHEVALLIER, *Les Autorités administratives indépendantes et la régulation des marchés*, in *op. cit.*, 1995, janv.-juin, 81, in part. 83.

<sup>8</sup> Sull'infedibilità della conoscenza quale momento acquisitorio indispensabile al processo decisionale, a prescindere dalla natura normativa o amministrativa dell'atto conclusivo del procedimento per tutti si rinvia a LEVI, *L'attività conoscitiva della pubblica amministrazione*, Torino, Utet, 1967, in part. 20.

<sup>9</sup> In proposito VIOLINI, *Le questioni scientifiche controverse nel procedimento amministrativo*, Milano, Giuffrè, 1986, in part. 136.

<sup>10</sup> Per il Regno Unito, dove tale profilo è stato già esaminato dalla dottrina, cfr. OFTEL, *The Regulation of British Telecom's Prices*, January, 1988; BEESLEY, Littlechild S.C., *The regulation of privatized monopolies in the United Kingdom*, in *Rand Journal of Economics*, vol. 20, n. 3, autumn, 1989.

Il fatto impone di commisurare la disciplina dell'informazione da prospetto, come già detto sopra, all'operazione da compiersi: se quest'ultima consiste nel ricorso da parte dell'impresa al risparmio diffuso – quale canale alternativo all'indebitamento bancario per finanziare la propria azienda – è necessario che l'appellante dichiari la propria identità e qualità, unitamente alle caratteristiche del titolo; altrimenti, cioè in presenza di uno standard informativo inferiore, non si consentirebbe al potenziale investitore di formarsi un'opinione ragionata in merito alla convenienza dell'operazione che gli viene proposta. Senza addentrarci sul terreno dei tipi notiziali richiesti dalla Consob, vogliamo semplicemente sottolineare che la scelta operata dalla Commissione di pretendere che gli imprenditori dichiarino la propria situazione patrimoniale e finanziaria non è un'operazione neutrale, cioè disinteressata, perché invece va in direzione di quel fine pubblico specifico a lei affidato, l'efficienza del mercato.

Ma la Consob è andata anche oltre perché – per quanto attiene al requisito della redditività dell'impresa, richiesto dalla legge per l'ammissione in borsa – ha preteso che, nel caso di società appartenente ad un gruppo, il requisito debba intendersi come capacità di produrre reddito in via autonoma dal gruppo. Con ciò escludendo la sussistenza del requisito nel caso che la società tragga prevalentemente il suo reddito da rapporti intrattenuti con il gruppo di appartenenza. Quindi, nel conflitto che si prospettava tra la difesa della politica di gruppo – tendente a imporre alle società affiliate delle strategie gestionali di artificiosa redditività – e la legittima aspettativa dei risparmiatori alla remunerazione del capitale investito, la Consob ha certamente ritenuto prevalente quest'ultimo. A conferma di quanto detto può giovare un'ulteriore osservazione: nel caso in cui un'impresa detenga partecipazioni in un'altra società, da cui ricava il suo reddito prevalente, la Consob<sup>11</sup> può ritenere non sussistente il requisito della redditività, benché nel caso in esame non si possa parlare di «redditività artificiosa». Il motivo della decisione della Commissione è dettato, invece, dalla preoccupazione di mettere il risparmiatore al riparo da promesse di guadagno altamente rischiose perché connesse ad investimenti concentrati in un unico soggetto. È la diversificazione patrimoniale, non la redditività, il requisito mancante, richiesto implicitamente dalla Consob, che così manifesta un'inequivoca vocazione all'attività tutoria nei confronti del risparmiatore sprovveduto.

---

<sup>11</sup> Come chiarisce la Consob nella relazione al reg. n. 4088/1989; in proposito cfr. FERRARINI, *L'ammissione alla quotazione in borsa*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1992, I, 297, in part. 317. Né le modifiche introdotte dal reg. n. 7456/1993 hanno modificato il tenore dell'art. 6, c. 2° del precedente testo, che dunque sul punto è rimasto invariato.

Abbiamo detto che la Consob è chiamata a integrare il precetto anche con scelte sulla quantità dell'informazione da dischiudere al mercato, scelta compiuta dalla Consob quando ad esempio si è riservata (reg. n. 4088/1989, art. 17, c. 5°) il potere di esonerare gli imprenditori dall'includere nel prospetto alcune delle notizie contenute nel modello astratto da lei redatto, deroga legittima in caso di notizie irrilevanti, inconcludenti o addirittura dannose al fine cui sono dirette, segnatamente l'informazione del pubblico<sup>12</sup>.

Non sono mancate le scelte sulla qualità dell'informazione, che secondo la Consob deve essere completa, quindi modellata sulle caratteristiche del fatto, neutrale, cioè priva di valutazioni in merito alla qualità dell'operazione proposta, e concludente rispetto al fine informativo; altri caratteri la Consob non ha preteso, quali ad esempio la veridicità: prova ne sia che il suo sindacato sui prospetti si è limitato al controllo della legittimità formale dell'atto, senza entrare nel merito delle notizie<sup>13</sup>. La Consob non si è voluta assumere la responsabilità della tendenziale obiettività del prospetto: da qui il rifiuto ad estendere il sindacato al profilo sostanziale dell'informazione, lasciando come unico garante di ciò il suo autore, dunque un garante di parte. Anche questa è una scelta che la Consob ha fatto, muovendosi in tal caso in direzione opposta all'ordinamento comunitario<sup>14</sup>.

Gli esempi riportati testimoniano la genesi «spontanea» di siffatte regole, nel senso che «l'impulso alla loro formazione non viene dall'autorità, ... ma dal determinarsi di circostanze per le quali le responsabilità dei soggetti operatori richiedono, onde essere individuate, una preventiva tavola di criteri o di principi»<sup>15</sup> e al tempo stesso indicano come necessario a chiudere

---

<sup>12</sup> Sul carattere personalizzato dell'informazione da prospetto nel caso che la Commissione si avvalga del potere di deroga si veda BERSENO BEGEY, «Filtro» e «trasparenza» nell'ammissione alla quotazione di borsa, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1985, I, 530.

<sup>13</sup> La tesi secondo cui il controllo debba spingersi fino a verificare la veridicità del prospetto risale a FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, Milano, Giuffrè, 1986, *passim*. *Contra* il resto della dottrina per tutti si veda per tutti ALPA, *Prospetto informativo. Orientamenti della dottrina*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1988, 359. Per una posizione originale cfr. MARCHETTI, *Note sul prospetto informativo*, in AUTERI (a cura di), *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, Milano, Giuffrè, 1991, 43.

<sup>14</sup> Cfr. Dir. cons. n. 389/1980 che al 2° Considerando prevede «informazioni adeguate e il più obiettive possibili riguardanti in particolare la situazione finanziaria dell'emittente e le caratteristiche dei valori».

<sup>15</sup> Assume la «necessità» quale impulso al procedimento di formazione della volontà normativa BERTI, *Interpretazione costituzionale*, II ed., Padova, Cedam, 1990, in part. 209, secondo l'A. si tratta di fonti che «si legittimano insomma su *necessità di disciplina*, e sono imposte dall'esperienza e dalle mutevoli e più sofisticate forme che questa prende nella sua rapida mutazione. L'origine di queste fonti tende perciò ad essere sempre meno politica, sempre meno le-

il percorso formativo delle regole un ulteriore passaggio: la sottoposizione del fatto, una volta osservato, al processo logico-valutativo dell'autorità, il che chiarisce definitivamente l'equivoco circa la pretesa natura obiettiva di tali regole, che lungi dall'essere «prive di ogni interesse per il giurista se non di natura meramente descrittiva», risentono, invece, proprio delle convinzioni, delle esperienze e delle conoscenze di chi le definisce<sup>16</sup>.

Opinabilità delle regole significa che se si muta il punto prospettico può cambiare radicalmente il risultato: la regola che ne scaturisce può essere opposta alla prima.

In conclusione, si può accettare l'attributo «tecnico» che solitamente accompagna le norme elaborate dalle AA.II., purché tale aggettivo rimandi non ad un processo regolativo di tipo obiettivo dai risultati univoci<sup>17</sup>, ma a quel rapporto di inerenza che lega la regola alla logica interna di settore; tecnico, insomma, starebbe ad indicare la non estraneità della disciplina, alla quale l'aggettivo si riferisce, alle leggi naturali, le quali in mancanza della normativa eteronoma governerebbero la materia *motu proprio*.

A questo punto dell'indagine possiamo formulare una prima conclusione: esiste un limite implicito all'attività normativa della Consob rappresentato dall'elemento materiale che orienta il processo regolativo verso il basso in modo da assicurare un prodotto normativo flessibile e commisurato alle dinamiche dei rapporti osservati.

Al limite del fatto si aggiunge quello teleologico composto dagli interessi selezionati in sede di normazione primaria, i quali rappresentano il vincolo di fine cui dovrà obbedire il potere regolativo ed è proprio tale ultimo limite che esclude in radice l'appartenenza del regolamento alla categoria degli atti politici in senso stretto, i quali si caratterizzano per la capacità di autodeterminarsi nel fine<sup>18</sup>, attitudine estranea dunque al potere in esame.

---

gittimata attraverso le dinamiche dei pubblici poteri tradizionali. Assistiamo ad una sorta di rovesciamento di prospettiva o di inversione di marcia: le fonti ora dette non discendono dall'alto del potere statale ma, derivano dall'esperienza, si legittimano sulla scorta di un tipo nuovo di *necessità di normazione*.

<sup>16</sup> Sono definite in termini di «questioni scientifiche controverse» le realtà aventi tali caratteri da VIOLINI, *op. cit.*, in particolare l'ultimo capitolo.

<sup>17</sup> Acutamente osserva il limite in ordine alle «questioni scientifiche controverse» della «mitica concezione della necessaria univocità e perfezione delle soluzioni che la scienza e la tecnica possono offrire a determinati problemi» BACHELET, *L'attività tecnica della pubblica amministrazione*, Milano, Giuffrè, 1957, in part. 38.

<sup>18</sup> Sull'indirizzo politico, vedi, fra gli altri, V. CRISAFULLI, *Per una teoria giuridica dell'indirizzo politico*, in *Studi urbinati*, 1939; CHELI, *Atto politico e funzione di indirizzo politico*, Milano, Giuffrè, 1961; ID., *Funzione di governo, indirizzo politico, sovranità popolare*, in AMATO-BARBERA (a cura di), *Manuale di diritto pubblico*, Bologna, Il Mulino, 1994, 335; MARTINES, *Indiriz-*

Secondo tale ricostruzione il potere regolamentare si collocherebbe in una posizione immediatamente sottordinata alla funzione di indirizzo politico, di cui anzi costituirebbe il primo grado di attuazione, ma, al tempo stesso, sovraordinata a quella di amministrazione, che troverebbe nel regolamento principi e criteri ai quali attenersi.

Il potere regolamentare conforma a sé l'esercizio della futura azione amministrativa<sup>19</sup>, o delimitandone la discrezionalità nel caso anticipi l'attività di amministrazione attiva, o assegnandole un parametro di giudizio nel caso preceda l'attività di controllo.

Si conviene dunque con quella autorevole dottrina<sup>20</sup> che acquisisce il potere regolamentare all'area dell'attività di alta amministrazione, situandolo in una posizione intermedia tra la funzione di indirizzo politico, cui deve obbedire, e quella di amministrazione su cui, invece, prevale<sup>21</sup>.

Anche il potere regolamentare delle AA.II. viene a operare sullo stesso terreno dell'azione amministrativa, nel senso che ne disciplina in linea preventiva il futuro esercizio<sup>22</sup>. La circostanza che il potere regolamentare si manifesti allo stesso livello di azione del potere amministrativo non comporta che necessariamente si comunichi l'attributo della discrezionalità dal secondo al primo. La discrezionalità, comunque la si intenda, è sempre connessa al concreto provvedere, perché è valutazione dei diversi interessi in gioco al fine

---

zo politico, in *Enc. dir.*, vol. XXI, Milano, Giuffrè, 1971, 134; FERRARA, *Problemi attuali dell'indirizzo politico nei sistemi di governo parlamentari: il caso italiano*, in *Pol. dir.*, 1981, 413; DOGLIANI, *Indirizzo politico. Riflessioni su regole e regolarità nel diritto costituzionale*, Napoli, Jovene, 1985; CIARLO, *Mitologia dell'indirizzo politico e identificazione partitica*, Napoli, Liguori, 1988; GROTTANELLI DE' SANTI, *Indirizzo politico*, in *Enc. giur.*, vol. XVI, Roma, Treccani, 1989, 1; CAPOTOSTI, «Unità e coerenza nell'indirizzo dei governi di coalizione», in AA.VV., *Le forme di governo nei moderni ordinamenti policentrici*, Milano, Giuffrè, 1991.

<sup>19</sup> Per un'efficace illustrazione della relazione intercorrente tra potere regolamentare ed attività di amministrazione CARLASSARE, *Regolamenti dell'esecutivo e principio di legalità*, Padova, Cedam, 1966, in part. 187, l'A. assume per i regolamenti disciplinanti l'uso delle facoltà spettanti all'esecutivo la terminologia di regolamenti «funzionali»; ID., *Regolamento (dir. cost.)*, in *Enc. dir.*, vol. XXXIX, Milano, Giuffrè, 1988, in part. 619.

<sup>20</sup> Per un'acquisizione del potere regolamentare all'area dell'attività di alta amministrazione cfr. CUGURRA, *L'attività di alta amministrazione*, Padova, Cedam, 1973.

<sup>21</sup> In merito v. CHELI, *Potere regolamentare e struttura costituzionale*, Milano, Giuffrè, 1967, in part. 434.

<sup>22</sup> Come autorevolmente illustrato dal Cheli, il livello di intervento dell'azione di un determinato potere è cosa diversa dalla natura del potere stesso: così la «struttura "politica" o "discrezionale" di un determinato potere non sarà tanto il risultato della qualità (normativa o amministrativa) del potere stesso quanto del livello di azione (primario o secondario) in cui tale potere è posto dall'ordinamento in condizione di potersi manifestare».

di individuare la modalità di cura più appropriata dell'interesse pubblico specifico: nel caso in oggetto, invece, la «modalità di cura» è già individuata dal legislatore e dunque non può costituire il risultato di una ponderazione discrezionale. È evidente, quindi, che la libertà dell'Autorità indipendente si sposta dal piano della valutazione a quello della definizione degli elementi essenziali a completare la fattispecie normativa deliberatamente lasciata aperta dal legislatore; si tratta di un apporto indispensabile al perfezionamento del precetto normativo, di un contributo al quale non può negarsi la dignità di atto normativo, che come tale concorre a costituire l'ordinamento giuridico, e non a darvi mera attuazione<sup>23</sup>.

Rispetto allo schema generale prima delineato i regolamenti delle AA.II. presentano una peculiarità: l'autorità competente alla loro emanazione è investita al tempo stesso del potere di vigilare sull'osservanza, prestata dai destinatari, alle norme da lei previamente poste.

Procediamo con ordine per meglio comprendere tale aspetto.

I regolamenti dettano norme volte a disciplinare rapporti intersoggettivi, ma tali regole hanno come destinatari non solo i privati, bensì anche l'autorità emanante in ragione del fatto che funzioni regolative e di controllo sono state riferite al medesimo soggetto; accade perciò che le norme di relazione rivolte ai consociati siano al tempo stesso regole di azione per l'autorità emanante, che dovrà ad esse attenersi perché costituiscono il parametro nel giudizio di conformità sulla condotta concretamente assunta dal privato<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> In proposito PIRAS, *Discrezionalità amministrativa*, in *Enc. dir.*, vol. XIII, Milano, Giuffrè, 1964, 65 ss.; il quale nega l'afferenza del potere regolamentare al tema della discrezionalità. Cfr. la diversa posizione di CHELI, *op. ult. cit.*, in part. 435, secondo il quale «la caratteristica essenziale dei poteri in parola ... s'individua, dunque, non nella "politicità", ma nella "discrezionalità"», con ciò implicitamente si esclude l'esistenza di una terza via all'alternativa tra potere politico e potere amministrativo, vale a dire una qualificazione del potere regolamentare autonoma rispetto alle suindicate categorie. Già in precedenza autorevole dottrina aveva efficacemente sottolineato la sostanziale diversità tra la norma giuridica secondaria e il concreto provvedere, negando che la prima possa «essere considerata uno sviluppo» del secondo, e traendo da tale premessa l'importante conseguenza sul terreno del fondamento del potere regolamentare, da rintracciarsi necessariamente in un conferimento contenuto in una legge, a nulla rilevando l'attribuzione alla medesima autorità del potere discrezionale, così DE VALLES, *Il fondamento del potere regolamentare*, in *Riv. dir. pubbl.*, 1930, in part. 150-151; ZANOBINI, *Sul fondamento giuridico della potestà regolamentare*, in *Arc. giur. F. Serafini*, 1922, 22 ss.; RANELLETTI, *La potestà legislativa del Governo*, in *Riv. dir. pubbl.*, 1926, 165.

<sup>24</sup> In merito GIANNINI, *Consob*, in FLICK (a cura di), *Consob. L'istituzione e la legge penale*, Milano, Giuffrè, 1987, in part. 55. Il fatto che la Consob attui la legge che lei stessa si è data suscita non pochi problemi in ordine alla distribuzione delle funzioni tra i poteri dello Stato, questione che merita uno spazio ben più ampio di quello che l'economia del presente lavoro

Nella medesima direzione sembra muoversi il d.lgs. n. 415/1996 (di recepimento della direttiva CEE 10 maggio 1993, n. 93/1922 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e della direttiva CEE 15 marzo 1993, n. 93/6 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi) che all'art. 4 ripartisce il potere di vigilanza tra Banca d'Italia e Consob in ragione delle materie rispettivamente affidate; conseguentemente ciascuna autorità sarà chiamata a controllare le norme da essa stessa previamente poste.

#### 4. *Analisi delle manifestazioni più significative di potere regolativo della Consob*

Possiamo dire, procedendo per grandi linee, che il potere regolamentare della Consob riguarda tendenzialmente i settori dell'informazione al mercato e del comportamento, tanto prenegoziale che attuativo dell'impegno contrattuale, degli intermediari mobiliari. Il primo campo di intervento corrisponde anche cronologicamente alle prime attribuzioni di potere regolativo alla Consob, risalenti agli artt. 8, d.p.r. n. 138/1975 e 12, l. n. 77/1983, che in quanto norme sulla produzione giuridica configurano la nuova fonte vincolandola nell'oggetto e nei principi. Le citate disposizioni rimettono al potere regolativo di definire il contenuto di taluni obblighi informativi, rispettivamente di quello antecedente l'inizio delle negoziazioni in borsa (l'art. 8, d.p.r. n. 138/1975), e di quello condizionante l'avvio di un'operazione di sollecitazione al pubblico risparmio (art. 12, l. n. 77/1983). Tra le due fattispecie informative è dato individuare come comune denominatore il fatto che

---

può ad essa assegnare. Ci si limita a richiamare l'attenzione sulle soluzioni elaborate dalla dottrina francese, peraltro poco soddisfacenti sul punto: la giurisprudenza del *Conseil Constitutionnel* (*Décision 28 juillet 1989, n. 260*, in *Rev. fr. droit adm.*, 1989, n. 6, 670, intervenuta anche in merito all'attribuzione di poteri regolativi e sanzionatori alla C.B.O. art. 5, l. n. 531/1989) ha liquidato sbrigativamente la questione escludendo che: «le principe de la séparation des pouvoirs, non plus qu'aucun principe ou règle de valeur constitutionnelle ne fait obstacle à qu'une autorité administrative, agissant dans le cadre de prérogatives de puissance publique, puisse exercer un pouvoir de sanction de lors ...». Pur ammettendo che le conclusioni del giudice francese possano valere anche per il nostro ordinamento, rimarrebbe comunque aperta la questione dell'alterazione del sistema dei contrappesi, che non opererebbero in compensazione della concentrazione dei poteri delle AA.II. e perché esse sono sottratte al giudizio politico, e perché sottoposte ad un sindacato giurisdizionale fisiologicamente «tenue», stante la natura delle loro decisioni. Sul punto sia consentito il rinvio a DE MINICO, *Profili della tutela giurisdizionale avverso gli atti dell'autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Jus*, in corso di pubblicazione.

entrambe realizzano «un'occasione di investimento su di un mercato, inteso come luogo ideale nel quale si muove ed al quale si rivolge una molteplicità indifferenziata di partners»<sup>25</sup>.

Indaghiamo ora in merito al rapporto che intercorrere tra le norme di legge e quelle regolamentari. Le prime prescrivono a chi intenda rivolgersi al mercato dei capitali l'obbligo di informare anticipatamente il pubblico circa le caratteristiche dell'operazione che si propone e la propria situazione patrimoniale e finanziaria, in modo che il risparmiatore sia posto in condizione di addivenire consapevolmente al contratto. Alle norme di regolamento compete invece di specificare il contenuto dell'obbligazione assumendo come criteri guida: l'adeguatezza dell'informazione al fatto<sup>26</sup> e la sua concordanza con il fine di potenziare le condizioni per l'esercizio di una libertà economica<sup>27</sup>, segnatamente quella negoziale.

Il binomio legge-regolamento disegna un sistema informativo ambizioso perché tende a perequare l'iniziale posizione di disparità negoziale tra i contraenti, imponendo alla parte privilegiata «l'obbligo di dischiudere le notizie alle quali l'altra parte – il risparmiatore – non avrebbe accesso»<sup>28</sup>. In tale contesto si inserisce l'intervento della Consob che nello standardizzare il modello di condotta visibile all'esterno e nel sollecitarne adozione da parte degli imprenditori si propone nel ruolo di «riduttore delle asimmetrie informative»<sup>29</sup>.

Ora per quanto attiene al profilo sostanziale dei regolamenti in questione (reg. n. 4088/1989 e succ. mod. e reg. n. 6430/1992 e succ. mod.) possiamo dire che le disposizioni secondarie in linea con il principio di legalità si limitano a riprodurre o al più ad attuare quanto prescritto in sede di normazione primaria, non apportando alcun contributo innovativo: in conclusione, i problemi, che in seguito vedremo, relativi ai regolamenti emanati in virtù della l. n. 1/1991 in tal caso non sono neanche prospettabili.

Infatti, si presenta molto più articolata la tipologia normativa contenuta nei regolamenti emanati a seguito della l. n. 1/1991.

In via preliminare va chiarito che in tal caso non può parlarsi di un regolamento di esecuzione o di attuazione o altro, ma più correttamente do-

---

<sup>25</sup> Così MARCHETTI, *op. cit.*, in part. 45.

<sup>26</sup> In merito si rinvia a quanto per brevi cenni già detto al par. 3.

<sup>27</sup> Sul punto VESPERINI, *La Consob e l'informazione del mercato mobiliare*, Padova, Cedam, 1993, in part. 117.

<sup>28</sup> Così VESPERINI, *op. cit.*, in part. 111.

<sup>29</sup> In merito PREDIERI, *Il nuovo assetto dei mercati finanziari e creditizi nel quadro della concorrenza comunitaria*, vol. I, Milano, Giuffrè, 1992, in part. 498 ss.

vrà dirsi che il medesimo atto contiene norme esecutive, attuative o anche indipendenti: dunque, è un contenitore polifunzionale.

Sono di tipo attuativo, ad esempio, quelle disposizioni del reg. n. 8850/1994 (vedi artt. 5 e 10) che rendono operativo l'obbligo informativo imposto dall'art. 6, c. 1°, lett. *b*) della citata legge, assegnandogli la forma del «documento informativo da consegnare al cliente». Ma nello stesso atto si rinvencono altresì norme innovative che traggono dall'art. 9, c. 2°, l. n. 1/1991 il loro titolo legittimante, l'oggetto e i principi cui attenersi, ma che non si limitano a dare mera attuazione alle prescrizioni di legge, ponendo esse stesse delle prescrizioni *ex novo*. Così l'art. 7 del presente regolamento pone la regola dell'atto scritto, mentre l'art. 12 quella della separazione contabile tra le diverse attività e del divieto di scambio di informazione tra un ramo di attività e un altro, disposizioni queste che contribuiscono a disegnare un mercato conoscibile all'esterno, dunque in linea con l'obiettivo di legge della trasparenza. O ancora si pensi alle disposizioni del regolamento che impongono alla Sim l'obbligo di cura dell'interesse del cliente, poi specificato nel divieto di consigliare operazioni eccessive per volume, dimensioni o frequenza (art. 6 reg.), o a quelle che vietano di operare in conflitto di interessi con il cliente (art. 4 reg.). Tale ultimo gruppo di norme accoglie l'indicazione affermata in sede di norma primaria (art. 9, c. 2°, l. n. 1/1991) di improntare i rapporti tra operatore e cliente al valore della correttezza, e dunque guarda a tale obiettivo quando concretamente conforma le relazioni intersoggettive del mercato finanziario.

L'art. 9, c. 3°, l. n. 1/1991 consente anche l'introduzione di disposizioni assimilabili a quelle proprie di un regolamento indipendente, perché la norma primaria si limita a conferire il potere e ad assegnargli l'oggetto (si tratta del potere di disciplinare la condotta degli intermediari nel caso in cui il cliente non abbia predeterminato gli elementi dell'operazione), ma manca di porre un principio di normazione sostanziale; quindi, in effetti, i precetti Consob intervengono a livello sostanzialmente primario, rappresentando la disciplina in via originaria e iniziale della materia<sup>30</sup>.

Infine, non mancano neppure esempi di disposizioni delegate (art. 20 c. 1°, l. n. 1/1991): la norma consente al regolamento Consob di prevedere modalità di negoziazione anche diverse da quelle indicate nell'art. 17, l. n. 272/1913. In tal caso va notato che il procedimento di delegificazione è stato correttamente strutturato, sempre che si voglia assumere a paradigma

---

<sup>30</sup> Per analisi ragionata dei regolamenti della Consob vedi lo studio di MARZONA, *Il potere normativo delle autorità indipendenti*, in CASSESE-FRANCHINI (a cura di), *I garanti delle regole*, Bologna, Il Mulino, 1996, 87 ss.

quello dell'art. 17, c. 2°, l. n. 400/1988, in quanto la legge delegificante non omette né di indicare le norme primarie da eliminare, né di porre le «norme generali regolatrici» e quindi pre-configura, vincolandolo, il contenuto delle future norme secondarie.

Una vera e propria rivoluzione in tema di fonti (secondarie e non) è annunciata dal d.lgs. n. 415/1996, che in un'ottica di privatizzazione dei mercati trasferisce (art. 47) i compiti di gestione e di regolazione un tempo della Consob a soggetti privati: le società di gestione. L'iter costitutivo di queste «atipiche» società per azioni dovrà essere preventivamente disciplinato dalla Consob con atto regolamentare, che ne fisserà i requisiti soggettivi e oggettivi. Tale regolamento ha nella legge solo il titolo e il suo oggetto, ma di certo il suo esercizio non è prefigurato dall'art. 46, c. 2°, lett. a) e b)<sup>31</sup>.

Il decreto chiama di nuovo in causa la Consob quando, nata la società, dovrà accertarsi che la stessa possessa i requisiti anticipatamente prescritti dalla Consob; alla quale competerà altresì di rilasciare la conseguente autorizzazione per l'esercizio dell'attività di gestione dei mercati.

Dunque, il futuro gestore dei mercati finanziari sarà un soggetto privato, il cui procedimento costitutivo prevede l'intervento di un soggetto pubblico in veste di garante della sua adeguatezza professionale e economica. La commistione tra pubblico e privato non si arresta al momento genetico ma coinvolge anche la fase operativa della società di gestione i cui atti regolamentari o di ordinaria amministrazione sono sottoposti alla vigilanza Consob.

Il legislatore italiano ha così in parte recepito il modello statunitense della borsa come *Self regulatory organization*, che ha un proprio interesse ad offrire prodotti di qualità, cioè titoli tendenzialmente stabili, e conseguentemente si propone come soggetto affidabile per prevenire o reprimere le condotte scorrette: la borsa, in altri termini, anche se sottoposta alla disciplina privatistica, continuerebbe ad assicurare la buona fede nei rapporti tra gli

---

<sup>31</sup> La legge, ad esempio, avrebbe potuto opportunamente prevedere dei limiti alla composizione dell'assetto societario dell'istituenda società in modo da evitare la concentrazione del capitale di maggioranza nelle mani di pochi operatori, che attraverso il controllo societario intendano assicurarsi il governo del mercato. Ma tale profilo è stato trascurato dal legislatore né è recuperabile in sede regolamentare, a meno che non si voglia superare il principio di legalità. Infatti, il regolamento Consob (Delibera 1 ottobre 1996, n. 10247), adottato ai sensi dell'art. 46, c. 1° del decreto legislativo in esame, si è strettamente attenuto all'oggetto indicatogli dalla norma primaria, determinando il capitale, e graduandolo in ragione della più o meno accentuata rischiosità dell'attività svolta, e la tipologia delle attività connesse e strumentali delle società di gestione. Qualunque prescrizione relativa alle modalità di composizione dell'assetto societario equivarrebbe a una norma *contra legem* perché avrebbe sostituito il principio civilistico di libera composizione del capitale con un divieto di concentrazione di un certo numero di azioni in capo allo stesso soggetto.

operatori, coprendo il ruolo un tempo svolto dalla Consob. Il nostro legislatore ha dunque definitivamente abbandonato un sistema di tipo autoritativo di governo del mercato finanziario, ma diversamente dall'esperienza statunitense, ha proposto una *self-regulation* integrata da elementi di eteroregolamentazione, secondo uno schema a doppio livello, che prevede la società di gestione nelle vesti di regolatrice e controllore del mercato e la Consob come vigilante sul soggetto di autoregolamentazione<sup>32</sup>.

Per quanto attiene al nostro tema, cioè l'esercizio del potere normativo, il legislatore ha ripartito la relativa competenza tra Consob e società di gestione secondo il criterio del doppio binario. Infatti, il regolamento sul funzionamento dei mercati sarà deliberato dall'organismo di autogoverno, ma la sua operatività è condizionata all'approvazione della Consob, come si argomenta dal fatto che il legislatore abbia assunto l'esito positivo del controllo sul regolamento quale requisito essenziale per la costituzione del soggetto (art. 48, c. 1°, lett. a)). Anche per le modifiche da apportare al regolamento è contemplato l'intervento approvativo della Consob, che non potrà mancare in caso di conformità dell'atto ai requisiti di cui all'art. 48, c. 1°, lett. b), d.lgs. n. 415/1996.

Cerchiamo ora di chiarire qual è la natura dell'atto in esame: esso, che impropriamente la legge definisce «regolamento», ha una provenienza privatistica e, di conseguenza, non potrà che avere un'efficacia limitata alle parti del rapporto negoziale, vale a dire potrà spiegare i suoi effetti solo nei confronti dei soggetti che hanno chiesto e ottenuto l'ammissione in borsa. Tale imperatività *inter partes* è incompatibile con il riconoscimento della natura normativa dell'atto in oggetto, natura questa che ricorre solo rispetto agli atti potenzialmente idonei a dettare regole imperative, cioè sorretti da un'obbligatorietà indipendente dalla volontà di accettazione dei destinatari. Nel caso in esame, invece, siamo dinanzi a un atto equiparabile ad uno statuto societario con cui si disciplinano i futuri ed eventuali rapporti tra il sogget-

---

<sup>32</sup> La soluzione italiana ricorda nelle linee essenziali il modello anglosassone, che a partire dal *Financial Service Act* (1986 e succ. mod.) opera una riduzione delle competenze regolative degli organismi privati (S.R.O.), il cui potere regolamentare viene sottoposto alla preventiva approvazione del soggetto pubblico, la S.I.B. Attraverso l'omologazione dei *rulebooks* delle S.R.O. la S.I.B. recupera porzioni di potere normativo, perché le S.R.O. al fine di ottenere l'approvazione hanno riproposto nei propri atti sostanzialmente le medesime regole dettate dal soggetto pubblico, anche se la norma (*Companies Act* 1989, *Schedule 2* del F.S.A.) aveva sostituito al requisito della *equivalence* quello della *adequacy* rispetto all'interesse degli investitori, con ciò negando alla S.I.B. la possibilità di comparare ai propri atti normativi quelli di provenienza privata. Sul punto diffusamente cfr. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, Egea, 1993, in part. 154.

to associativo e i suoi soci, con l'unica, ma non trascurabile, differenza che lo statuto è un atto di compartecipazione dei soci, i quali, anche se in diversa misura, contribuiscono alla sua redazione e alle future modifiche. Tale ragionamento non è riproponibile nei medesimi termini rispetto ai regolamenti della società di gestione, i quali non prevedono la partecipazione in nessuna veste, neanche consultiva, dei destinatari dell'atto. Ciò però non contraddice la nostra tesi fondata sulla natura negoziale del regolamento in oggetto, natura che anche per altra via può essere dimostrata: basti considerare la richiesta di ammissione in borsa, istanza certamente volontaria, come atto di consenso anticipato ad ogni futura proposta di regolamentazione che il soggetto collettivo intenderà porre.

Né la circostanza, peraltro tutt'altro che pacifica, che la delibera della società possa assumere la forma di un regolamento Consob, in quanto ad approvarla è proprio questo organismo, è tale da comunicare all'atto approvato la forza di un regolamento Consob perché in tal caso risulterebbe vanificato l'obiettivo della riforma di superare il sistema di eteroregolazione del mercato.

Il punto è altro, e consiste nel vedere in che misura conta l'apporto Consob. Due le ipotesi che allo stato si possono prospettare. La prima è che l'approvazione Consob sia un elemento integrativo dell'efficacia di un atto già perfetto, con la conseguenza che l'approvazione potrà essere concessa o negata, ma non rilasciata a condizione, perché il momento decisionale dell'atto si è già compiuto. Così configurato l'apporto Consob, ne consegue il pieno riconoscimento della paternità dell'atto al soggetto privato, il che porrebbe non pochi problemi se con tale delibera si volessero disciplinare i rapporti con i terzi, perché in tale evenienza l'atto si erigerebbe a fonte di produzione del diritto, superando la forza che gli è consentita conformemente alla sua natura, quella di essere «legge tra le parti» *ex art. 1372 c.c.*

La seconda ipotesi si articola considerando l'approvazione come atto volitivo e non sindacatorio e, come tale, capace di modificare lo schema di regolamento della società, che risulterebbe in ragione di tale costruzione degradato a proposta obbligatoria ma non vincolante. In tal caso l'atto regolativo apparterrebbe, non solo formalmente ma anche sostanzialmente, alla Consob, che ha negoziato il contenuto del regolamento con il privato: saremmo in presenza di un modulo convenzionale di esercizio del potere normativo; i problemi di inserimento prospettati nel primo caso qui ovviamente non si porrebbero. In tale direzione sembra muoversi il legislatore francese che – con l'art. 42 della l. n. 96/597 del 2 luglio 1996 «*De modernisation des activités financières*» – consente al soggetto pubblico ampi poteri sindacatori sugli atti regolativi delle *entreprises du marché*.

In entrambe le ipotesi è necessario analizzare, anche se per brevi cenni, il tipo di regolamento che la società è tenuta ad emanare.

L'art. 47 delimita lo spazio del regolamento, definendone oggetto e valori cui la futura disciplina dovrà obbedire: «trasparenza del mercato e tutela degli investitori». Ai fini di una sua compiuta definizione dell'oggetto si dovranno trarre indicazioni non dalla sola disposizione *ad hoc* (l'art. 47), ma dall'intero sistema disegnato dal decreto in esame. Ora, assunta la natura negoziale del potere regolativo della società privata, ne consegue che le future regole dovranno incidere solo sui rapporti con gli associati, non potendo riguardare i terzi: ciò esclude che la società possa dettare regole in materia di informazione societaria, sia di quella fornita dal prospetto di emissione, che di quella del prospetto di quotazione. In merito alla competenza a redigere quest'ultimo potranno forse avanzarsi dei dubbi, stante l'accessorietà di tale atto al procedimento di ammissione, il quale figura tra gli oggetti, specificamente enumerati dal decreto, di intervento del potere regolativo della società di gestione.

Dunque, è proprio alla controversa natura dell'atto regolativo della società di gestione che occorrerà riferirsi per meglio delimitare l'ambito di competenza del potere regolativo privato, in mancanza di univoche indicazioni normative.

In termini analoghi andrà risolto il problema del tipo di sanzioni che la società potrà imporre ai propri associati per l'inadempimento di un obbligo contrattuale. Escluderei che tali sanzioni possano consistere nell'esclusione del soggetto dalla borsa, perché ciò avrebbe effetti anche sui terzi, i risparmiatori che sarebbero pregiudicati dalla provvedimento di revoca del titolo; dunque, stante la rilevanza meramente negoziale del regolamento della società, potranno ammettersi le sole sanzioni che non superino la sfera soggettiva del trasgressore, e cioè quelle meramente civilistiche.

Riterrei a questo punto della trattazione necessario un chiarimento sul tipo di poteri che il decreto assegna al soggetto privato, perché tale profilo risulta utile al fine di individuare gli esatti confini materiali del potere regolativo. Il decreto conferisce al soggetto collettivo poteri di mera gestione dei servizi unitamente a poteri di rilevanza pubblicistica, quali quelli di selezionare l'aspirante al mercato o di controllare la permanenza del titolo al listino, ma tali attribuzioni sono nettamente distinguibili dall'erogazione di servizi, anche se ad esercitarli è il medesimo soggetto. Quando si tratta di poteri di regolazione del mercato il fine pubblico permane anche se il titolare è ora diventato una persona giuridica privata, come confermato dalla previsione del controllo Consob sull'atto regolativo: ne consegue l'illegittimità di includere nel regolamento le cause di revoca del titolo diverse dal

turbamento dei corsi o dalla lesione degli interessi dei risparmiatori, perché sono solo questi gli interessi difesi dal procedimento revocatorio. In altri termini, si dovrà avere riguardo alla natura degli interessi, ai quali sono rispettivamente preordinati il potere gestorio e regolatorio, per valutare la legittimità delle previsioni regolamentari, che, se riguardanti il profilo della gestione dei servizi, dovranno obbedire alla logica civilistica, se attinenti l'aspetto regolatorio dovranno ispirarsi ai valori della trasparenza e dell'efficienza del mercato.

Difficile è il giudizio sulla legittimità di siffatto «regolamento», abilitato a disciplinare materie coperte da riserva relativa di legge (art. 41, c. 2° Cost.), e elevato dalla legge stessa a fatto condizionante la disposta abrogazione delle precedenti disposizioni primarie e secondarie (art. 56, c. 8°, lett. c) del decreto in esame, si esprime infatti nei termini di «sostituzione»).

Nel tentativo, comunque prematuro, di assegnare una qualificazione formale all'atto in esame guarderei piuttosto alla *deregulation*, che non alla delegificazione, in quanto il legislatore non ha modificato la fonte della disciplina, sostituendo a quella primaria altra, ma ha ceduto la materia alla libera contrattazione. Ora rispetto alla *deregulation* non vigono i limiti propri della delegificazione, quali l'indicazione in sede di norma delegificante dei principi e delle norme da abrogare, perché siamo in presenza di un atto di rinuncia del legislatore all'esercizio della funzione regolativa a favore dell'autonomia negoziale. Per la fattispecie in esame varranno, invece, i limiti propri della riserva, che anche se relativa, impone comunque al legislatore di parlare per primo e dunque essa si rivela incompatibile con una *deregulation* piena, perché la risposta alla riserva non può mai essere un atto omissivo del legislatore, quale è appunto la dimissione di una data materia.

Chi invece volesse sostenere la natura normativa del «regolamento», comunque rileverà profili di dubbia legittimità dell'atto per come lo ha configurato il decreto in esame: si tratterebbe, infatti, di un regolamento del tipo di quello di cui all'art. 17, c. 2°, l. n. 400/1988 non pienamente conforme alle prescrizioni del modello di appartenenza. Infatti, l'effetto abrogativo non potrebbe in tal caso ricondursi alla legge delegificante (leggi decreto legislativo), che non ha individuato le norme da eliminare, bensì al regolamento autorizzato. Né il decreto, inoltre, pone le norme generali regolatrici della materia, che – stando sempre al dettato dell'art. 17 – condizionerebbero la legittimità del procedimento di delegificazione. In conclusione, saremmo in presenza di un regolamento assimilabile a quello indipendente che incide su materia coperta da riserva, dotato, per giunta, di efficacia abrogativa rispetto alle norme primarie.

## 5. La questione di costituzionalità del potere regolamentare

### a) Premessa

Si è in precedenza visto che i regolamenti della Consob incidono su rapporti interprivati, ponendo regole di condotta – non prescrizioni organizzative o regole interne – rivolte ai soggetti dell'ordinamento giuridico generale: gli imprenditori o le società quotate in borsa, la cui autonomia negoziale subisce limitazioni in positivo o in negativo. Esercitano, dunque, una funzione normativa, perché le regole, una volta poste, sono applicabili per una serie indefinita di casi, più precisamente ogni qual volta si presenta il fatto sussumibile nella fattispecie astratta contemplata dalla norma. Non si tratta di un concreto provvedere in riferimento a un singolo accadimento, ma dell'astratto disporre rivolto alla generalità dei consociati<sup>33</sup>.

Acquisito il potere in esame alla funzione normativa, procediamo a verificarne la compatibilità con l'assetto costituzionale.

In linea di principio, può escludersi che l'assegnazione del potere regolativo alle Autorità indipendenti deroghi all'ordine costituzionale di ripartizione delle competenze, a condizione – ma è tutta da verificare – che le A. dettino norme sottordinate alla legge. Infatti, il potere normativo secondario, a differenza di quello primario, può essere attribuito anche a soggetti privi di legittimazione politico rappresentativa<sup>34</sup>.

Come è ben noto, il nostro sistema delle fonti non risulta chiuso a livello

---

<sup>33</sup> Assumiamo dunque la ripetibilità, intesa quale idoneità dell'atto a non esaurirsi in una sola applicazione, ma a «permanere nella sua potenzialità produttiva di norme per successive indefinite applicazioni»: così MODUGNO, *Atti normativi*, in *Enc. giur.*, Roma, Treccani, 1989, 15 ss., come criterio di identificazione dell'atto normativo. Si confronti V. CRISAFULLI, *Lezioni di diritto costituzionale, L'ordinamento costituzionale italiano. (Le fonti normative)*, vol. II, Padova, Cedam, 1993, VI ed., agg. a cura di F. CRISAFULLI, 25 ss. Tale criterio ha incontrato il favore della giurisprudenza amministrativa; il Consiglio di Stato (Ad. gen., parere 21 novembre 1991, in *Giur. cost.*, 1991, 4266) lo ha diffusamente impiegato per accertare la natura, normativa o amministrativa, degli atti attuativi degli artt. 2 e 4, l. n. 241/1990: «Tali indici consistono, sinteticamente, ... nella innovatività dell'atto rispetto all'ordine giuridico esistente, nella generalità (intesa soprattutto come ripetibilità nel tempo dell'applicazione della norma) e astrattezza delle disposizioni (cui si ricollega la non determinatezza dei destinatari) ivi contenuta».

<sup>34</sup> In proposito CHELI, *op. cit.*, in part. 444, in cui l'A., dopo aver affermato l'estraneità del regolamento al *genus* degli atti di esercizio della funzione di indirizzo politico, ha ammesso essere «conforme a Costituzione assegnare il potere regolamentare a soggetti dell'Esecutivo diversi dal Governo».

secondario: la Corte costituzionale<sup>35</sup> ha da tempo affermato che la legge può innovare il sistema a livello secondario: escludendo che dall'art. 87 Cost. possa derivare un impedimento. Tale norma non ingessa il sistema delle fonti secondarie, ma più semplicemente enumera le competenze del Capo dello Stato, tra le quali ricomprende quella di emanare regolamenti.

Appare perciò non solo ammissibile che una legge conferisca poteri regolamentari a soggetti diversi dal Governo, ma altresì legittimo riferire il medesimo potere ad autorità amministrative estranee al modello dell'amministrazione servente l'Esecutivo (ipotesi che ricorre nel caso della Consob in quanto autorità indipendente).

Né tale attribuzione può trovare ostacoli nell'art. 17, l. n. 400/1988, il quale – anche a volerlo assumere come disposizione di chiusura del sistema delle fonti secondarie – essendo posto in un atto normativo primario, non possiede una speciale forza di resistenza nei confronti di una legge successiva. Dunque, qualunque legge potrebbe innovare il sistema quale previsto dalla l. n. 400, introducendovi fonti atipiche per procedimento, tipo o autorità competente<sup>36</sup>. Del resto, l'art. 17 si limita a disciplinare i soli regolamenti delle autorità dell'Esecutivo centrale, segnatamente Governo e Ministri, tacendo sulle fonti di competenza non governativa.

In sintesi, anche se il nostro giudice costituzionale non è ancora intervenuto sul caso specifico del potere regolamentare delle AA.II., possiamo ritenere ammissibile che una legge diversifichi i titolari del potere regolamentare stesso, riferendolo anche ad autorità diverse dall'Esecutivo, quali le AA.II.

#### b) *La compatibilità valutata rispetto alle varie tipologie regolamentari*

Il silenzio dell'art. 17 circa le fonti di competenza non governativa costituisce uno spazio bianco che il legislatore ordinario può occupare a condizione che siano rispettati i vincoli costituzionali in materia di fonti di produzione del diritto, quali l'obbligo di pubblicazione, la necessaria sottordinazione alla legge, l'osservanza delle riserve di legge e del principio di legalità.

In ragione degli ultimi due vincoli, non potrà ritenersi ammissibile in astratto ogni tipo di regolamento – ammesso che si voglia per comodità ac-

---

<sup>35</sup> Una volta per tutte vedi C. cost., sent. 21 maggio 1970, n. 79, con nota di RESCIGNO, in *Giur. cost.*, 1970, I, in part. 1065.

<sup>36</sup> Sul punto si sofferma RESCIGNO, *Il nome proprio degli atti normativi e la l. n. 400/1988*, in *Giur. cost.*, 1988, II, in part. 1515, con ampiezza di argomentazioni e ricchezza di richiami bibliografici ivi nella nt. 21.

ettare l'elencazione dell'art. 17 – ma la sua compatibilità costituzionale andrà verificata distinguendo in base al tipo di regolamento<sup>37</sup>.

Risulteranno, così, certamente incostituzionali i regolamenti assimilabili a quelli indipendenti che solo potenzialmente sono atti sottordinati alla legge in quanto il difetto di preesistente normativa primaria consente a tali atti di regolare in linea originaria e iniziale la materia. Se la costituzionalità dei regolamenti indipendenti è da taluni messa in dubbio per lo stesso Esecutivo<sup>38</sup> in nome della democraticità dell'ordinamento, a maggior ragione è dubbia la legittimità di tale categoria per le AA.II., che non sono, neanche indirettamente, riconducibili alla volontà politica popolare.

L'estraneità dell'Autorità dal circuito politico-rappresentativo, se da un lato è indispensabile all'indipendenza funzionale del soggetto dal potere politico, dall'altro canto impedisce che attribuzioni *lato sensu* politiche possano essere riferite ai soggetti in esame, i quali le eserciterebbero esonerati da qualsivoglia giudizio comportante responsabilità politica.

In termini alquanto diversi si pone la questione relativa ai regolamenti delegati di cui all'art. 17, c. 2°, l. n. 400/1988, problema, che se pur in via incidentale, viene affrontato dalla una recente pronuncia del Consiglio di Stato, sez. VI, 10 maggio 1996, n. 668<sup>39</sup>.

Il Consiglio di Stato nega alle AA.II. la titolarità di tale specie di potere regolamentare, riservandone l'esercizio al Governo «nelle forme del decreto del Presidente della Repubblica, previa deliberazione del Consiglio dei Ministri, sentito il parere del Consiglio di Stato».

L'esame dell'affermazione del Consiglio va preceduto da una breve riflessione sulla conformità o meno a Costituzione del regolamento delegato, tenendo però conto della necessità di articolare la figura in almeno due distinte ipotesi. La prima ricorre quando la legge di delegificazione individua, espressamente o implicitamente, le disposizioni passibili di abrogazione: in tal caso non si pongono problemi di compatibilità costituzionale, perché effettivamente il regolamento è solo il fatto il cui avverarsi produce l'effetto abrogativo, già disposto dalla legge. La seconda si ha invece quando dalla legge di delegificazione non si possono trarre indicazioni circa le norme da

---

<sup>37</sup> Diffusamente sul punto v. DE MINICO, *I poteri normativi del Garante per la radiodiffusione e l'editoria*, in *Pol. dir.*, 1995, 511; da ultimo per un'analisi descrittiva del fenomeno cfr. POLITI, *Regolamenti delle autorità amministrative indipendenti*, in *Enc. giur.*, Roma, Treccani, 1995, 1 ss.

<sup>38</sup> Cfr. CARLASSARE, *Regolamenti dell'esecutivo e principio di legalità*, Padova, Cedam, 1966; ID., *Regolamento (dir. cost.)*, in *Enc. dir.*, vol. XXXIX, Milano, Giuffrè, 1988.

<sup>39</sup> Sia consentito il richiamo a DE MINICO, *Il Consiglio di Stato si pronuncia sul potere regolamentare dell'Autorità dei servizi di pubblica utilità*, in *Gazzetta Giuridica*, 1996, 25, 5.

abrogare: in tal caso «non è la legge delegificante che apre uno spazio al regolamento, ma è il regolamento che, in base ai suoi contenuti, si apre uno spazio nella legislazione; in altre parole, è una finzione dire che la legge delegificante abroga, e che il regolamento costituisce una condizione per il prodursi dell'effetto abrogativo: chi abroga è proprio il regolamento, perché solo sulla base del regolamento ... vengono individuate le disposizioni legislative abrogate»<sup>40</sup>. Ora, se è messa in dubbio la legittimità di tale regolamento governativo, a maggior ragione dovrà negarsi la compatibilità costituzionale di quelli delle AA.II.

Invece, il Consiglio di Stato, come dimostra il suo costante orientamento, ha considerato unitariamente il fenomeno «delegificazione», finendo così col favorire una prassi di delegificazione alquanto scorretta<sup>41</sup>, per intenderci quella del secondo tipo. Alla luce di tale precisazione risulta più che comprensibile la radicale posizione del Consiglio, che ha precluso alle AA.II. la possibilità di avvalersi in assoluto dei regolamenti delegati; sarebbe stato invece singolare riconoscere alle AA.II. il potere di abrogare con proprio regolamento norme di legge. Se il Consiglio avesse, invece, espresso in sede consultiva parere negativo sui regolamenti disponenti l'effetto abrogativo, sarebbe pervenuto ad opposta conclusione circa il conferimento alle AA.II. del potere regolamentare del tipo di quello *ex art. 17, c. 2°*, l. n. 400/1988, nel senso di consentire alle AA.II., come al Governo, di disporre di tale strumento perché ciò che rende tali regolamenti compatibili con la Costituzione è il fatto che la scelta delle norme da abrogare non è ricollagabile alla volontà dell'autorità titolare del potere secondario, bensì a quella del legislatore.

Nessun dubbio di costituzionalità potrà, invece, sollevarsi nei confronti degli altri tipi di regolamento<sup>42</sup> che, in quanto ascrivibili all'attività di alta amministrazione, si collocano in posizione immediatamente sottordinata alla funzione di indirizzo politico, risultando così vincolati nel fine da realizzare dalla norma primaria: «questo fine non potrà essere, in alcun caso, diverso da quello ormai selezionato dalla funzione d'indirizzo politico e fissato nella norma primaria»<sup>43</sup>. Escluso che sia acquisibile alla funzione di indi-

---

<sup>40</sup> Così RESCIGNO, *Sul principio di legalità*, in *Dir. pubbl.*, 1995, 275, il quale precisa che a suo avviso «si tratta di un fatto incostituzionale».

<sup>41</sup> Per un'analisi ragionata della prassi del Consiglio si veda TARLI BARBIERI, *La delegificazione (1989-1995)*, Torino, Giappichelli, 1996, *passim*.

<sup>42</sup> Per un'efficace sintesi delle contrapposte posizioni dottrinali al riguardo si veda CERULLI IRELLI, *La vigilanza «regolamentare»*, in *Mondo bancario*, 1994, 6; cfr. GUARINO, *L'armonizzazione della legislazione bancaria: la revisione dell'ordinamento bancario del 1936*, in MEZZACAPO (a cura di), *Studi sulla nuova legge bancaria*, Milano, Bancaria Editrice, 1995, in part. 19.

<sup>43</sup> In proposito cfr. CHELI, *op. cit.*, in part. 434.

rizzo politico, il potere regolamentare – con la sola eccezione dei regolamenti indipendenti e di quelli delegati disponenti l'effetto abrogativo – ben potrà assegnarsi ad autorità amministrative estranee all'area governativa. Tale attribuzione dovrà anzi preferirsi alla competenza regolamentare dell'Esecutivo nei casi in cui il regolamento incida su interessi della collettività estremamente delicati («sensibili», con termine mutuato dalla dottrina francese), vale a dire su valori che richiedono una lettura indipendente dall'opinione che ne hanno le forze politiche di maggioranza; diversamente, essi rischierebbero di essere sacrificati in nome delle ragioni della politica.

## 6. Conclusioni

Dall'analisi fin qui condotta è emerso che la prassi regolamentare della Consob e quella che sarà la futura normazione secondaria prevista dal d.lgs. n. 415/1996 non stanno pienamente nel rapporto legge-regolamento come disegnato in Costituzione. Infatti, o la legge rinuncia a conformare il potere regolativo o il regolamento supera le indicazioni della legge: comunque si perviene ad una normazione dettata in via originaria e iniziale da una fonte secondaria, su materie coperte da riserva.

Non è facile, nella specie, recuperare un corretto rapporto tra normazione primaria e secondaria: l'estremo tecnicismo della materia, il suo rapido evolversi e la sua insofferenza alle mediazioni politiche sono cause, peraltro non rimuovibili, della tendenza a coprire con regolamento un'area che sarebbe propria della legge.

Sarebbe allora ipotizzabile come unica via di uscita per conservare alle AA.II. la pienezza delle funzioni regolatorie un loro richiamo in Costituzione. In tal modo le Autorità avrebbero una copertura utile a fondare il superamento dell'obbligata corrispondenza ora posta in termini generali tra forma e forza dell'atto. Si aprirebbe così la via a nuove fattispecie, ed in particolare ad atti (che oggi definiremmo) di contenuto normativo sostanzialmente primario adottabili in veste regolamentare.