

---

## Brevi riflessioni sul rapporto tra precedente giurisprudenziale e funzione “paragiudiziale” dell’autorità amministrativa nella disciplina dei mercati finanziari

Andrea Minto

*Dottorando di ricerca in Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro nell’Università Ca’ Foscari Venezia*

**SOMMARIO:** 1. Mobilità dello scenario finanziario e concorrenza di figure regolatrici. - 2. La funzione esegetica della Consob: la valenza degli atti a carattere non imperativo. - 3. La produzione “paranormativa” della Commissione tra forza persuasiva e debolezza prescrittiva. - 4. L’interpretazione dell’autorità di vigilanza come possibile compromesso tra ragioni di certezza ed istanze conformatrici alla mutevole congiuntura finanziaria.

### *1. Mobilità dello scenario finanziario e concorrenza di figure regolatrici*

Se consentito partire da una metafora, specialmente quando il soggetto da immortalare siano i mercati finanziari la fotografia scattata dal legislatore è facile risulti *mossa*<sup>(1)</sup>. In tale settore più che altrove, infatti, si assiste al proliferare di interessi, istanze, comportamenti e prassi in continuo divenire, il cui inquadramento in regole positive sconta una immanente diversità di ritmi e di tempi tecnici che contrassegnano il concreto operare, da un lato, e la corrispondente attività disciplinare dall’altro<sup>(2)</sup>.

(<sup>1</sup>) Il legislatore, come noto, disciplina un comportamento che il più delle volte è già in uso, piuttosto che attivarsi preventivamente per anticiparne il compimento: la metafora fotografica esplicita icasticamente la condizione di chi prende atto dell’esistente. Sul difficile adeguamento dell’ordinamento giuridico al mercato in continua evoluzione cfr., *ex multis*, RODOTÀ, *La vita e le regole*, Milano, 2006, p. 9.

(<sup>2</sup>) Nel corso del tempo si è pervenuti ad un sistema disciplinare che, sulla spinta dell’innovazione finanziaria e del processo di armonizzazione europea foriero di un costruttivo “meticciamiento” tra ordinamenti, si caratterizza per virtuosi «intrecci tra interessi economici e formazioni sociali intermedie», di talché appaiono «assai labili ed incerti i confini tra etero ed autoregolamentazione e cioè tra autorità, consenso e prassi nella creazione e

Di fronte alla mobilità dello scenario, l'ordinamento finanziario reagisce e si atteggia in maniera del tutto peculiare coordinando ed integrando le funzioni del legislatore, dell'autorità amministrativa, il ruolo dell'autonomia statutaria e quello dell'intervento giudiziale<sup>(3)</sup>. Nel tentativo di avvicinare alla scena i redattori delle relative regole che la governano, il sistema si è mosso in una duplice direzione: da un lato, rafforzare le molteplici attribuzioni dell'autorità amministrativa preposta alla vigilanza del mercato, la Consob, munendola in particolare di estesi poteri normativi<sup>(4)</sup>; dall'altro, ribilanciare il rapporto tra eteronomia ed autonomia, riconoscendo in favore di quest'ultima un contributo rilevante, ancorché ancillare rispetto alla prima, nella realizzazione del c.d. "diritto vivente"<sup>(5)</sup>.

In questo articolato contesto disciplinare, occorre interrogarsi circa il peculiare ruolo, e la corrispondente specifica valenza, da attribuirsi al precedente giurisprudenziale. Nel nostro ordinamento esso esercita, come noto, una funzione integrativa/creativa del disposto normativo, soprattutto in quegli ambiti ove il legislatore opera attraverso formula-

nell'attuazione delle norme giuridiche» (così LOBUONO, *Deregulation dei mercati finanziari e processi di autoregolamentazione*, in *Banca impresa società*, 1990, p. 215).

(3) Sul rapporto tra le diverse figure che intervengono nella creazione dello spazio normativo del settore finanziario cfr., tra i molti, CAFAGGI, *Riforma del diritto societario: il ruolo delle «clausole generali»*, in *Stato e mercato*, 2001, p. 53 ss.; PRESTI, M. RESCIGNO, *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, in *Quaderni di finanza Consob*, 2000, n. 37, p. 3 ss.

In una prospettiva di respiro più ampio, peraltro, non può mancarsi di rilevare pure il ruolo giocato dalle Autorità di vigilanza europee, come ad esempio l'ESMA (*European Securities Market Authority*), dotata, al pari della Consob, di poteri di carattere normativo così come di prerogative di natura interpretativa: in proposito, cfr. GODANO, *Le nuove proposte di riforma della vigilanza finanziaria europea*, in *Dir. Un. Eur.*, 2010, p. 75 ss.; RECINE e TEIXEIRA, *The new financial stability architecture in the EU*, in *Institute for Law and Finance*, working papers series No. 110, n. 12/2009, disponibile sul sito [www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/ILF\\_WP\\_110.pdf](http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/ILF_WP_110.pdf); PEREZ, *L'azione finanziaria europea nel tempo della crisi*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2011, p. 1043 ss.; VEGAS, *Relazione per l'anno 2011*, Roma, 31 maggio 2012, p. 255 ss., consultabile in [www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Relazione.../rel2011.pdf](http://www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Relazione.../rel2011.pdf)

(4) Sui poteri in generale della Consob cfr., tra i contributi più recenti, COSTI, *Il mercato mobiliare*<sup>6</sup>, Torino, 2010, p. 423 ss.; PERNAZZA, *Società quotate e autorità di vigilanza: poteri conformativi e poteri sanzionatori a confronto*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 1487 ss.; CLARICH, *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, in *Banca impresa società*, 2003, p. 39; DE MARI, *I "nuovi" poteri della Consob e la vigilanza sull'attività d'intermediazione mobiliare*, in *Società*, 2009, p. 830, il quale descrive espressivamente la figura della Commissione come un «nuovo Leviatano dalla forza costruttrice».

(5) Cfr. CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in *L'ordinamento finanziario italiano*<sup>2</sup>, a cura di Capriglione, Padova, 2010, p. 31. Secondo l'A., la valorizzazione dell'autonomia privata consente di «conformare i modelli disciplinari da adottare alle concrete esigenze dei possibili destinatari dei medesimi» (ivi, p. 35).

zioni di principio o regole elastiche, per ciò stesso suggerendo che sia l'interprete a specificare di volta in volta il contenuto del precetto legale che deve essere attinto dal patrimonio di valori sociali<sup>(6)</sup>. Nell'ambito dei mercati finanziari tuttavia, proprio per il concorso di una molteplicità di figure eterogenee nella costruzione dell'apparato normativo di riferimento, sembra opportuno ponderare più scrupolosamente la portata della funzione nomofilattica dei giudici.

## 2. La funzione esegetica della Consob: la valenza degli atti a carattere non imperativo

A fianco della potestà regolamentare propriamente intesa, che si concretizza nell'emanazione di atti normativi<sup>(7)</sup> di attuazione della disciplina primaria da cui il potere di legiferare stesso trova legittimazione, la Consob esercita altresì un'attività «paranormativa»<sup>(8)</sup>, la quale pare esplicitarsi in due direzioni: per un verso, mediante le comunicazioni o le raccomandazioni, che spesso traggono origine da situazioni particolari ma che assurgono poi ad indicazioni con valenza generale e astratta,

<sup>(6)</sup> Così RORDORF, *Stare decisis: osservazioni sul valore del precedente giudiziario nell'ordinamento italiano*, in *Foro it.*, 2006, c. 281, il quale, per rendere con un'immagine plastica il ruolo dei giudici, parla di «giurisprudenza nelle cui applicazioni il diritto s'incarna». Sull'evoluzione giurisprudenziale nell'interpretazione della legge, dando luogo ad un «diritto vivente» che diventa dimensione del vivere comune cfr., tra i contributi più recenti, ZAGREBELSKY, *Intorno alla legge*, Torino, 2009, p. 89; GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005, p. 115; SERIO, *Il valore del precedente tra tradizione continentale e common law: due sistemi ancora distanti?*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, p. 109 ss.; LUPOI, *L'interesse per la giurisprudenza: è tutto oro?*, in *Contr. e impr.*, 1999, p. 234 ss.; RICCIO, *Law as (or is) literature?*, in *Contr. e impr.*, 1999, p. 263 ss.

<sup>(7)</sup> Secondo concorde dottrina, i regolamenti della Commissione non sono qualificabili come provvedimenti amministrativi aventi carattere generale, bensì hanno natura di atti normativi in ragione dell'ampiezza dei soggetti (anche non vigilati) cui queste disposizioni trovano applicazione: cfr. sul tema, anche con ampia indicazione bibliografica, CARDARELLI, *Potere regolamentare della CONSOB, informazione e mercati regolamentati*, Milano, 2007, p. 10 ss.

<sup>(8)</sup> Così è stata definita da NICCOLAI, I poteri garantiti della Costituzione e autorità indipendenti, Pisa, 1996, p. 197. M. RESCIGNO, *La Consob: un legislatore-giudice «dimezzato»?*, in *Stato e mercato*, 2001, p. 109, si riferisce a tale fenomeno con l'espressione «fonti integrative atipiche del diritto del mercato finanziario».

Secondo MARZONA, *Il potere normativo delle autorità indipendenti*, in I garantiti delle regole, a cura di Cassese, Franchini, Bologna, 1996, p. 88 occorre tenere distinto il concetto di potestà normativa, che concerne le sole manifestazioni formali (i regolamenti della Consob), dalla nozione più estesa di potere normativo, la quale compendia altresì quegli atti privi di vincolatività ma pur sempre giuridicamente rilevanti nella costruzione della disciplina organica del settore finanziario.

concernenti regole di comportamento alle quali si invita gli intermediari ad aderire; per altro verso, tramite le risposte a specifici quesiti che la Commissione rende pubbliche nel momento in cui la conoscenza del proprio orientamento sul punto possa corrispondere ad un interesse generale. L'iniziativa della Consob, nonostante si manifesti secondo diversificate declinazioni formali<sup>(9)</sup>, può essere ricondotta nella sostanza ad un'attività interpretativa volta a fornire delucidazioni circa criptici enunciati legislativi o le silenziose minacce che si possono annidare tra le pieghe delle norme (specialmente laddove l'ordinamento abbia fatto ricorso alle clausole generali)<sup>(10)</sup>, delineando e raccomandando quindi il comportamento di volta in volta conforme ad una condotta «*sana e prudente*». Si tratta, come ha puntualmente osservato attenta dottrina, della «attività collaborativa della Consob»<sup>(11)</sup>, la quale contribuisce alla regolarità ed alla certezza del mercato esercitando una funzione a metà strada tra un'attività legislativa e una paragiudiziaria<sup>(12)</sup>. Tali atti, riconducibili al *genus* della *soft law* per il loro carattere di indicazioni prive di effetti cogenti, godono di una notevole influenza e forza persuasiva sui comportamenti degli operatori<sup>(13)</sup>. Proprio per la loro natura interpretativa ed orientativa, dunque, questi interventi condividono una sorta di affinità funzionale rispetto alle pronunce giurisprudenziali, le quali, come poc'anzi accennato, assolvono all'analogo compito di integrare e specificare i precetti legislativi creando, pur sempre nei limiti di un sistema giuridico di *civil law* qual è quello italiano, un paradigma suscettibile di generalizzazione e, quindi, di applicazione alla stregua di una regola giuridica<sup>(14)</sup>.

<sup>(9)</sup> Per una rassegna della produzione "paranormativa" della Commissione, cfr. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 897 ss.

<sup>(10)</sup> Sul punto cfr., tra i molti, PATTI, *Clausole generali e discrezionalità del giudice*, in *Riv. not.*, 2009, p. 303 ss. e, con riguardo alla disciplina dei mercati finanziari, ANTONUCCI, *Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 728; A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 17 ss.

<sup>(11)</sup> Così M. RESCIGNO, *op. cit.*, p. 109.

<sup>(12)</sup> Cfr. RORDORF, *La Consob come autorità indipendente nella tutela del risparmio*, in *Foro it.*, 2000, c. 148, il quale sottolinea come l'autorità amministrativa svolga «una sorta di attività giurisdizionale (nel senso etimologico del *dicere ius*) forse *praeter legem*, perché non trova nella legge nessun preciso appiglio, ma di cui è difficilmente contestabile l'utilità».

<sup>(13)</sup> In generale, sul fenomeno della *soft law* cfr. MOSTACCI, *La soft law nel sistema delle fonti: uno studio comparato*, Padova, 2008, *passim*; BRUMMER, *Soft law and the global financial system: rule making in the 21. century*, Cambridge, 2012, p. 60 ss.

<sup>(14)</sup> Sul punto v. SERIO, *op. cit.*, p. 124.

Entrando nel merito dell'attività esegetica svolta dalla Consob, così da precisarne più compiutamente anche l'efficacia giuridica della relativa produzione documentale, emerge una serie di cifre distintive. Un primo profilo da evidenziare attiene al rango istituzionale dell'autorità da cui promana l'indicazione interpretativa stessa: la ragione dell'attribuzione di tale specifica funzione dev'essere ravvisata, infatti, nella necessità che i chiarimenti e le esplicitazioni siano resi da un soggetto dotato sia di particolare competenza e specializzazione tecnica<sup>(15)</sup> sia di riconosciuta autorevolezza e credibilità, qualità che garantiscono entrambe la *deference* del mercato nei confronti delle relative “pronunce”. In forza di tale pregnante effetto di *moral suasion*, la Commissione può beneficiare dell'opportunità, in virtù dello stretto collegamento con gli operatori, di raccogliere tempestivamente le informazioni utili per reagire alla congiuntura che, *medio tempore*, caratterizza lo scenario finanziario<sup>(16)</sup>. Siffatta capacità reattiva implica altresì una maggiore sistematicità ed elasticità dei susseguenti interventi pararegolamentari rispetto a quelle che potrebbe offrire l'alternativa soluzione dei giudici: flessibilità garantita peraltro dal duplice ruolo, spesso rivestito dalla Consob, di legislatore (ancorché secondario) e di esegeta delle norme emanate, che vale a qualificare i relativi orientamenti come interpretazioni autentiche<sup>(17)</sup>. Non deve sottacersi, infine, la considerazione per cui questa produzione “pararegolamentare”, scaturendo da una sollecitazione dei destinatari delle norme stesse, molto spesso rappresenta una pronta e solerte risposta all'esigenza di una voce, per così dire, alleata ed affidabile che accompagni l'operatività quotidiana preservandone la lineare continuità da lacune o incertezze interpretative potenzialmente destabilizzanti<sup>(18)</sup>; risposta che risulterà preliminare e propedeutica, se del caso, ad un successivo intervento normativo in senso tecnico, che formalizzi in maniera organica e sistematica, divenendo fonte del diritto, l'istanza di certezza sollevata a monte.

Gli atti di *soft law*, sebbene non creino in nessun caso norme vincolanti, producono senz'altro degli effetti giuridici, rappresentando delle sollecitazioni provenienti da una fonte particolarmente autorevole. Le esortazioni, i consigli e gli ammonimenti con cui la Consob indica ciò che

<sup>(15)</sup> Cfr. S. CASSESE, *Le autorità indipendenti: origini storiche e problemi odierni*, in *I garanti delle regole*, a cura di S. Cassese, Franchini, cit., p. 220.

<sup>(16)</sup> M. RESCIGNO, *op. cit.*, p. 111.

<sup>(17)</sup> Cfr. ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 897.

<sup>(18)</sup> Naturalmente, ciò «non va inteso nel senso che la Consob possa trasformarsi in una sorta di oracolo», come avverte RORDORF, *op. ult. cit.*, p. 148.

è desiderabile ovvero, al contrario, i comportamenti deprecabili godono di un effetto persuasivo non solamente tra i soggetti vigilati, ma altresì nei confronti dei giudici, i quali è probabile ne terranno conto nel contesto processuale di loro competenza. Per tale ragione, l'interpretazione delle norme, oltre a risultare concorrente tra autorità giudiziaria ed autorità amministrativa, risentirà dell'influenza degli orientamenti di quest'ultima sull'attività dell'altra: fermo restando il reciproco condizionamento (la Consob orienterà i giudici, così come le pronunce giurisprudenziali influenzeranno la Commissione), l'*authority* vanterà senz'altro una posizione privilegiata in termini temporali, rilevando prontamente «i problemi e le esigenze appartenenti alla fase applicativa, quella fase in cui le norme dovrebbero acquisire effettività»<sup>(19)</sup>. Essa potrà infatti fornire il proprio contributo esegetico in via preventiva rispetto al corrispondente apporto dei giudici, i quali interverranno nella successiva ed eventuale fase contenziosa<sup>(20)</sup>. Tale attività interpretativa della legge svolta dalla Consob rappresenta la «naturale risposta alla domanda del mercato di regole (e di interpretazione di regole) certe e di controllo preventivo sui comportamenti da tenere. Domanda rivolta al soggetto che appare agli stessi essere il migliore e più sollecito giudice ed interprete delle norme primarie e regolamentari del settore»<sup>(21)</sup>.

I piani interpretativi della giurisprudenza e dell'autorità amministrativa indipendente, dunque, si intersecano, finanche a sovrapporsi: la dignità esegetica della Consob, infatti, appare riconosciuta e consolidata<sup>(22)</sup>, al punto che la prassi interpretativa «tende a produrre, quantomeno in via di fatto, veri e propri "precedenti" e, per tale via, una specie di normativa in qualche modo vincolante, tanto per gli operatori del mercato quanto per le stesse autorità di controllo»<sup>(23)</sup>.

<sup>(19)</sup> MARZONA, *op. cit.*, p. 94.

<sup>(20)</sup> Sul punto cfr. DE MARI, *op. cit.*, p. 830.

<sup>(21)</sup> Coglie l'importanza della collocazione, privilegiata sia in termini "temporali" (esegesi preventiva) che "spaziali" (prossimità al mercato), M. RESCIGNO, *op. cit.*, p. 110.

<sup>(22)</sup> Occorre incidentalmente sottolineare che l'importanza dell'attività interpretativa della Consob è asseverata e trova formalizzazione nel contesto della Direttiva MiFid c.d.d. di "secondo livello" (cfr. Direttiva 2006/73/CEE): il 12° *considerando*, infatti, prevede che «una regolamentazione che comporti troppa incertezza per le imprese di investimento può ridurre l'efficienza. Le autorità competenti sono tenute ad emanare orientamenti interpretativi [...] al fine di chiarire in particolare l'applicazione pratica dei requisiti della presente direttiva a particolari tipi di imprese e circostanze».

<sup>(23)</sup> Si esprime in termini di «giurisprudenza promanante dalle autorità di controllo» ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 897.

### 3. La produzione "paranormativa" della Commissione tra forza persuasiva e debolezza prescrittiva

Ancorché foriero di un notevole grado di affidamento da parte del mercato, l'intervento interpretativo della Commissione sconta tuttavia l'intrinseca debolezza dello strumento privo di carattere imperativo: nel momento in cui la Consob opera tramite raccomandazioni e comunicazioni, anche in risposta a quesiti sull'interpretazione delle leggi o dei regolamenti, la mancata adozione delle condotte raccomandate o delle esegesi suggerite non dà mai, di per sé, la possibilità per l'autorità di far scattare l'impianto sanzionatorio previsto per l'inosservanza delle norme secondarie a contenuto precettivo. L'assenza di siffatto rimedio stempera la valenza, sul piano dell'effettività, degli atti di persuasione morale, relegandoli in ultima analisi ad una sorta di orientamenti di *best practices*<sup>(24)</sup>: di conseguenza, l'autorità giudiziaria ben potrebbe discostarsene e disattendere tali indicazioni interpretative, così come, per converso, non è per niente ovvio che colui il quale chieda alla Consob di pronunciarsi preventivamente su una questione incerta, e nel farlo solleciti una risposta di un certo segno, possa poi invocare rimedi giurisdizionali contro l'esito di segno diverso che l'autorità abbia fornito<sup>(25)</sup>.

Il monito levato da chi reputa necessario avere piena consapevolezza degli effetti che ciascuna singola decisione giudiziale può provocare

<sup>(24)</sup> Cfr. LEMMA, « Best practices » ed altri aspetti della soft law, in *Mondo banc.*, 2006, n. 4, p. 9.

Riconducendo gli atti di persuasione morale nell'area grigia delle regole di buona condotta si potrebbe correre il rischio, ancorché recessivo, di un utilizzo opportunistico degli interventi stessi, per cui si seguirebbero i suggerimenti qualora risultassero di praticità e comodità operativa mentre le medesime indicazioni si potrebbero prestare all'indifferenza allorquando non fossero conformi alle aspettative dei destinatari delle indicazioni. La marginalità di questa ipotesi deriva dal rapporto collaborativo che lega autorità e operatori del mercato: sono questi ultimi, infatti, che molto spesso sollecitano l'attività esegetica della Consob ed è nel loro interesse allinearsi. Occorre peraltro considerare che prevedibilmente la Consob riporrà maggiore attenzione nei confronti delle società che incorrano in tale "disubbidienza": Questa rafforzata supervisione potrà « manifestarsi in una specifica richiesta di informazioni alle società, nel silenzio delle relazioni al bilancio di esercizio, sul rispetto della raccomandazione ovvero sui mezzi alternativi utilizzati » (cfr. RESCIGNO, *La Consob e la corporate governance: prime riflessioni sulla comunicazione della Consob 20 febbraio 1997 in materia di controlli societari*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 761; in termini analoghi circa un minimale potere conformativo agli atti "pararegolamentari" v. anche PRESTI, *Le raccomandazioni Consob nella cornice della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 761). In posizione isolata, c'è pure chi radicalmente accosta lo strumento della *moral suasion* ad « un succedaneo del ricatto » (così TORCHIA, *Verso una Banca d'Italia repubblicana ed europea*, in *Giorn. dir. amm.*, 2006, p. 274).

<sup>(25)</sup> V. RORDORF, *op. ult. cit.*, p. 150.

sul comportamento della generalità dei destinatari delle norme<sup>(26)</sup>, vale senz'altro anche per l'attività esegetica esercitata dall'autorità di settore del mercato finanziario. In questo secondo caso, tuttavia, sembra ragionevole immaginare che l'interprete sia affatto conscio di "produrre" atti di persuasione, in ragione dell'affidamento che tradizionalmente gli operatori ripongono nelle pronunce dell'autorità di vigilanza e del quale la stessa Commissione è al corrente. Su questa considerazione, ci si può spingere ad asserire che la Consob assolve a questo peculiare ruolo in maniera più ponderata, avendo piena cognizione dell'influenza che essa produce sui comportamenti futuri, di quanto non accada nel parallelo frangente esegetico del precedente giurisprudenziale.

A confortare la composita intelaiatura regolamentare dei mercati finanziari, nella quale trova spazio non soltanto l'intervento a carattere non imperativo della Consob ma anche l'autonomia privata (nella ben delimitata dimensione della c.d. autoregolamentazione), contribuisce la recente definizione di apposite linee guida, predisposte dalle Associazioni di categoria con l'obiettivo di rispondere alle «*esigenze di [...] certezza rappresentate dagli operatori di mercato*»<sup>(27)</sup>. Anche in virtù di tale strumento, pertanto, l'ordinamento finanziario si sviluppa «secondo direttrici volte a colmare il divario che spesso è dato riscontrare tra le regole di condotta generali ed astratte e l'approccio concreto che viene richiesto ai singoli operatori, in sede di definizione dei processi aziendali correlati allo svolgimento dell'attività finanziaria»<sup>(28)</sup>. La flessibilità applicativa di questa tecnica risulta di notevole comodità pratica, consentendo un adeguamento tempestivo (e, soprattutto, autonomo) ai mutamenti dell'ambiente finanziario, prendendo le mosse dalle problematiche concrete dell'operatività quotidiana. Tale "legittimazione interpretava" riconosciuta ad autorevoli organizzazioni di soggetti privati deve essere tuttavia ricondotta e subordinata al *placet* della Consob: solamente laddove l'autorità proceda a validare le indicazioni comportamentali proposte, queste ultime si possono considerare coerenti rispetto alle previsioni del quadro normativo vigente<sup>(29)</sup>. Di talché, le *guide lines* "confermate" dalla Commissione «*non assurgono a "fonte del diritto, ma, più limitatamente[...] contribuiscono a fornire agli ope-*

<sup>(26)</sup> Cfr. ENRIQUES, *Il nuovo diritto societario nelle mani dei giudici: una ricognizione empirica*, in *Stato e mercato*, 2001, p. 79.

<sup>(27)</sup> Cfr. Documento intitolato «*Policy per la validazione delle linee guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari*», emanato dalla Consob il 2 maggio 2008.

<sup>(28)</sup> V. RORDORF, *op. ult. cit.*, p. 150.

<sup>(29)</sup> V. in termini più diffusi MARI, *op. cit.*, p. 828 ss.



*ratori maggiore certezza, attraverso criteri e standard utili alla pratica risoluzione di problematiche applicative in senso conforme alla disciplina di riferimento»<sup>(30)</sup>. Lo strumento innovativo delle linee guida, dunque, valorizza il contributo dell'autonomia privata nell'individuazione delle regole di comportamento, sancendo la partecipazione anche dei soggetti “regolati” all'attività interpretativa della normativa di riferimento, pur sempre nei limiti della validazione effettuata dalla Consob a consuntivo.*

Nella prospettiva di offrire un quadro regolamentare attento ai mutamenti della realtà finanziaria e però pure dotato - a differenza della mera attività interpretativa - del crisma dell'imperatività, non può mancarsi di ricordare l'opportunità che offre in tal senso la procedura di pubblica consultazione cui sono sottoposti in via preventiva i provvedimenti delle Autorità di vigilanza, di modo che trovino spazio il riscontro ed il giudizio in proposito dei diretti destinatari della disciplina prima che questa divenga definitiva e quindi cogente<sup>(31)</sup>.

#### *4. L'interpretazione dell'autorità di vigilanza come possibile compromesso tra ragioni di certezza ed istanze conformatrici alla mutevole congiuntura finanziaria*

Nell'articolata costruzione disciplinare del settore finanziario la portata interpretativa del precedente giurisprudenziale si presenta dunque, se non necessariamente ridimensionata, quantomeno condivisa con l'autorità amministrativa e, in una certa limitata misura, con gli stessi operatori, destinatari delle norme<sup>(32)</sup>. Il concorso di queste eterogenee figure - giudice, Consob, privati - compone un mosaico normativo la cui

<sup>(30)</sup> Cfr. Documento intitolato «Policy per la validazione delle linee guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari», cit.

<sup>(31)</sup> Come noto, la c.d. Legge per la tutela del risparmio (l. 28 dicembre 2005, n. 262) è intervenuta in tema di procedure per l'adozione dei provvedimenti da parte delle Autorità amministrative indipendenti, sancendo l'obbligo, tra l'altro, della consultazione preventiva dei soggetti interessati dalla disciplina in emanazione (segnatamente, solo degli organismi rappresentativi delle categorie di riferimento): in proposito, cfr. MATTARELLA, *Commento sub artt. 23-24, in La tutela del risparmio*, a cura di Nigro e Santoro, Torino, 2007, p. 444 s.; CLARICH, *I procedimenti e le forme di collaborazione tra Autorità di vigilanza*, in *La legge per la tutela del risparmio*, a cura di Abbadessa e Cesarini, Bologna, 2007, p. 157 s.

<sup>(32)</sup> M. RESCIGNO, *La Consob: un legislatore-giudice «dimezzato»?», cit., p. 108, affrontando il tema del c.d. processo di “delegificazione” caratterizzato dal passo indietro che nel sistema di produzione delle fonti del diritto ha compiuto il legislatore in favore dell'autorità amministrativa indipendente, sostiene che «settori prima disciplinati esplicitamente dalla legge, ovvero affidate alle scelte interpretative dei giudici e comunque sottratti al potere normativo della Consob ne fanno oggi parte a pieno titolo».*

raffigurazione d'insieme persegue, secondo una moderno approccio di regolazione, la funzione conformatrice alla realtà economico finanziaria<sup>(33)</sup>. Se il "filo rosso" che unisce l'attività interpretativa esercitata dei giudici e quella realizzata dall'autorità indipendente va ravvisato nella tensione verso la certezza del diritto, non può negarsi che il contributo di quest'ultima, ancorché declinato nei limiti delle proprie specifiche competenze di vigilanza, benefici di una prospettiva privilegiata di osservazione del fenomeno finanziario: in questo settore infatti, più che altrove, si avverte la «difficoltà della regola giuridica [...] di tenere il passo con il mutare dei costumi e dei rapporti familiari e sociali e con l'evolversi dell'economia e dei mercati»<sup>(34)</sup>. Difficoltà che può essere almeno in parte superata proprio in virtù dello stretto legame che unisce la Consob all'operatività quotidiana dei mercati finanziari.

Nella «dialettica sempre irrisolta tra bisogno di certezza, che cristallizza l'esistente e garantisce la prevedibilità del futuro, ed esigenza di cambiamento, che promuove il movimento ed il progresso della stessa scienza giuridica»<sup>(35)</sup> *tertium genus datur*: la snella attività interpretativa dell'autorità amministrativa<sup>(36)</sup>.

(33) Si consideri al riguardo l'influenza delle proposte che provengono dalle associazioni rappresentative degli operatori e dei consumatori sulla regolazione del settore: la tecnica della consultazione preventiva, prodromica all'emanazione di un regolamento della Commissione, consente di superare «la tendenza, talora presente nell'amministrazione, a disancorarsi dalla realtà di riferimento, disattendendo il principio del coinvolgimento dei destinatari della sua azione nei processi di determinazione della medesima» (CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 37).

(34) In questi termini esprime l'idea della "fotografia mossa" CARBONE, *Le difficoltà dell'interpretazione giuridica nell'attuale contesto normativo: il diritto vivente*, in *Corr. giur.*, 2011, p. 154. «L'alluvione delle leggi» (richiamando la celebre espressione coniata da G. MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 5) dell'ordinamento finanziario determina talvolta un divario tra norma e giurisprudenza, giacché i tempi di produzione di quest'ultima possono comprometterne il valore interpretativo siccome esplicativa di una realtà non più in essere: se le «clausole generali si configurano e si specificano nel diritto vivente, [...] [tuttavia rispetto alla] giurisprudenza, c'è ancora una sfasatura temporale, dato che le pronunce continuano ad intervenire sulla previgente disciplina» (così ANTONUCCI, *op. cit.*, p. 728). Tale ritardo sembra tuttavia ridimensionarsi proprio in virtù della concorrente attività esegetica della Consob.

(35) In questi termini RORDORF, *Stare decisis: osservazioni sul valore del precedente giudiziario nell'ordinamento italiano*, cit., c. 280. Sul punto v., *ex multis*, anche SERIO, *op. cit.*, p. 112.

(36) LEMMA, *op. cit.*, p. 12 valorizza «l'importanza di un'attività di vigilanza snella e tempestiva che si preoccupi di orientare le reazioni del mercato, evitando che queste ultime producano effetti distorti dovuti a lacune informative».

## *Abstract*

*Financial markets are a reality in continuous becoming. Faced with this mobility scenario, the financial legal order reacts in a peculiar way, reviewing roles and weights of the functions exercised by the legislature, by the administrative Authority (Consob) and by the judicial intervention. In this articulated context, we must ask about the role of the precedent law cases. In fact, Consob has not only a regulatory function but also plays an interpretation rule similar to that exercised by the judge. In this way, Consob is more responsive to change and therefore is able to provide a more prompt and adequate response to interpretation than can be done, in certain cases, by the court, especially through the regulatory instrument of soft law.*