

**Marzo 2020**

## **Le sanzioni Consob sul governo societario. Un modello da ripensare?**

*Gian Domenico Mosco\* e Salvatore Providenti\*\**

1. Lo schema di decreto legislativo approvato dal Consiglio dei ministri lo scorso 29 gennaio, sul quale le competenti commissioni parlamentari stanno per esprimere il loro parere, prevede fra l'altro l'aumento dell'importo massimo delle sanzioni Consob per violazioni delle regole su remunerazioni e operazioni con parti correlate, recentemente introdotte nel TUF in occasione del recepimento della seconda direttiva UE sui diritti degli azionisti (SHRD 2).

Si tratta di incrementi, da 10 a 65 volte, lontani dal presentarsi come semplici adeguamenti o maggiorazioni più o meno ordinarie e che stanno suscitando reazioni negative tra gli interessati e le loro associazioni.

Perché il Governo è intervenuto? Va subito detto, non per un'iniziativa "politica" d'ordine nazionale, ma per ragioni di tecnica legislativa che hanno origine nell'attuazione della SHRD 2. Il decreto legislativo n. 49/2019 che la ha recepita in Italia è stato emanato in forza di una delega generica contenuta nella legge di delegazione europea 2016/2017 che non indicava specifici criteri direttivi. Per questa ragione tutte le nuove sanzioni introdotte obbedendo alla direttiva e attualmente in vigore prevedono tetti massimi in linea con quanto statuito dalla legge che contiene i principi generali di delega per l'attuazione delle direttive UE, la n. 234/2012, ma nello stesso tempo significativamente inferiori a quelli delle altre sanzioni amministrative previste dal TUF, che si attestano all'interno di una forbice che va dai 5 (alle volte a meno, in genere a 2, per le persone fisiche) e i 10 milioni di euro. La successiva legge di delegazione europea per il 2018 (n. 117/2019) ha quindi delegato il Governo a rimodulare queste sanzioni dettando – è stato detto, tardivamente – il criterio di delega.

Lo schema di decreto legislativo, dunque, oltre a raddoppiare il tetto massimo delle sanzioni in materia di "gestione accentrata di strumenti finanziari" applicabili alle società, che passa da 5 a 10 milioni di euro, interviene con riguardo ai massimi edittali di quelle per le violazioni relative sia alla "relazione sulla remunerazione e i compensi corrisposti", sia alle operazioni con parti correlate. Per le società, entrambi passano da 150.000 a 10

---

\* *Professore ordinario di Diritto commerciale all'Università Luiss Guido Carli di Roma*

\*\* *Professore a contratto Diritto dei mercati finanziari all'Università Luiss Guido Carli di Roma, già Responsabile della Consulenza Legale della Consob*

milioni di euro, per gli amministratori e, nel caso delle violazioni in materia di remunerazioni, anche per i componenti dell'organo di controllo, i massimi passano da 150.000 a, rispettivamente, 2 e 1,5 milioni di euro.

Sono aumenti giustificati? Il criterio contenuto nella legge di delegazione europea per il 2018 chiede al Governo di individuare sanzioni “efficaci, proporzionate e dissuasive” non inferiori nel minimo a 2500 euro e non superiori nel massimo a 10 milioni di euro. Al di là della scelta di non toccare i minimi, le nuove sanzioni lo sono? Come si è detto, i nuovi limiti si collocano comunque nella forbice che nel complesso caratterizza il sistema sanzionatorio del TUF e quelli delle sanzioni relative alle politiche di remunerazione si allineano ai massimi già previsti per le violazioni in materia di relazione sul governo societario, con la quale la relazione sulla remunerazione si pone in chiara connessione funzionale.

Tuttavia, la scelta di attestarsi per le società sul massimo livello consentito e per le persone fisiche su tetti comunque molto alti non tiene in alcun conto l'importo ben diverso ora vigente e fissato solo pochi mesi fa, rischiando al di là di ogni considerazione tecnica di comunicare un intento eccessivamente punitivo e di far considerare oggettivamente non proporzionate sanzioni che conseguono a violazioni di regole spesso nuove e non collaudate, il cui rispetto porta comunque con sé una buona dose di valutazioni discrezionali.

2. Più in generale lo schema di decreto rinuncia a realizzare il pur necessario coordinamento, non solo degli importi massimi, tra le varie sanzioni amministrative previste dal TUF, almeno di quelle rientranti nel perimetro della SHRD 2. E ciò specialmente con riguardo al trattamento delle persone fisiche, in genere i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, talvolta anche gli esponenti apicali della struttura aziendale.

Gli amministratori e gli altri esponenti aziendali, infatti (i) a volte (gestori di attivi) non sono coinvolti per niente, (ii) a volte (gestione accentrata, relazione sul governo societario, operazioni con parti correlate) sono coinvolti attraverso il richiamo al principio generale dettato dall'art. 190-*bis*, comma 1, lett. a, secondo il quale sono puniti se “l'inosservanza è conseguenza della violazione di doveri propri o dell'organo di appartenenza” e “la condotta ha inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali, ovvero ha provocato un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l'integrità e il corretto funzionamento del mercato”, (iii) a volte (relazione sulla remunerazione) sono coinvolti “qualora la loro condotta abbia contribuito a determinare la violazione delle disposizioni sopra richiamate da parte della società”.

Il decreto era l'occasione per ricomporre in un quadro unitario queste varie ipotesi, il che era possibile senza incontrare troppe difficoltà. Che si sarebbero probabilmente incontrate, invece, se si fosse voluto anche individuare presupposti di responsabilità di più agevole e sicura individuazione rispetto agli attuali, che si basano – come nel caso di

gran parte delle sanzioni del TUF – su concetti generalissimi o fanno leva su complessi nessi causali. Presupposti tanto più efficaci e sicuri quanto più si fossero rifatti a categorie generali dell’ordinamento quali il dolo o la colpa grave.

Poteva essere oggetto di coordinamento anche il profilo dell’applicazione di una sanzione soltanto dichiarativa e reputazionale nei casi di violazioni cessate e di minore gravità. Oggi questo tipo di sanzioni, che opera nell’ipotesi di “scarsa offensività o pericolosità”, è previsto soltanto per alcune delle violazioni derivanti dalla SHRD 2 e avrebbe potuto essere generalizzata – anche a tutto il TUF – come già avvenuto in altri settori dell’ordinamento.

I limiti della delega contenuta nella legge n.117/2019 non consentivano invece un coordinamento più generale fra tutte le sanzioni previste dal TUF e anche fra queste e quelle di settori contigui, come quelli bancario, assicurativo, dei fondi pensione; o ancora, più ambiziosamente, fra tutte le sanzioni applicate da Autorità indipendenti. Un coordinamento del quale si avverte la necessità per ragioni non solo di uniformità di trattamento nel caso di violazioni simili, ma anche per l’attuale complessità di lettura.

Oggetto di questo coordinamento ad ampio spettro potrebbero essere non solo i temi già segnalati (persone fisiche e sanzioni dichiarative), ma altri ancora. In questa sede è possibile solo segnalarne un paio tra i più importanti.

Un primo profilo è quello dell’applicazione delle sanzioni amministrative soltanto qualora la violazione punita abbia un effettivo rilievo per gli interessi tutelati, principio oggi previsto chiaramente in materia assicurativa (artt. 311-bis e 324-ter del Codice delle assicurazioni private). L’estensione e l’adattamento di questo principio a campi diversi richiederebbe senza dubbio una riflessione attenta, anche sui criteri da utilizzare e sulla loro migliore collocazione, nella legge (come appare preferibile) o in un regolamento. Si tratta però di un punto di grande rilievo, potendo consentire di centrare un obiettivo importante di semplificazione e razionalizzazione come è quello di far rientrare tutto ciò che non è realmente patologico nell’ambito di meri interventi correttivi di vigilanza, senza far scattare conseguenze sanzionatorie.

Un secondo profilo, altrettanto significativo e bisognoso di approfondimenti, è quello della procedura amministrativa che conduce alla sanzione, oggi non uniforme fra le varie Autorità.

L’importo crescente delle sanzioni economiche e il frequente coinvolgimento delle persone fisiche, anche con sanzioni accessorie interdittive, rendono probabile un ampliamento del novero delle sanzioni considerate amministrative dalla legge ma riqualificabili in base a criteri sostanziali come penali, secondo l’orientamento della Corte di Giustizia UE e della Corte EDU di Strasburgo. Varrebbe dunque la pena, individuati con chiarezza i comportamenti illeciti sanzionati (che è la preconditione sostanziale), dare subito maggior spazio al diritto di difesa degli esponenti aziendali e delle imprese, pur senza ingessare l’azione delle Autorità, ispirandosi alle soluzioni già adottate da altri

paesi europei.

3. Un sistema sanzionatorio chiaro ed equilibrato contribuisce a dissuadere dal compimento di condotte illecite, ma al tempo stesso non fornisce un ulteriore elemento di segno negativo per le imprese che valutano la possibilità di quotarsi (purtroppo, da noi sul già asfittico mercato regolamentato) e non scoraggia i capaci da assumere cariche, anche come indipendenti e non correlati, negli organi degli emittenti, evitando di esporli a rischi non ben valutabili e spesso economicamente non affrontabili. Peraltro, come si sa, neanche assicurabili.

Nel difficile momento che vive il Paese non è certo la preoccupazione principale, ma nemmeno l'ultima per importanza.