

concessione di finanziamenti a terzi per l'acquisto di azioni proprie, prevedendo una disciplina di deroga all'attuale divieto, qualora vengano soddisfatti alcuni presupposti (ad esempio, che l'operazione sia effettuata a condizioni eque di mercato, previa approvazione assembleare e nel limite del capitale sottoscritto e delle riserve indisponibili).

L'impegno della Consob è anche consistito nella partecipazione al Comitato di regolamentazione in materia di principi contabili nonché ai Comitati in materia di revisione contabile.

Infine, la Consob ha preso parte alle riunioni, indette dalla Commissione Europea, per l'attuazione della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (*Markets in financial instruments directive* - Mifid), della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto e della direttiva in materia di trasparenza degli emittenti con titoli trattati sui mercati regolamentati (direttiva *Transparency*).

Per quanto riguarda le nuove proposte di normativa della Commissione Europea, si segnalano i lavori in corso sulla proposta di direttiva in materia di regolamento e compensazione e sulla proposta di direttiva relativa ai diritti degli azionisti; per entrambe le proposte è prevista la partecipazione della Consob ai rispettivi negoziati.

Nell'ambito dell'attività di preparazione della proposta di direttiva in materia di regolamento e compensazione, che potrebbe essere formalizzata nel corso del 2006, la Commissione Europea ha avviato uno studio per valutare i costi e i benefici di una specifica iniziativa regolamentare in materia. L'obiettivo della direttiva sarebbe quello di incentivare una riduzione dei costi dell'operatività transfrontaliera degli intermediari, a beneficio degli investitori e della liquidità dei mercati, e di realizzare un'armonizzazione delle condizioni di funzionamento dei sistemi di post-trading.

La proposta di direttiva sui diritti degli azionisti, in discussione presso il Consiglio, si inquadra nell'ambito del Piano d'azione per modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea. Essa contiene disposizioni volte ad armonizzare le legislazioni degli Stati membri in materia di: convocazione assembleare, informativa preventiva e successiva da dare agli azionisti; legittimazione degli aventi diritto alla partecipazione in assemblea; voto in via elettronica, per corrispondenza e per delega; esercizio dei diritti di voto pertinenti alle azioni detenute dagli intermediari. Tali disposizioni sono destinate ad avere un impatto significativo sulla disciplina italiana. In particolare, la nozione allargata di azionista sembra finalizzata a consentire l'esercizio dei diritti propri dell'azionista da parte di soggetti diversi dal titolare dell'azione. In materia di legittimazione degli aventi diritto alla partecipazione e alla votazione nelle assemblee delle società quotate, la proposta di direttiva prescrive l'abolizione dei vincoli di preventivo blocco delle azioni. La proposta consente solo l'introduzione a livello nazionale di un sistema basato sulla "record date", non impone limiti quantitativi o soggettivi al conferimento della rappresentanza e attribuisce una limitata discrezionalità agli Stati membri nell'introdurre condizioni per il rilascio delle deleghe; essa, infine, non sembra vietare il rilascio di deleghe senza il nome del rappresentante.

La Commissione Europea, con un documento denominato “Libro bianco sui servizi finanziari”, ha definito le linee guida della regolamentazione in materia di servizi finanziari per il quinquennio 2005-2010.

Il Libro bianco, pur confermando la validità dell'approccio alla base del Piano d'azione per i servizi finanziari (Financial Services Action Plan - Fsap), sposta il fulcro dell'azione della Commissione dall'introduzione di nuove misure regolamentari a un approccio che si basa sulla valutazione ex-ante dei benefici delle nuove proposte (studi di impatto), sull'armonizzazione dei testi legislativi di trasposizione delle direttive negli ordinamenti nazionali e sul controllo dell'effettiva applicazione pratica delle norme.

La Commissione Europea ha, altresì, pubblicato il “Libro verde in materia di fondi comuni di investimento”, nel quale vengono esaminati gli aspetti che richiedono un intervento a livello comunitario per rendere più efficace il passaporto europeo per i fondi.

In luogo di un radicale ripensamento delle direttive Ucits (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities), basate sull'armonizzazione del prodotto, è stato proposto un intervento sulla distribuzione e sul formato del prospetto semplificato, sulla disclosure delle commissioni corrisposte ai gestori e ai distributori e sul passaporto dei gestori.

Da ultimo, si segnala che la Commissione Europea, il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento Europeo hanno rinnovato la composizione del Comitato di controllo inter-istituzionale per i servizi finanziari e ne hanno ampliato il mandato al fine di tener conto dell'estensione del modello *Lamfalussy* ai settori bancario e assicurativo.

3. L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)

Nel 2005 l'attività della Consob in sede Cesr ha costituito un notevole impegno, in relazione ai lavori dei gruppi *ad hoc* istituiti per la redazione delle norme di livello 2 e 3 attuative di diverse direttive comunitarie e, soprattutto, in relazione alla presidenza del *Gruppo di esperti sul risparmio gestito*.

Tra i gruppi di esperti istituiti dal Cesr vi è quello sulla direttiva *Transparency* che, sulla base del mandato della Commissione Europea, ha ultimato il proprio lavoro in relazione ai pareri sulle misure di livello 2 in tema di diffusione delle informazioni regolamentate, di notifica delle partecipazioni rilevanti, di relazione semestrale, di equivalenza della normativa dei Paesi terzi e di scelta dell'emittente dell'Autorità del Paese di origine come Autorità competente.

Sempre con riferimento alle norme di attuazione della direttiva *Transparency*, nel luglio 2005 il Cesr ha ricevuto dalla Commissione Europea un nuovo mandato di livello 2, relativo allo “stoccaggio” delle informazioni regolamentate e al *filing* delle informazioni regolamentate all'Autorità competente. È stato, così, costituito un nuovo gruppo di lavoro che dovrà ultimare la propria attività nel giugno 2006.

La direttiva Transparency impone, in particolare, di assicurare l'esistenza in ciascun Paese di almeno un meccanismo designato ufficialmente allo "stoccaggio" centrale delle informazioni (Officially Appointed Mechanism - Oam). Per quanto riguarda, invece, il deposito delle informazioni presso le Autorità competenti, la direttiva consente agli Stati membri di chiedere che la consegna avvenga contestualmente alla diffusione al pubblico delle informazioni stesse, a ulteriore garanzia della completezza e dell'integrità dei dati.

L'attività del Cesr in materia di "stoccaggio" delle informazioni regolamentate non ha un'influenza diretta sul tipo di soggetto che può essere designato come Oam; la scelta spetta, infatti, agli Stati membri. Il Cesr deve solo indicare i possibili standard di sicurezza e accessibilità in maniera neutrale, senza prefigurare la natura dell'organismo prescelto. A tale riguardo, è stato predisposto un documento di consultazione che si limita a elencare una serie di principi generali in materia di requisiti di qualità del sistema. Sempre nell'ambito dello "stoccaggio" delle informazioni, è proseguito l'esame della fattibilità della realizzazione di una rete europea di sistemi ove sia accessibile l'informativa sugli emittenti. In tale contesto è stata istituita una IT Task Force, con un mandato orizzontale, al fine di rendere compatibili i sistemi nazionali per la costituzione di data-base a livello europeo che interessino più direttive.

Per quanto riguarda il deposito delle informazioni regolamentate, previsto dalla direttiva Transparency, è stato predisposto un documento di consultazione che indica standard comuni per l'invio elettronico delle informazioni alle Autorità competenti, in linea con quelli previsti per i sistemi di "stoccaggio". Sono previsti, in particolare, standard di qualità che riguardano soprattutto la sicurezza, la certezza della fonte e la registrazione della data e dell'ora dell'invio.

Il Gruppo di lavoro sul risparmio gestito, presieduto dal Presidente della Consob, ha lavorato intensamente, nel corso del 2005, per adempiere ai mandati ricevuti dal Cesr e dalla Commissione Europea. In particolare, il Gruppo ha pubblicato, nel mese di febbraio, un documento contenente le linee guida per l'operatività del regime transitorio previsto dalle direttive Ucits.

L'approvazione delle linee guida comporta la convergenza, tra le varie Autorità competenti, sulle prassi amministrative degli Stati membri per quanto riguarda l'interpretazione delle disposizioni attinenti al regime transitorio. L'obiettivo è quello di porre termine alle incertezze rappresentate dai partecipanti al mercato, rimuovendo le barriere al mercato unico sperimentate dai gestori di fondi. Le linee guida approvate dal Cesr sono destinate ad assicurare orientamenti comuni a tutta l'Unione e il Review Panel ha svolto nel corso del 2005 una verifica sul rispetto delle linee guida da parte degli Stati membri.

Il Gruppo ha, inoltre, concluso il lavoro, su mandato ricevuto dalla Commissione Europea, relativo alle definizioni contenute nelle direttive Ucits in materia di investimenti ammissibili.

Il parere prodotto chiarisce talune definizioni contenute nelle direttive in materia di investimenti ammissibili da parte dei fondi armonizzati. La materia ha rilievo in quanto determina il tipo di investimento consentito a detti fondi; viene allargata la gamma di investimenti consentiti, nel contempo, rispettando i principi della direttiva (sulla diversificazione del rischio, sui limiti alla leva dei prodotti derivati, sull'investimento in strumenti finanziari liquidi, etc.). Sul documento si sono svolte due consultazioni pubbliche.

Infine, il Gruppo ha sottoposto a consultazione pubblica il documento concernente la semplificazione delle procedure di notifica dei fondi.

Le misure contenute in tale documento intendono semplificare le procedure che devono essere rispettate dai fondi che commercializzano le proprie quote in uno Stato dell'Unione Europea diverso da quello di origine. È previsto, comunque, il rispetto delle norme di livello 1, che consentono alle Autorità del Paese ospitante di verificare il rispetto delle regole di commercializzazione e di pubblicità previste a livello nazionale che stabiliscono in due mesi dalla notifica il termine entro cui devono essere effettuate le valutazioni dell'Autorità competente del Paese ospitante, prima che abbia inizio la commercializzazione delle quote. Lo scopo del Cesr è quello di agevolare le procedure di notifica, evitando che le Autorità del Paese ospitante attribuiscono una diversa interpretazione alla direttiva.

Il Cesr ha creato tre Sottogruppi di esperti *ad hoc* per la predisposizione delle misure di attuazione della direttiva *Mifid*, che nel mese di febbraio 2005 hanno inoltrato un parere alla Commissione Europea sul cosiddetto primo *set* di mandati relativi alle regole da applicarsi agli intermediari, alla cooperazione e all'*enforcement*.

Per quanto attiene agli intermediari, i temi affrontati nel parere riguardano, in particolare, i seguenti argomenti: la funzione di controllo sul rispetto delle norme, da parte dell'impresa di investimento e dei dipendenti, e la gestione dei reclami degli investitori; gli obblighi connessi all'organizzazione interna e quelli legati alla necessità di evitare rischi operativi aggiuntivi nel caso di outsourcing; gli obblighi di registrazione; la salvaguardia dei fondi dei clienti; i conflitti di interessi; l'informativa che deve essere fornita nel caso in cui un'impresa di investimento svolga attività di commercializzazione di prodotti e/o servizi finanziari; le informazioni che devono essere fornite dall'intermediario al cliente prima della fornitura del servizio di investimento; gli accordi con il cliente al dettaglio; le comunicazioni al cliente sull'esecuzione degli ordini e i rapporti periodici.

*La parte del parere relativa alla cooperazione e all'*enforcement* contiene, invece, le norme di dettaglio sullo scambio di informazioni tra Autorità e, in particolare, sulla trasmissione all'Autorità del mercato con maggiore liquidità dei dati sulle transazioni eseguite dalle imprese di investimento.*

Il Cesr ha pubblicato, nel mese di aprile 2005, il parere sul secondo *set* di mandati relativi alle misure di livello 2 della direttiva *Mifid*.

*Il parere riguarda, tra l'altro: un chiarimento dell'ambito di applicazione della direttiva, definendo l'*investment advice* e le *commodity derivatives*; alcuni aspetti della regolamentazione degli intermediari, inclusa la ricerca, il test di idoneità, il servizio di sola esecuzione degli ordini (*execution only*), la regola dell'esecuzione degli ordini alle migliori condizioni e la definizione di controparti ammissibili (*eligible counterparties*); tutti gli aspetti connessi alla trasparenza di mercato e ai requisiti di ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari. Il parere costituisce un completamento di quello relativo al primo *set* di mandati e cerca di proporre soluzioni che tengano conto della diversa natura dei partecipanti al mercato e delle differenti forme di prodotti e servizi offerti ai clienti; allo stesso tempo, esso cerca di fornire ai partecipanti al mercato la necessaria chiarezza e certezza giuridica per consentire l'innovazione finanziaria.*

Nel 2005 il *Gruppo di lavoro congiunto Cesr-Escb (European System of Central Banks)* ha pubblicato un rapporto contenente diciannove *standard* in materia di *post-trading*, che hanno la finalità di accrescere la sicurezza, la stabilità e l'efficienza dei sistemi di *clearing* e *settlement* nell'Unione Europea. Gli *standard* sono basati sulle raccomandazioni emanate congiuntamente dal Comitato Tecnico della Iosco e dal Cpss (*Committee on Payment and Settlement System*) nel 2001, adattati al contesto dell'Unione Europea.

Il lavoro del Gruppo è stato condotto con il coinvolgimento delle parti interessate nel settore dei sistemi di clearing e settlement, attraverso consultazioni e public hearings. Il set degli standard richiede, per l'applicazione, una valutazione del loro impatto (assessment methodology) sui sistemi in essere. Si rileva, inoltre, che essi sono basati sull'attuale situazione di mercato e del contesto normativo che, a livello europeo, non è oggetto di armonizzazione; pertanto, l'adozione degli standard in questione non è intesa a pregiudicare ulteriori iniziative della Commissione Europea in materia di armonizzazione della prestazione dei servizi di post-trading.

Il *Gruppo di esperti in materia di prospetto* ha lavorato sulla base del mandato conferito dalla Commissione Europea, in relazione a possibili modifiche del regolamento 809/2004/CE; il fine è quello di assicurare che il prospetto includa sempre le informazioni finanziarie necessarie affinché l'investitore possa effettuare un'analisi consapevole della posizione finanziaria, dei profitti e delle perdite e delle prospettive dell'emittente.

Il Cesr ha pubblicato un parere in materia nel mese di ottobre 2005 che si propone di introdurre emendamenti al regolamento comunitario, presentati nella forma di *guidelines*.

Gli emendamenti proposti nel parere consentono all'Autorità competente di chiedere agli emittenti di fornire nei prospetti informazioni finanziarie rilevanti tenendo conto di taluni principi. Il parere, inoltre, chiarisce l'interazione (allegato II al regolamento 809/2004/CE) tra l'informazione pro-forma e le informazioni finanziarie degli emittenti con vicende complesse.

Nella riunione plenaria del Cesr, a Parigi, è stato deciso di istituire una *Task Force* alla quale hanno partecipato i Presidenti delle Autorità di vigilanza dei principali Paesi aderenti allo stesso Cesr, tra cui il Presidente della Consob.

Scopo della Task Force è quello di: individuare le priorità del Cesr per i prossimi tre anni; proporre modalità per migliorare il processo decisionale del Cesr; verificare se la struttura e l'organizzazione della stessa siano idonee ad assicurare un elevato grado di adesione alle misure di livello 3. In relazione a tali obiettivi, il lavoro predisposto dalla Task Force ha fatto emergere un generale orientamento sull'opportunità di limitare le nuove proposte di normativa per concentrarsi, invece, sull'applicazione coerente della normativa comunitaria e degli standard del Cesr, senza istituire nuovi gruppi di lavoro. Infine, la Task Force ha proposto il ricorso alla mediazione ove sussistano conflitti tra i membri e di sviluppare l'attività del Review Panel per far sì che i membri stessi si adeguino agli standard decisi a livello 3.

Il *Gruppo Cesrpol (Gruppo permanente sulla cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza)* ha svolto un'intensa attività al fine di predisporre le misure di livello 3 in relazione

alla direttiva sugli abusi di mercato. Tali misure sono state pubblicate sotto forma di linee guida (*guidance*) nel maggio 2005. Le *guidance* attengono, in particolare, alle *accepted market practices*, al concetto di manipolazione di mercato e al *reporting* delle transazioni sospette.

Il Cesrpol ha, altresì, costituito al proprio interno un Sottogruppo denominato *Surveillance and Intelligence*, finalizzato alla trattazione di questioni pratiche, emergenti dall'attività quotidiana di vigilanza su imprese di investimento e mercati. In particolare, il Sottogruppo è chiamato a facilitare la vigilanza su violazioni che possano coinvolgere più Autorità di diversi Stati membri e a individuare possibili misure di livello 3.

Nell'ambito delle ristrutturazione del Cesrpol verranno costituiti gruppi *ad hoc* per rispondere, tempestivamente e in modo concordato, a condotte illecite rilevanti che interessino più Paesi (come nel caso Citigroup).

È proseguita l'intensa attività del *Cesfrin* (*Gruppo di lavoro permanente sull'informazione finanziaria*) e dei suoi sottogruppi. Il lavoro si è incentrato sull'adozione dei regolamenti per la transizione verso i principi Ias/Ifrs, in particolare sull'applicazione coerente di tali principi nell'Unione Europea e sull'individuazione di eventuali difficoltà operative.

Il Sottogruppo in materia di *enforcement* ha predisposto un *data-base* per la pubblicazione delle decisioni di *enforcement* in forma anonima e per facilitare un approccio convergente tra le varie Autorità sul rispetto dei principi Ias/Ifrs nella redazione dei documenti contabili.

Nel corso del 2005 il *Review Panel* (gruppo permanente del Cesr che ha l'obiettivo di verificare l'attuazione degli *standard* in materia di regole di comportamento da parte degli Stati membri) ha verificato l'adesione agli *standard* del Cesr in materia di *cold calling* (contatto telefonico con il cliente non richiesto da quest'ultimo) e l'attuazione delle raccomandazioni sul regime transitorio per la commercializzazione di quote di fondi. Ha, inoltre, avviato analogo lavoro sull'attuazione dello *standard* n. 1 concernente l'*enforcement* in materia di informazione finanziaria pubblicata dagli emittenti.

4. L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)

Nel 2005 l'attività della Consob in ambito Iosco è consistita nella partecipazione ai gruppi di lavoro permanenti in materia di emittenti, mercati, intermediari, fondi comuni, scambio di informazioni e cooperazione internazionale.

Particolare rilevanza ha assunto il lavoro svolto dal *Gruppo permanente sullo scambio di informazioni e sulla cooperazione internazionale*. L'attività si è concentrata sullo sviluppo della cooperazione con i centri cosiddetti *off-shore*. Il progetto, avviato su richiesta del *Financial Stability Forum*, dovrebbe completarsi, per la sua prima fase, entro il primo quadrimestre del 2006.

Nel corso della Conferenza Annuale Iosco tenutasi a Colombo, il Comitato Tecnico ha istituito una *Task Force* in materia di *corporate governance* (co-presieduta dal Presidente dell'Autorità di vigilanza spagnola e dal vice Presidente dell'Autorità australiana). Il lavoro della *Task Force* si è concentrato sul Principio VI (E) dei principi di *corporate governance* dell'Ocse (obiettività e indipendenza del consiglio di amministrazione sul governo della società) e sulla sua applicazione alle società quotate nei mercati di valori mobiliari.

In particolare, l'analisi verterà: sull'identificazione delle regole nazionali che hanno un impatto pratico sulle questioni coperte dal Principio VI (E); sull'interpretazione nazionale dei concetti chiave del Principio; sull'identificazione degli organismi nazionali responsabili; sull'identificazione delle associazioni, degli enti o delle istituzioni pubbliche che hanno un ruolo nell'applicazione domestica del Principio.

Continua a rivestire particolare importanza l'attività dell'*Implementation Committee* connessa alla valutazione dello stato di attuazione degli *Iosco Objectives and Principles on Securities Regulation* e alla cooperazione con il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale che utilizzano i principi elaborati dalla Iosco nei programmi di valutazione del settore finanziario dei singoli paesi.

Nel corso della Conferenza del Comitato Tecnico Iosco tenutasi a Francoforte, la Consob ha partecipato alla tavola rotonda sulle frodi finanziarie.

Nella tavola rotonda si è discusso, tra l'altro, delle raccomandazioni contenute nel rapporto Iosco sulle frodi internazionali che formeranno oggetto di standard predisposti dai gruppi di lavoro del Comitato Tecnico. Particolare rilievo assume il mandato, attribuito al gruppo di lavoro n. 3 del Comitato Tecnico sugli intermediari, in materia di collocamento sul mercato primario di obbligazioni in relazione all'attività di "due diligence" che i responsabili del consorzio di collocamento devono svolgere sugli emittenti, al fine di evitare asimmetrie informative tra investitori e intermediari.

VII – I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2005 i giudizi instaurati avanti al giudice amministrativo, per l'annullamento di provvedimenti adottati o proposti dalla Commissione nell'esercizio delle proprie potestà di vigilanza e sanzionatorie, hanno registrato una lieve flessione rispetto all'anno precedente, passando da 31 a 26. Un significativo aumento, invece, si è riscontrato nel numero dei procedimenti di impugnazione intentati avanti al giudice ordinario (138 rispetto ai 61 del 2004) (Tav. 60; Appendice, Tavv. A.16 e A.17).

Tav. 60

Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto¹
(esiti al 31 dicembre 2005)

	Giudice amministrativo ²						Giudice ordinario ³					
	Accolti ⁴	Respinti ⁵	In corso	di cui:		Totale ricorsi	Accolti ⁴	Respinti ⁵	In corso	di cui:		Totale ricorsi
				Accolta sospensiva	Respinta sospensiva					Accolta sospensiva	Respinta sospensiva	
2003	--	8	23	1	12	31	43	19	--	--	--	62
2004	1	4	26	--	12	31	19	42	--	--	--	61
2005	2	4	20	1	4	26	7	42	89	--	--	138

¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ³ Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. ⁴ La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. ⁵ La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

L'incremento dei procedimenti di impugnazione avanti al giudice ordinario è dovuto essenzialmente alle opposizioni presentate avverso gli 11 decreti ministeriali irrogativi di sanzioni amministrative pecuniarie per irregolarità nella negoziazione di obbligazioni Cirio e Argentina (si veda il precedente Capitolo III).

In particolare, 9 decreti ministeriali riguardano esclusivamente la vicenda Cirio, uno la vicenda Argentina e un decreto entrambe le vicende. Nei confronti di tali provvedimenti, costituenti l'esito di iniziative di vigilanza relative ad altrettanti istituti di credito, sono state presentate, avanti a otto diverse Corti d'Appello, 79 impugnazioni autonome promosse complessivamente da 417 soggetti (banche ed esponenti aziendali).

Con specifico riferimento alle impugnazioni promosse dalle banche, le Corti d'Appello adite hanno in 10 casi già riconosciuto la sussistenza delle violazioni, in 8 casi confermando integralmente i decreti sanzionatori. In 2 casi è stato solo ridotto l'importo delle sanzioni inflitte: nel primo, la Corte d'Appello ha ritenuto eccessivo l'importo delle sanzioni e le ha ridotte del 50 per cento; nel secondo, l'importo della sanzione, il cui pagamento è stato ingiunto all'intermediario di appartenenza dei responsabili, è stato

ridotto in misura pari all'importo delle sanzioni comminate a carico di tre esponenti ai quali non era stato notificato il decreto sanzionatorio.

Tra le più significative pronunce giurisprudenziali adottate nel corso del 2005 si segnalano quelle che hanno deciso le opposizioni presentate avverso i decreti ministeriali irrogativi di sanzioni pecuniarie in relazione alla vicenda Cirio e Argentina.

Alla cognizione delle Corti d'Appello adite sono state portate numerose questioni, afferenti sia la correttezza dello sviluppo dei procedimenti sanzionatori, sia la sussistenza delle violazioni accertate dalla Consob.

Con riguardo alle questioni pregiudiziali, va segnalato, innanzitutto, il consolidarsi dell'orientamento giurisprudenziale che ritiene prive del difetto di legittimazione ad agire le persone fisiche responsabili delle violazioni, ma non destinatarie dell'ingiunzione di pagamento delle sanzioni; ingiunzione che il Ministero dell'economia ha rivolto, nei casi esaminati, esclusivamente all'intermediario di appartenenza delle medesime.

L'interesse ad agire delle persone fisiche responsabili ma non ingiunte è stato, infatti, qualificato "come un mero interesse di fatto, insufficiente a conferire loro la legittimazione a opporsi a una ingiunzione che non è loro rivolta (...). La tutela del loro interesse è solo differita al momento in cui la Banca, dopo avere pagato l'intera sanzione, si rivolga loro con l'azione di regresso per ottenere il rimborso di quanto pagato in ragione degli importi determinati per ciascuno. Difatti, in questa sede essi possono far valere le loro ragioni, anche contestando l'esistenza delle violazioni accertate e le relative responsabilità, non potendo fare stato nei loro confronti, rimasti estranei al giudizio di opposizione della Banca, la pronunzia emessa dalla Corte in questa sede" (decreto della Corte d'Appello di Roma 4.7-26.9.2005).

Le decisioni giurisprudenziali relative alla vicenda Cirio hanno, in seguito, unanimemente sancito il rispetto dell'art. 14 della legge n. 689 del 1981, ai sensi del quale la notifica delle contestazioni deve avvenire entro novanta giorni dall'accertamento. Altrettanto unanime è stato il giudizio sulla ragionevolezza del tempo impiegato dalla Consob per addivenire all'accertamento delle violazioni.

Le decisioni in rassegna ribadiscono, innanzitutto, il principio per cui l'accertamento delle infrazioni non possa farsi coincidere con la conclusione delle verifiche ispettive intraprese presso gli intermediari. La Corte d'Appello di Venezia ha riconosciuto "la natura meramente istruttoria e non deliberativa della relazione ispettiva finale redatta dagli ispettori" affermando come "ai fini dell'individuazione del momento iniziale del decorso del detto termine per la contestazione l'«accertamento» debba essere ritenuto comprensivo anche nel tempo occorrente per la valutazione dei dati acquisiti, necessaria per la verifica degli elementi soggettivi e oggettivi della violazione medesima e per la valutazione dell'idoneità del fatto a integrare gli estremi dei comportamenti sanzionatori come illeciti, con il limite che la valutazione di tali elementi, pur non essendo assoggettata a un termine predeterminato, avvenga, pur tuttavia in un termine ragionevole" (decreto 17.10/1.12.2005). E, nella fattispecie, le Corti d'Appello investite della questione hanno unanimemente riconosciuto la congruità del tempo impiegato per addivenire all'accertamento delle violazioni contestate, in considerazione della complessità e vastità dei fenomeni scrutinati.

La giurisprudenza non ha mancato di dare rilievo, in un'ottica di ragionevolezza, del tempo impiegato per addivenire all'accertamento delle violazioni e alla simultaneità delle verifiche intraprese nei confronti degli operatori più "attivi" nella negoziazione di bond Cirio; infatti, "nel necessario rispetto dei principi di coerenza e imparzialità dell'azione amministrativa, l'attività di negoziazione oggetto dell'indagine non poteva che richiedere una valutazione simultanea per tutti gli intermediari sottoposti a verifica e che l'operazione complessiva ha richiesto l'impegno della totalità delle risorse assegnate alle tre divisioni operative di Consob (Intermediari, Mercati, ed Emittenti) determinando l'avvio di procedimenti sanzionatori nei confronti di circa quattrocento esponenti aziendali e dipendenti delle banche ispezionate" (decreto della Corte d'Appello di Bologna 18.11/1.12.2005).

Le Corti d'Appello adite hanno interamente confermato la sussistenza delle violazioni accertate in relazione alla negoziazione di *bond* Cirio. In particolare, tali violazioni hanno riguardato: (i) le carenze delle procedure interne (in violazione dell'art. 56 del Regolamento Consob in materia di intermediari); (ii) la carente conoscenza dello strumento finanziario oggetto di trattazione (in violazione dell'art. 26, comma 1, lett. e, del citato Regolamento); (iii) la carente informazione alla clientela sulla natura e sui rischi delle operazioni (in violazione dell'art. 28, comma 2, del citato regolamento); (iv) la carente valutazione dell'adeguatezza delle disposizioni impartite dal cliente (in violazione dell'art. 29 del citato regolamento); (v) la omessa segnalazione della potenziale situazione di conflitto di interessi derivante dalla partecipazione dell'intermediario negoziatore (o di altra società del gruppo) ai consorzi di collocamento dei titoli trattati, o derivante dalla qualità di banca finanziatrice dell'emittente titoli venduti alla clientela.

Con particolare riferimento alle violazioni di carattere procedurale, le Corti adite hanno innanzitutto affermato la chiara e univoca portata precettiva degli obblighi imposti all'intermediario dagli art. 21, comma 1, lett. d), del Tuf e dell'art. 56 del Regolamento Consob 11522/1998.

*Sulla base di tali disposizioni "risultano dunque chiari i comportamenti imposti agli operatori, e sotto tale profilo ne va apprezzata l'idoneità siccome efficacemente diretti a garantire, nell'ambito di operatività prescelta dall'intermediario stesso, l'ordinata, efficiente e trasparente prestazione dei servizi di investimento tramite l'adozione di procedure interne strumentali rispetto al fine di assicurare la puntuale osservanza degli obblighi di condotta normativamente previsti. Sotto lo specifico aspetto dell'imposizione agli intermediari dell'obbligo di dotarsi di specifiche procedure interne non si potrebbe, del resto, ragionevolmente pretendere dal sistema normativo una maggiore precisione: la varietà degli strumenti finanziari offerti dal mercato e, quindi, del possibile ambito operativo dell'intermediario e delle modalità organizzative da questi adottabili nell'ambito della propria autonomia imprenditoriale non consente, infatti, la previsione, *ex ante*, di tutti i possibili schemi procedurali funzionali agli scopi indicati dalla normativa di settore rendendo inevitabile che, pur nella vincolatività dei relativi risultati, il concreto assetto di tali procedure sia rimesso alla discrezionalità dell'imprenditore (per il quale, tra l'altro, l'ordinamento prescrive il possesso di rigorosi requisiti, di professionalità)" (decreto della Corte d'Appello di Bologna 25.11/14.12.2006).*

In generale, è stata esclusa qualsiasi ipotesi di "duplicazione" tra la violazione dell'obbligo di apprestare idonee procedure per la prestazione di servizi di investimento e le violazioni di singole disposizioni contenenti precetti "comportamentali", nel caso di specie ritenute conseguenza immediata e

diretta, per l'appunto, delle carenze "procedurali". Nel decreto 27.10/1.12.2005, la Corte d'Appello di Venezia ha riconosciuto che "la medesima omissione (mancata adozione di adeguate procedure) risultò, in concreto, violativa di diverse disposizioni (gli artt. 26, 27, 28 e 56 del Regolamento Consob 11522/1998) poste a presidio di beni giuridici distinti (l'offerta, da parte dell'intermediario, di un'efficiente ordinata e corretta prestazione del servizio di negoziazione in conto terzi, la conoscenza adeguata degli strumenti finanziari offerti, la comunicazione, agli investitori, di adeguate informazioni sulla natura e i rischi della specifica operazione di investimento, la comunicazione al cliente, dell'esistenza di situazioni di conflitto di interessi derivante da rapporti di finanziamento in essere con l'emittente dei titoli offerti ovvero con società del gruppo di appartenenza di questo) e comminanti diverse sanzioni amministrative".

Nel merito della violazione, le Corti d'Appello hanno, tra l'altro, confermato la contestata mancanza di puntuali disposizioni procedurali volte a disciplinare la fase di selezione dei titoli da offrire in contropartita diretta con la clientela; procedure, queste, di cui è stata riscontrata, presso gli intermediari bancari sottoposti a verifiche, una diffusa inadeguatezza.

Nel decreto 14.12.2005/18.1.2006, la Corte d'Appello di Torino ha affermato sul piano generale, a prescindere dalle particolarità del caso Cirio, la sussistenza dell'obbligo di "emanare disposizioni atte a impedire scelte arbitrarie da parte delle strutture addette alla scelta dei titoli e la contestazione attiene proprio alle omissioni di procedure specifiche sugli indirizzi, criteri, limiti relativi alla facoltà di selezione". In sintesi, per un'altra Corte d'Appello, "la scelta di promuovere un determinato strumento finanziario, inserendolo nel proprio portafoglio di negoziazione, rappresenta una opzione professionale antecedente alle richieste della clientela" (Corte d'Appello di Roma, decreto 22.12.2005/13.1.2006).

Relativamente all'obbligo di apprestare idonee procedure relative alla prestazione di servizi di investimento, sono state riconosciute le peculiarità del periodo di *grey market* (fase di mercato compresa tra un'emissione obbligazionaria e il regolamento delle operazioni), durante il quale è avvenuta gran parte delle negoziazioni dei *bond* Cirio e Argentina.

La Corte d'Appello di Roma ha dato rilievo al fatto che, nel caso di specie, si era in presenza di una "contrattazione, con investitori non professionali, delle obbligazioni Cirio in una fase di negoziazione di titoli non ancora emessi e con prezzi privi di efficacia informativa significativa" (fase del cosiddetto grey market), il che avrebbe dovuto indurre l'istituto di credito negoziatore a una particolare attenzione anche nella predisposizione delle disposizioni procedurali, in particolar modo al fine di garantire "un rigoroso e accurato rispetto degli obblighi informativi nei confronti degli investitori non qualificati, per renderli edotti del possibile rischio dell'investimento".

Le Corti d'Appello adite hanno, altresì, confermato i decreti sanzionatori nella parte in cui sono state comminate sanzioni pecuniarie per violazione dell'obbligo, sancito dall'art. 26, comma 1, lett. e), del Regolamento n. 11522 del 1998, di acquisire adeguata conoscenza degli strumenti finanziari trattati.

La Corte d'Appello di Torino ha ritenuto "particolarmente importante la mancanza di sollecita e tempestiva acquisizione, da parte della Banca, delle credit opinion e delle offering circular. Come precisato dalla Consob, dalle credit opinion, destinate proprio agli investitori istituzionali, emergeva la attribuzione, da parte del lead manager delle obbligazioni Cirio, di un rating implicito a lungo termine pari a B e quindi la

loro collocazione nell'ambito dell'area *speculative grade*, risultando così evidenziato un elevato rischio. Nell'*offering circular* venivano fornite informazioni sull'elevato livello di indebitamento del Gruppo Cirio verso il sistema bancario e finanziario".

Con particolare riguardo all'osservanza dell'obbligo di informazione al cliente, particolare rilievo ha avuto, per i Giudici, la circostanza che le obbligazioni in questione fossero negoziate, in gran parte, nella fase di cosiddetto *grey market*.

La Corte d'Appello di Roma ha riconosciuto (decreto 2/20.12.2005) che "la contrattazione delle obbligazioni Cirio nel cosiddetto 'mercato grigio' avrebbe dovuto indurre la banca a un più penetrante rispetto degli obblighi informativi, in relazione a un titolo scarsamente liquido e fortemente volatile, a rischio reale". In proposito, la Corte d'Appello di Bologna ha osservato che "gli acquisti da parte della clientela retail che intervengono nella fase di grey market finiscono con l'influenzare lo stesso mercato primario (riservato agli investitori professionali) liberando da sostanziali rischi i collocatori: l'emittente e i lead manager, invero, possono, di fatto, tener conto dell'andamento delle transazioni registratesi nel grey market e, in ipotesi, revocare, entro la chiusura del collocamento e con conseguente inefficacia di tutte le contrattazioni medio tempore intervenute, l'effettiva emissione quando la stessa non abbia già registrato successo in tale fase ovvero aumentare l'ammontare dei titoli offerti in caso di risposta particolarmente positiva da parte del mercato".

La vicenda Cirio ha, altresì, offerto ai Giudici l'occasione per intervenire sulla natura dell'obbligo contenuto nell'art. 29 del Regolamento n. 11522 del 1998, che vieta agli intermediari di effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione.

Al riguardo, la Corte d'Appello di Ancona ha osservato (decreto 30.11/1.12.2005) che "l'istituto bancario intermediario (...) non può limitarsi a una mera funzione negoziale, pur anche intermediaria, ma deve, in buona sostanza, non solo farsi carico di un 'consenso informato' della clientela, ma anche farsi carico di costituire un quadro di compatibilità delle singole operazioni rispetto al 'profilo' specifico dell'interesse medesimo, in modo che le operazioni intermedie (...) siano adeguate e congruenti rispetto alle caratteristiche (quantitative e qualitative) del quadro patrimoniale specifico proprio degli investitori".

Anche l'art. 27 del Regolamento Intermediari, concernente le operazioni in potenziale conflitto di interessi, ha formato oggetto di puntualizzazione.

Al riguardo, la Corte d'Appello di Venezia (decreto 27.10/1.12.2005) ha rilevato la "assoluta ininfluenza, sulla configurabilità della violazione in questione, dell'esistenza di un effettivo approfittamento, da parte della banca, della posizione di intermediario e di un danno per l'investitore"; difatti, "la disciplina del conflitto di interessi, in quanto intesa ad assicurare la tutela della correttezza dell'intermediario e la trasparenza dell'operato di questo, appresta, con l'imposizione dell'obbligo di manifestare al cliente investitore l'esistenza di una situazione di potenziale conflitto, un rimedio preventivo al pericolo che la condotta dell'intermediario possa, in concreto, risultare condizionata da un particolare interesse proprio all'operazione intermediata".

Passando, invece, a questioni relative alla disciplina degli emittenti, nel corso del 2005, la Consob ha impugnato innanzi al Tribunale civile di Padova, ai sensi del combinato disposto degli artt. 14, commi 5 e 6, 122, comma 4, del Tuf e 2377 del codice civile, la delibera assembleare di nomina degli amministratori e dei sindaci della Banca Antoniana Popolare Veneta, ritenendo che la stessa fosse stata adottata con il contributo determinante di soggetti che non potevano esercitare il diritto di voto in quanto aderenti a un patto parasociale non dichiarato. Con il medesimo ricorso la Consob ha, altresì, proposto domanda cautelare di sospensione dell'esecuzione della delibera in questione; tale sospensione, nel frattempo, era stata disposta provvisoriamente dal Tribunale con decreto emesso in via di urgenza su istanza di altro soggetto.

Il Tribunale ha dapprima confermato la misura cautelare provvisoria già adottata (ordinanza 8.6.2005) e, successivamente, ha rigettato i reclami proposti avverso la prima ordinanza.

Le pronunce cautelari rivestono particolare interesse per l'oggettiva rilevanza della vicenda poiché in esse si affermano espressamente la legittimazione e l'interesse della Consob a proporre, oltre alla domanda di annullamento di una delibera assembleare, anche la domanda cautelare volta alla sospensione della deliberazione assembleare impugnata di cui all'art. 2378, comma 3, del codice civile.

In particolare, nell'accogliere l'istanza cautelare proposta dalla Consob, il Giudice ha chiarito che la valutazione comparativa tra il pregiudizio che subirebbe il ricorrente per effetto dell'esecuzione della delibera impugnata e quello che subirebbe la società per effetto della sospensione dell'esecuzione della stessa delibera (valutazione che il giudice è chiamato a operare, ai sensi dell'art. 2378, comma 4, del codice civile) deve essere condotta tenendo conto della circostanza che l'“interesse perseguibile dalla Consob attraverso l'impugnazione è espressione di esigenze di trasparenza del mercato e di correttezza della gestione societaria, della cui tutela l'autorità indipendente è investita”.

Nel rigettare i reclami presentati avverso l'ordinanza cautelare, il Tribunale in composizione collegiale ha pienamente condiviso il “rilievo che il giudice di prima istanza ha attribuito, oltre che alla comparazione di interessi delle parti necessarie del procedimento di sospensione, all'interesse pubblicistico del quale è portatrice la Consob e per il quale questa è legittimata sia all'impugnazione ex art. 2377 c.c. sia alla tutela cautelare ex art. 2378 c.c., interesse che è quello connesso all'esigenza di trasparenza del mercato e di correttezza della gestione societaria; interesse che per la dottrina legittima l'azione della Consob anche quando la deliberazione sia vantaggiosa per la società e sia dannosa l'impugnazione”, affermando inoltre che “la dannosità dell'impugnazione per la società, da valutarsi ai sensi del IV comma dell'art. 2378 c.c., non è determinante per negare la sospensione se, questa è, invece, coerente alle esigenze pubblicistiche a tutela delle quali è consentito alla Consob chiedere ... essa stessa la sospensione” (ordinanza 8/14.7.2005).

Nel corso del 2005 hanno avuto esito positivo, con l'annullamento dei relativi bilanci, due impugnative di bilanci d'esercizio e consolidato al 31.12.2003 (Arquati e Stayer) effettuate dalla Consob nell'esercizio del potere attribuitole dall'art. 157, comma 2, del Tuf.

Significativa appare, inoltre, l'articolata pronuncia con la quale il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio (sentenza n. 15180/05), nel mese di dicembre, ha respinto il ricorso promosso, congiuntamente, da una società di revisione iscritta all'Albo Consob e dal *partner* di

questa avverso la sanzione irrogata nei loro confronti dalla stessa Consob a seguito del riscontro di irregolarità nell'ambito dei lavori effettuati, ai sensi dell'art. 155 del Tuf, sui bilanci di esercizio e consolidato di una società con azioni quotate.

La sentenza assume particolare rilievo nella parte in cui afferma l'irrelevanza di generiche censure fondate sulla mancata esibizione, da parte dell'amministrazione, di documenti (o di parti di questi) richiesti dagli interessati nell'ambito di un procedimento conclusosi con l'emanazione di una sanzione ove le stesse non siano accompagnate dalla dimostrazione che "la lesione del diritto di difesa sia effettivamente avvenuta", ovvero da circostanziate indicazioni circa "la concreta sussistenza di fatti e circostanze posti a base della sanzione adottata da loro non conosciuti". In assenza di una puntuale evidenziazione, da parte degli interessati, del profilo della motivazione che "abbia fatto riferimento a elementi fattuali a loro indebitamente preclusi", conclude la sentenza, "non vi è alcuna ragione di dubitare che le parti contrassegnate da omissis o gli altri documenti in relazione ai quali l'accesso non è stato consentito sono stati ritenuti dalla Consob ininfluenti ai fini della formazione della volontà provvedimentale".

Tra le decisioni giurisprudenziali adottate nel corso del 2005, si segnalano due sentenze del Tar Lazio (n. 11292/05 e n. 13749/05) in materia di fissazione del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto residuale, attività che il Tuf demanda alla Consob.

Nel primo caso, i giudici amministrativi hanno accolto il ricorso promosso dall'offerente avverso la delibera di fissazione del prezzo dell'Opa residuale ritenendo carente sia l'istruttoria svolta preliminarmente alla sua adozione, sia la parte motivazionale del provvedimento impugnato. Il Tribunale ha considerato insufficiente quest'ultima parte, anche se integrata, facendo ricorso agli atti preparatori del provvedimento. In particolare, il Tar ha ritenuto che la Consob, nello stabilire il prezzo dell'Opa residuale, debba fornire sufficiente motivazione anche degli eventuali scostamenti delle valutazioni dalla stessa effettuate rispetto agli elementi informativi forniti dall'offerente ai sensi dell'art. 50 del Regolamento Emittenti.

Nel secondo caso, il Tar ha invece rigettato il ricorso promosso da un azionista avverso la delibera di fissazione del prezzo dell'Opa residuale, precisando che l'attività di cui la Consob è investita comporta l'esercizio di "un potere di carattere discrezionale tecnico, basato sull'applicazione delle regole concernenti le metodologie valutative di azienda e della prassi tecnica, che non si fondano su regole scientifiche esatte". Il Tribunale ha, inoltre, condiviso che la Consob non sia obbligata a utilizzare "parametri ulteriori rispetto a quelli normativamente indicati" e ha, altresì, avallato l'unitaria considerazione dei parametri del patrimonio netto rettificato a valore corrente e dell'andamento e prospettive reddituali dell'emittente, di cui all'art. 50, comma 3, del Regolamento Emittenti.

Si ricordano, infine, le pronunce con le quali il Tar del Lazio, in sede cautelare, e il Consiglio di Stato, in sede di appello avverso le ordinanze cautelari del Tar, aditi da due distinte associazioni di consumatori, hanno riconosciuto la correttezza dell'operato della Consob all'epoca del rilascio del nulla-osta alla pubblicazione del documento relativo all'offerta di scambio rivolta dalla Repubblica Argentina a tutti i possessori dei *bond* non rimborsati a seguito della dichiarazione di *default* (dicembre 2001).

2. La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Fra le pronunce giurisprudenziali più significative intervenute nel 2005 relativamente a casi di azioni contro la Consob per il risarcimento di danni si segnala la sentenza n. 11149/2005 con la quale il Tribunale civile di Milano ha rigettato la domanda risarcitoria proposta, nei confronti della Consob, da un'associazione di risparmiatori per asserito negligente esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di una società ammessa alle negoziazioni sul Nuovo Mercato, le cui azioni avevano riportato una rilevante perdita di valore.

Il Tribunale adito ha escluso che l'associazione, le cui finalità statutarie annoverano "la salvaguardia dei diritti dei risparmiatori", abbia potuto acquistare le azioni della società affidandosi unicamente alle informazioni contenute nel prospetto informativo (pubblicato mesi prima e non più attuale al momento dell'acquisto), non curandosi affatto che, nello stesso periodo, venivano diffuse notizie stampa su indagini in corso da parte della Procura competente per falso in bilancio, agiotaggio e altre violazioni di legge in relazione a comportamenti tenuti da esponenti aziendali della società emittente in occasione del collocamento e della quotazione del titolo. È stato, perciò, escluso il nesso di causalità tra l'asserito comportamento colposo e il danno lamentato.

Di grande rilievo sono anche le 27 sentenze che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni risparmiatori, acquirenti di obbligazioni Cirio e Argentina (Appendice, Tav. A.18).

Tali decisioni hanno quasi tutte statuito la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna al risarcimento dei danni nei confronti degli aventi diritto. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono, invece, state tutte respinte, attesa la dichiarata insussistenza, nel merito, di profili di responsabilità (extracontrattuale) dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni, non essendo stata ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

Le suddette sentenze hanno chiarito che l'illecito di tipo omissivo deve trovare fondamento nella violazione di una norma specifica, mentre non è possibile individuare in capo alla Consob alcun obbligo di controllo sul flusso indifferenziato di informazioni destinate agli investitori. Ciò in quanto, ai sensi della specifica disciplina, le norme attributive della competenza Consob hanno come destinatari immediati i soggetti abilitati. Infatti: "non è rinvenibile nel Tuf, né potrebbe ritenersi in concreto esigibile, alcun obbligo a carico della Consob di generale e costante informazione (diretta al pubblico indifferenziato degli investitori) in merito all'andamento dei mercati finanziari e, specificamente, in merito alle variazioni del rischio sistematico e specifico riferito ai singoli prodotti finanziari". Inoltre: "la tutela degli interessi degli investitori costituisce l'obiettivo finale cui deve tendere l'esercizio delle competenze amministrative di vigilanza e ispezione, che hanno invece come destinataria prima e diretta l'attività dei soggetti abilitati. Ne consegue che l'asserito illecito omissivo ascritto alla Consob ... non può essere genericamente desunto dal predetto obiettivo finale, ma deve essere individuato in relazione alla specifica norma attributiva della competenza" (sentenze Tribunale di Roma nn. 14516 e 15196).

*In particolare, è stata esclusa la responsabilità della Consob in relazione al collocamento dei titoli in assenza del prospetto informativo, atteso che “un obbligo di verifica delle informazioni dirette al pubblico è posto a carico della Consob ... unicamente in caso di sollecitazione all’investimento rivolta al pubblico (“prospetto informativo” ex artt. 94, 95 e 97 Tuf) e di emissioni quotate in un mercato regolamentato (“prospetto di quotazione” ex artt. 113 ss Tuf), ma nessuna delle indicate disposizioni viene in rilievo nel caso di specie, essendo incontestato tra le parti che i *bond* Argentina acquistati dagli attori concernevano una emissione rivolta ai soli investitori istituzionali (cosiddetto “*private placement*”, per cui non è richiesta la pubblicazione del prospetto informativo: art. 100, comma 1, lett. a, del Tuf), nonché titoli di debito negoziati su mercato non regolamentato, con conseguente esonero dalla redazione del prospetto di quotazione” (sentenze nn. 14516 e 15196).*

Nel corso del 2005 la Consob ha proposto appello avverso la sentenza del Tribunale di Roma n. 34309 del 14 dicembre 2004, con cui l’Istituto era stato condannato al pagamento, a favore di un gruppo di risparmiatori, di una somma di denaro a titolo di risarcimento del danno per omessa attività di controllo su una società di intermediazione mobiliare.

A fine 2005 risultava pendente, presso la medesima Corte di Appello di Roma, un giudizio relativo all’impugnativa di altra sentenza che ha, parimenti, disposto la condanna dell’Istituto al risarcimento dei danni occorsi a un gruppo di risparmiatori e conseguenti all’omessa attività di controllo su un gruppo di società, di cui solo alcune autorizzate allo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare e altre, viceversa, operanti in via abusiva.