

Attesa l'esigenza di assicurare un più elevato grado di trasparenza sulla composizione dell'organo amministrativo, la proposta di comunicazione raccomanda ai consigli di amministrazione delle società quotate, in occasione delle nomine dei loro componenti e, periodicamente, nella relazione sul governo societario, di fornire tutte le informazioni necessarie circa la presenza degli amministratori indipendenti e i requisiti utilizzati per qualificarli tali.

Al termine della consultazione, è stata riscontrata la generale condivisione da parte del mercato degli obiettivi di trasparenza perseguiti dalla suddetta comunicazione. Si è preso atto, peraltro, dell'intenzione manifestata da Borsa Italiana di avviare in tempi brevi una revisione del Codice di autodisciplina, anche per tener conto delle migliori prassi rilevate e delle esigenze di trasparenza emerse nella specifica materia. Il 3 marzo 2010, infatti, il Comitato per la *corporate governance* di Borsa Italiana ha raccomandato alle società che aderiscono al Codice di autodisciplina di inserire nei comunicati diffusi al mercato, dopo le nomine deliberate nelle prossime assemblee del 2010, informazioni sulle valutazioni dei consigli di amministrazione in merito ai requisiti di indipendenza. In particolare, il Comitato raccomanda alle società di illustrare nei comunicati che riportano l'esito delle proprie valutazioni in merito all'indipendenza degli amministratori se siano stati adottati e, in tal caso, con quale motivazione, *parametri di valutazione differenti da quelli indicati nel Codice, anche con riferimento a singoli amministratori, nonché i criteri quantitativi e/o qualitativi eventualmente utilizzati per valutare la significatività dei rapporti oggetto di valutazione.*

La Consob, oltre a rinviare l'adozione della comunicazione per poter valutare gli sviluppi dell'autoregolamentazione, ha comunque ritenuto opportuno, nelle more dell'iniziativa di Borsa Italiana, sottoporre alla consultazione una proposta di modifica regolamentare avente ad oggetto la *disclosure* sulle valutazioni concernenti gli amministratori che siano indipendenti ai sensi del Tuf, integrando le norme in cui sono previsti specifici obblighi di pubblicità sui componenti degli organi sociali eletti (amministratori e componenti degli organi di controllo di minoranza o maggioranza, amministratori indipendenti). Nel Codice di autodisciplina, infatti, si fa riferimento esclusivamente alle valutazioni aventi ad oggetto i requisiti di indipendenza previsti dal Codice stesso, mentre la proposta di comunicazione della Consob richiede una completa informativa su entrambe le fattispecie.

4 L'attività di *enforcement* e i rapporti con l'Autorità Giudiziaria

Nel corso del 2009 l'attività di *enforcement* della Consob si è avvalsa intensamente dello strumento della vigilanza ispettiva. Rispetto agli anni precedenti, infatti, si è registrato un incremento del ricorso agli accertamenti ispettivi in termini sia quantitativi sia qualitativi (per la multidisciplinarietà e la complessità dei casi affrontati). In particolare, sono state concluse 29 ispezioni (24 del 2008 e 12 nel 2007), che hanno interessato trasversalmente tutte le aree di interesse istituzionale coinvolgendo non solo intermediari finanziari ma anche emittenti quotati, società di revisione e una società di gestione di un mercato regolamentato. Anche la vigilanza su Internet si è connotata per un notevole incremento dei siti *web* visitati, passati dai 24 del 2007 agli 86 del 2009.

Lo strumento ispettivo è stato modulato sia come misura di intervento rispetto alla constatazione o al forte sospetto di situazioni patologiche, sia come strumento "ricognitivo", volto cioè ad acquisire informazioni sull'evoluzione dei mercati e sugli orientamenti dei soggetti vigilati rispetto a temi di interesse istituzionale. Oltre a permettere l'avvio di procedimenti sanzionatori, talvolta particolarmente incisivi, l'attività ispettiva ha consentito di attuare una vigilanza preventiva e di segnalare l'attenzione della Consob su specifici temi. Si collocano in questa ottica, in particolare, le verifiche ispettive finalizzate ad accertare, nell'ambito della più ampia verifica dell'adeguamento alla MiFID, le soluzioni adottate dai principali intermediari bancari per la distribuzione dei prodotti illiquidi presso la clientela al dettaglio.

Per quanto riguarda l'attività sanzionatoria, nel 2009 si è registrato un significativo incremento dell'entità delle sanzioni applicate, riconducibile essenzialmente alle condotte illecite accertate in materia di abusi di mercato (*insider trading* e manipolazione del mercato).

A fronte della sostanziale stabilità del numero di procedimenti conclusi (155 rispetto ai 156 del 2008) e dei provvedimenti sanzionatori complessivamente adottati (138 rispetto ai 136 dell'anno precedente), il controvalore complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate si è più che triplicato, passando dai 6,5 milioni di euro del 2008 ai 21,1 milioni del 2009. Sono altresì cresciuti il controvalore dei beni oggetto di confisca (20,9 milioni di euro rispetto ai circa 5,5 milioni del 2008) e il dato relativo alle sanzioni

interdittive accessorie applicate in relazione ad accertate fattispecie di abusi di mercato (152 mesi in totale rispetto ai 18 mesi dell'anno precedente).

1 L'attività sanzionatoria

Nel corso del 2009 la Commissione ha assunto 17 provvedimenti sanzionatori (5 nel 2008) per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato, di cui 11 concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e le restanti 6 casi di manipolazione del mercato.

Le sanzioni pecuniarie comminate, complessivamente pari a 9,2 milioni di euro, hanno riguardato in tutto 23 soggetti di cui 3 persone giuridiche, sanzionate ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (Responsabilità dell'ente). Nei confronti delle stesse persone fisiche sanzionate è stata anche applicata la sanzione interdittiva accessoria obbligatoria di cui all'art. 187-*quater* del Tuf (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate) per complessivi 152 mesi, per un periodo minimo di 2 mesi e fino a un massimo di 15 mesi *pro-capite*; inoltre, nei confronti dei medesimi soggetti è stata disposta la confisca, parimenti obbligatoria ai sensi dell'art. 187-*sexies* del Tuf, di beni appartenenti agli autori delle violazioni per un valore complessivo pari a circa 20,9 milioni di euro.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggior rilevanza, meritano di essere segnalati quelli relativi alle operazioni di acquisto di azioni di Banca Italease poste in essere, nel gennaio 2006, da 7 gestori di patrimoni e di Oicr utilizzando l'informazione privilegiata relativa all'allora imminente pubblicazione da parte di Citigroup di una ricerca su Banca Italease (si veda il precedente § 2 del Capitolo II – "L'attività di vigilanza"). Tali operazioni si sono sostanziate nella violazione dell'art. 187-*bis* del Tuf (abuso di informazioni privilegiate), con conseguente applicazione di sanzioni pecuniarie nei confronti delle persone fisiche responsabili delle violazioni per complessivi 3,7 milioni di euro circa.

A carico delle stesse persone fisiche è stata altresì applicata la sanzione interdittiva accessoria obbligatoria della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e dell'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo per un totale di 120 mesi.

Un altro caso di violazione della disciplina in materia di abusi di mercato è stato accertato in relazione a ingenti acquisti di azioni Mediobanca effettuati, nell'agosto 2005, da una persona fisica tramite ordini impartiti telefonicamente a un *trader* di Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni Spa. Le modalità operative utilizzate per effettuare gli acquisti in esame sono risultate idonee a provocare un anomalo rialzo del prezzo delle

azioni Mediobanca al termine della negoziazione continua e nell'asta di chiusura.

Tale condotta illecita, integrante la violazione dell'art. 187-ter, comma 3, lett. b), del Tuf, è risultata ascrivibile anche alla persona giuridica riferibile al soggetto che ha impartito gli ordini di acquisto quale soggetto responsabile in solido con l'autore dell'illecito (ai sensi dell'art. 6, comma 3, della legge 689/1981 e ai sensi dell'art. 187-quinquies del Tuf) e nel cui interesse era stata commessa la violazione.

Nei confronti delle persone fisiche responsabili delle violazioni sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 750 mila euro, oltre alla sanzione interdittiva accessoria per complessivi 14 mesi. Un'ulteriore sanzione di 700 mila euro è stata applicata nei confronti della persona giuridica, in relazione alla violazione dell'art. 187-quinquies del Tuf.

Le indagini espletate con riguardo all'operatività posta in essere sui titoli Mediobanca sono all'origine di un ulteriore procedimento sanzionatorio, concluso nel corso del 2009, concernente un caso di abuso di informazione privilegiata posto in essere da un esponente aziendale di Cofito Spa, società controllante Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni Spa (Bim). Il soggetto cui sono stati contestati i fatti, tra fine maggio e inizio giugno 2005, ha disposto l'acquisto di 1,3 milioni di azioni Mediobanca per conto di Cofito Spa utilizzando l'informazione privilegiata, che possedeva in ragione dell'attività lavorativa e delle funzioni svolte, relativa al fatto che 2 persone fisiche stavano a quel tempo per conferire a Bim importanti ordini d'acquisto di azioni Mediobanca.

In relazione all'illecito posto in essere, è stata comminata nei confronti dell'autore della violazione una sanzione pecuniaria pari a 1,8 milioni di euro nonché la sanzione interdittiva accessoria, ai sensi dell'art. 187-quater, comma 1, del Tuf per complessivi 6 mesi. La medesima sanzione pecuniaria è stata inoltre applicata a Cofito Spa, ai sensi dell'art. 187-quinquies del Tuf, oltre alla confisca dei titoli azionari e obbligazionari già oggetto di sequestro cautelare, per un controvalore complessivo pari a circa 20,7 milioni di euro.

Nella materia delle violazioni alla disciplina sull'intermediazione mobiliare, nel 2009 la Commissione ha adottato 9 provvedimenti sanzionatori nei confronti di una banca, 4 Sim, 2 Sgr e 2 agenti di cambio. Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 1,9 milioni di euro, sono state comminate nei confronti di 44 esponenti aziendali.

Le violazioni riscontrate a seguito delle iniziative di vigilanza, anche ispettive, poste in essere hanno avuto ad oggetto inadempienze di tipo sia procedurale che comportamentale. Le irregolarità di maggiore rilevanza hanno riguardato: i) il mancato rispetto della disciplina primaria e secondaria che impone agli intermediari di disporre di risorse e procedure interne idonee ad assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi d'investimento e a

ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi medesimi nonché ad assicurare un'adeguata vigilanza interna sulle attività svolte dalle reti di vendita; ii) l'inidoneità delle procedure per la individuazione e gestione dei conflitti d'interesse; iii) la carenza delle procedure atte a consentire la compiuta valutazione dell'adeguatezza delle operazioni disposte dai clienti; iv) la mancanza di procedure idonee a garantire un'adeguata conoscenza dei prodotti commercializzati.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza, si segnala quello adottato nei confronti di esponenti aziendali del Gruppo Pirelli (Pirelli & C. Real Estate Sgr e Pirelli & C. Real Estate) in relazione a irregolarità poste in essere nel periodo aprile – luglio 2007 in concomitanza con il lancio, da parte di Gamma RE BV, di due offerte pubbliche d'acquisto sui fondi Tecla e Berenice, istituiti e gestiti da Pirelli & C. Real Estate Sgr.

Dal complesso degli accertamenti svolti sono emerse violazioni delle disposizioni in materia di gestione delle situazioni di conflitto d'interesse e del dovere posto in capo alle Sgr di agire in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo. Più in particolare è stato accertato che Pirelli RE Sgr non aveva adottato le misure necessarie per prevenire o, perlomeno, ridurre al minimo gli effetti negativi per i titolari delle quote dei 2 fondi comuni Tecla e Berenice derivanti dalla situazione, concreta e attuale all'epoca dei fatti, di conflitto di interesse in cui versava la predetta Sgr (nella sua qualità di "emittente" delle quote oggetto delle operazioni di offerta) nei rapporti con la controllante Pirelli RE alla quale erano riconducibili le Opa nei confronti dei fondi Tecla e Berenice (essendo state promosse dal "veicolo societario" Gamma RE a sua volta riconducibile alla stessa Pirelli RE).

Ulteriori provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina degli intermediari sono stati adottati nei confronti di esponenti aziendali di 4 Sim, in esito ad accertamenti svolti sull'operatività dai medesimi posta in essere, per conto della clientela, in occasione dell'aumento di capitale della società DeA Capital Spa (eseguito nel periodo giugno-luglio 2007), contemplante, tra l'altro, l'offerta in opzione agli azionisti delle azioni di nuova emissione.

Dagli accertamenti condotti è risultato che tali intermediari, nel luglio 2007, dopo aver sottoscritto il predetto aumento di capitale, hanno provveduto a vendere allo scoperto, per importi complessivamente rilevanti, i titoli rivenienti dall'esercizio dei diritti di opzione, prima pertanto di venirne in possesso e nella consapevolezza di non riuscire a far fronte ai propri obblighi di consegna nei termini previsti dal Regolamento di borsa (cosiddetto "fail").

Più in particolare, è stato accertato che l'operatività posta in essere dai suddetti intermediari si è basata sul ricorso al *fail* come strategia operativa ed è consistita precisamente nell'aver posto in essere un numero

significativo di vendite allo scoperto di titoli azionari DeA Capital e contemporaneamente acquisti di diritti per la sottoscrizione dei titoli rivenienti dall'aumento di capitale della medesima società, allo scopo di lucrare la differenza tra il prezzo fissato per l'esercizio dei diritti di opzione per ciascuna azione di nuova emissione e quello corrente di mercato.

I fatti accertati hanno evidenziato la violazione, da parte di tali operatori di mercato, delle regole di comportamento poste dal Tuf a carico dei medesimi al fine di salvaguardare l'interesse degli investitori e l'integrità del mercato mobiliare e, più specificamente, delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari autorizzati il puntuale rispetto delle regole di funzionamento dei mercati in cui operano.

Tali condotte illecite sono risultate particolarmente gravi, considerato che le vendite allo scoperto sono state poste in essere per volumi significativi tali da comportare una riduzione di efficienza del sistema di liquidazione "Express II" in concomitanza con la predetta operatività nonché nocumento alle controparti *in bonis* le quali non hanno potuto ritirare i titoli che avevano acquistato.

Quanto alle violazioni della disciplina degli emittenti, l'attività di vigilanza ha comportato nel corso del 2009 l'adozione di 38 provvedimenti, che hanno riguardato rispettivamente la normativa in materia di sollecitazione, offerta pubblica di acquisto, informativa societaria, partecipazioni rilevanti e patti parasociali. A fronte di tali provvedimenti, la Commissione ha applicato sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 10 milioni di euro circa.

Tra le fattispecie di violazione accertate, merita di essere segnalato il caso, già citato, relativo agli inadempimenti delle disposizioni in materia di offerte pubbliche d'acquisto posti in essere da esponenti del Gruppo Pirelli in occasione delle Opa sui fondi Tecla e Berenice. Dal complesso degli accertamenti svolti sono emerse, infatti, violazioni anche della predetta disciplina, consistite sia in carenze informative nei documenti d'offerta relativi alle suddette Opa, sia in infrazioni alle regole di correttezza in sede di predisposizione e definizione dei contenuti dei comunicati diffusi dallo stesso emittente, Pirelli RE Sgr, ex art. 103, comma 3, del Tuf.

Quanto alle prime, è stato accertato che i due documenti d'offerta non contenevano tutte le informazioni necessarie per consentire ai destinatari delle Opa di pervenire a un fondato giudizio sull'operazione proposta, in particolare nella parte relativa alla descrizione delle motivazioni e dei programmi futuri dell'emittente e, limitatamente al documento relativo all'offerta su quote del fondo Berenice, anche con riferimento all'indicazione dei criteri di determinazione del corrispettivo.

Quanto alle violazioni inerenti ai comunicati dell'emittente, dalle indagini ispettive è emerso che il procedimento di approvazione dei comunicati ex art. 103 del Tuf da parte del consiglio di amministrazione della

Sgr con riferimento alle offerte sui fondi Tecla e Berenice è stato irrimediabilmente condizionato dall'ingerenza di Pirelli RE che avrebbe, invece, dovuto lasciare che il consiglio di amministrazione della Sgr esprimesse in piena autonomia il proprio giudizio sulle offerte, attesa l'evidente situazione di conflitto d'interessi derivante dalla circostanza che Pirelli RE, oltre a essere uno dei soggetti offerenti (tramite il veicolo Gamma RE), era anche il soggetto titolare dell'intero capitale sociale della stessa Sgr.

A conclusione di tale procedimento sono state applicate agli esponenti aziendali interessati, per le violazioni accertate, sanzioni pecuniarie per complessivi 2,6 milioni di euro circa.

Altri 2 procedimenti che hanno riguardato carenze informative nel prospetto di quotazione sono stati adottati nei confronti di esponenti aziendali di Aicon Spa nonché nei confronti del soggetto responsabile del collocamento Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG (HVB, all'epoca dei fatti Unicredit Banca Mobiliare Spa), in occasione dell'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie della predetta società sul Mta nel marzo 2007.

A seguito di una segnalazione di fatti ritenuti censurabili, trasmessa alla Consob dalla società incaricata della revisione sui bilanci di Aicon, sono stati posti in essere accertamenti a conclusione dei quali sono state rilevate criticità sulla capacità dell'emittente di fornire una corretta informativa al mercato a causa di carenze significative nel sistema di controllo di gestione all'epoca della procedura di ammissione a quotazione. Tali carenze non erano state rappresentate come fattore di rischio nella versione finale del prospetto informativo, sebbene ancora presenti alla data di quotazione della società. È stata, altresì, accertata la natura di parti correlate di alcune società del gruppo nonché l'erronea applicazione dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs con riguardo ad alcune voci di bilancio.

In relazione ai fatti di cui sopra, all'esito del procedimento sanzionatorio è risultata accertata la violazione, da parte di Aicon, dell'art. 95, comma 1, del Tuf.

La complessiva istruttoria svolta ha altresì consentito di rilevare la violazione, da parte di Aicon, degli obblighi di informativa al pubblico e alla Consob, gravanti sull'emittente ai sensi rispettivamente dell'art. 114, comma 5 e dell'art. 115 del Tuf, essendo risultata accertata la non corrispondenza al vero di quanto reso noto da Aicon in un comunicato stampa del 23 aprile 2008 nel quale era stata omessa l'indicazione della natura di parti correlate di alcune società nonché di quanto rappresentato alla Consob, in una nota del 13 marzo 2007, in merito all'intervenuta risoluzione di tutte le criticità afferenti al sistema di controllo di gestione, rivelatesi, al contrario, non superate ancora alla data di quotazione.

Nella fattispecie, le irregolarità inerenti alla mancata rappresentazione nel prospetto delle informazioni relative ai rischi derivanti dalle carenze e dalle criticità sussistenti nel sistema di controllo di gestione di

Aicon sono state contestate (e sono risultate accertate all'esito dell'istruttoria espletata) anche a carico dell'esponente aziendale di HVB firmatario, per i profili di competenza, della dichiarazione di responsabilità delle informazioni contenute nel prospetto informativo, ai sensi dell'art. 5, comma 4, del Regolamento Emittenti, nel testo vigente all'epoca dei fatti.

A fronte delle violazioni accertate sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 870 mila euro.

Possibili linee di riforma della disciplina sanzionatoria

Gli interventi operati dal legislatore dal 2005 in avanti hanno significativamente valorizzato l'attività di *enforcement* della Consob. Ne è scaturito, sotto il profilo applicativo, un progressivo incremento dell'attività sanzionatoria che, nel quadriennio 2006/2009, ha comportato l'espletamento di 654 procedimenti sanzionatori, conclusisi in 574 casi con l'accertamento di violazioni e la conseguente applicazione di sanzioni a carico degli autori delle condotte illecite. Il controvalore complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate sfiora i 70 milioni di euro, mentre ammonta a oltre 65 milioni di euro il valore dei beni confiscati agli autori di violazioni delle disposizioni in materia di *market abuse*.

Si tratta di un volume di attività significativo non solo sotto il profilo quantitativo, ma anche per la rilevanza delle operazioni di mercato interessate in questi anni dall'azione della Consob, talune delle quali oggetto di iniziative anche in ambito penale, tuttora in corso. La complessiva sostanziale tenuta, in sede giudiziale, dei provvedimenti sanzionatori ha in generale confermato l'illiceità dei comportamenti di volta in volta rilevati e, più in generale, ha dimostrato l'idoneità del vigente impianto normativo a far fronte, con elevata capacità dissuasiva, a condotte abusive che possono mettere a repentaglio, anche gravemente, l'integrità dei mercati finanziari e finire con il minare la fiducia degli investitori, tanto più in fasi congiunturali, come quella attuale, contrassegnate da una profonda crisi di sistema.

Sussistono nondimeno margini per interventi migliorativi dell'impianto sanzionatorio del Tuf che, pur preservandone la necessaria capacità di deterrenza, rendano le sanzioni più flessibili e proporzionate alla gravità degli illeciti accertati.

Si tratta di possibili interventi – in parte già oggetto di segnalazione nelle Relazioni del 2007 e del 2008 – che afferiscono, anzitutto, alla materia degli abusi di mercato, per i quali la sanzione minima editale attualmente prevista dagli artt. 187-bis (*insider trading*) e 187-ter (manipolazione del mercato) può in concreto rivelarsi eccessiva rispetto alla gravità delle condotte illecite accertate e non corrispondere al canone di proporzionalità di derivazione comunitaria.

Lo stesso dicasi per la sanzione pecuniaria prevista in caso di ostacolo all'azione di vigilanza della Consob (art. 187-*quinquedecies*), il cui minimo edittale (50 mila euro) può parimenti risultare non proporzionato, soprattutto in presenza di condotte illecite contrassegnate da un limitato grado di offensività del bene tutelato.

Per ovviare a ciò appare sufficiente un intervento riformatore che ripristini i minimi edittali vigenti prima dell'entrata in vigore della legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262). Ciò renderebbe più flessibile lo strumento sanzionatorio senza, tuttavia, inficiarne l'attuale capacità afflittiva e dissuasiva in presenza di comportamenti illeciti connotati da maggiore gravità: rimarrebbe infatti invariata la misura del massimo edittale.

In materia di *market abuse* appare, altresì, opportuna la riformulazione dell'art. 187-*sexies*, laddove è attualmente prevista la confisca obbligatoria "*del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo*", anche per equivalente. A causa dell'attuale formulazione della norma, tale sanzione accessoria obbligatoria può infatti assumere un contenuto afflittivo di eccezionale gravità sotto il profilo economico e, anch'esso, non proporzionato alla gravità degli illeciti accertati.

Una possibile modifica all'art. 187-*sexies* potrebbe consistere nel circoscrivere l'oggetto della confisca al solo "*profitto*" ricavato dall'illecito, così da ricondurne sempre la portata entro ambiti di ragionevolezza, senza, tuttavia, minare la capacità dissuasiva e afflittiva complessivamente garantita dalle norme repressive degli abusi di mercato.

Un ulteriore intervento è auspicabile, inoltre, con riferimento alla cornice edittale prevista dall'art. 193 per la violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti nel capitale di emittenti quotati e, più in generale, in materia di informativa societaria. Nonostante le recenti modifiche legislative in tal senso, la risposta sanzionatoria può rivelarsi, infatti, tuttora non proporzionata a fronte di illeciti dotati di scarsa capacità lesiva degli interessi tutelati: anche in tal caso, una riduzione dei minimi edittali attualmente previsti consentirebbe di meglio modulare la reazione sanzionatoria.

Parimenti non proporzionata può rivelarsi l'applicazione delle sanzioni pecuniarie previste in caso di offerta al pubblico di strumenti finanziari in violazione degli obblighi di pubblicità previsti dagli artt. 94 e 98-*ter* (cosiddette offerte abusive). Ai sensi dell'art. 191, infatti, ove sia determinabile il controvalore dell'offerta abusiva, la sanzione pecuniaria non può essere inferiore ad un quarto di tale controvalore: ciò può comportare, in caso di concorso da parte di più soggetti alla realizzazione dell'illecito, l'applicazione di sanzioni pecuniarie di entità complessiva anche di gran lunga superiore al valore dell'offerta stessa. Appare quindi opportuna una modifica legislativa che rimuova tale vincolo di determinazione dell'entità minima della sanzione, fissando un minimo edittale in valore assoluto (ad

esempio, pari a 100 mila euro) e lasciando, invece, inalterato l'attuale massimo (due volte il controvalore offerto).

2 Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza

Nel 2009 non si sono registrate variazioni significative nel numero delle impugnazioni di provvedimenti della Consob. Permane una netta prevalenza di ricorsi avanti al giudice ordinario, attesa la devoluzione alle Corti d'Appello delle controversie concernenti gli atti sanzionatori adottati dalla Commissione.

In 11 sentenze depositate il 30 settembre 2009, le Sezioni Unite della Corte di Cassazione hanno chiarito numerose questioni oggetto di frequente dibattito nei giudizi di opposizione aventi ad oggetto delibere sanzionatorie adottate dalla Consob ai sensi dell'art. 187-*septies* e 195 del Tuf.

In queste decisioni, le Sezioni Unite hanno innanzitutto abbandonato l'indirizzo in precedenza univocamente espresso dalla Corte di Cassazione circa il difetto di legittimazione all'opposizione ex art. 195 del Tuf delle persone fisiche non ingiunte del pagamento della sanzione. Nelle sentenze di cui si tratta, la legittimazione della persona fisica, destinataria della sanzione ma non dell'ingiunzione di pagamento, a partecipare al giudizio di opposizione è stata riconosciuta in ragione della peculiare previsione normativa dell'obbligo di regresso di cui all'art. 195, comma 9, Tuf.

Le Sezioni Unite hanno, poi, definitivamente chiarito che il superamento dei termini previsti per la conclusione del procedimento sanzionatorio non comporta l'invalidità dell'atto finale, alla luce del disposto dell'art. 21-*octies* della legge 241/1990.

La Corte di Cassazione ha ribadito la legittimità delle disposizioni regolamentari con le quali la Consob detta "*principi generali e di massima*" ai quali l'assetto organizzativo e l'attività dell'intermediario devono uniformarsi (si pensi, ad esempio, alla nozione di idoneità delle procedure ad assicurare un "ordinato e corretto" svolgimento dei servizi di investimento).

Tali disposizioni sono state ritenute, innanzitutto, rispettose del principio di legalità. Né le disposizioni regolamentari di cui si tratta presentano profili di contrasto con il principio di tassatività e determinatezza. Tale principio, hanno osservato i Supremi Giudici, «*non è destinato ad operare con la medesima intensità nella sfera dell'illecito amministrativo e in quella del reato penale, specie in una materia contraddistinta da specifiche e per certi versi uniche peculiarità quale l'intermediazione finanziaria, ove si configurano condotte e comportamenti in ipotesi contrarie all'interesse dei risparmiatori e del mercato, di talché in alcun modo e sotto alcun profilo è lecito discorrere di norme sanzionatorie "in bianco", essendo i poteri regolamentari della Consob*

rigorosamente individuati ex ante secondo principi e direttive contenute in fonti primarie».

Ha formato oggetto di scrutinio anche la questione della idoneità del procedimento sanzionatorio della Consob a garantire il rispetto del principio del contraddittorio richiamato dagli artt. 195 e 187-septies del Tuf.

La Suprema Corte ha innanzitutto rilevato, in linea generale, che gli elementi essenziali della contestazione dell'illecito sono «*l'indicazione dei fatti rilevati, la loro qualificazione in termini di illecito, l'imputazione dell'illecito integrato da tali fatti al responsabile*» ed è su tali circostanze che può e deve esplicarsi il diritto di difesa dell'incolpato; e ciò in ossequio ai principi «*a mente dei quali il contraddittorio –e il diritto di difesa- nella fase amministrativa prodromica all'emanazione dell'ordinanza-ingiunzione resta incentrata sul fatto, individuato in tutte le circostanze concrete che valgono a caratterizzarlo e siano rilevanti ai fini della pronuncia del provvedimento finale*». Ne consegue l'inesistenza di un autonomo diritto dell'incolpato all'interlocuzione con la Commissione (in composizione collegiale) nella fase decisoria del procedimento sanzionatorio, con specifico riguardo ai criteri di determinazione, nel *quantum*, della sanzione.

Alla luce dei ricordati principi, la Corte di Cassazione ha statuito la assoluta legittimità dell'«*intero procedimento sanzionatorio disciplinato dalla delibera Consob n. 15086*» in quanto «*pienamente idoneo ad assicurare l'invocato contraddittorio*»; e ciò «*proprio in conseguenza della distinzione in due parti della fase istruttoria e dello svolgimento di una seconda fase 'di confronto' dinanzi all'Ufficio sanzioni dell'Autorità di vigilanza, ove all'interessato viene riconosciuta piena facoltà di difesa in merito ai fatti contestati*».

Nella specifica materia delle sanzioni per abusi di mercato, le Sezioni Unite hanno ritenuto legittima la scelta del legislatore nazionale di punire la medesima condotta (di manipolazione del mercato ovvero *insider trading*) con la irrogazione di sanzioni amministrative e penali.

La Cassazione ha escluso ogni ipotesi di specialità ovvero di concorso apparente tra fattispecie sanzionatorie, «*alla stregua del tenore letterale della norma ex 187 e delle origini storiche dell'intero corpus legislativo di cui al c.d. TUF, attuativo, come noto, della direttiva 2003/6/CE la quale, nel prevedere l'obbligo di sanzionare in via amministrativa gli abusi de quibus, lascerà poi libero il legislatore nazionale di prevedere, in via cumulativa e non alternativo/sostitutivo, l'irrogazione (anche) di sanzioni penali, scelta, quest'ultima, concretamente attuata da parte del legislatore italiano, onde rafforzare la tutela del bene protetto attraverso il sistema del doppio binario, con conseguente, legittima cumulabilità di fattispecie ex art. 185 e 187-ter*».

La Suprema Corte si è poi soffermata sul tema della responsabilità degli amministratori e sindaci degli intermediari mobiliari.

La Cassazione ha innanzitutto ribadito il principio secondo cui «*in tema di obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione di una società di capitali*», gravante in capo agli amministratori, «*questo non viene meno neppure nell'ipotesi di attribuzioni assegnate espressamente al comitato esecutivo o ad uno (ovvero ad alcuni soltanto) dei componenti del consiglio di amministrazione, poiché la L. 24 novembre 1981, n. 689, art. 6, prevede la responsabilità solidale di chi viola il dovere di vigilanza, salvo che non provi di non aver potuto impedire il fatto, il componente del consiglio di amministrazione di una società di capitali, chiamato a rispondere come coobbligato solidale per omissione di vigilanza, non può sottrarsi alla responsabilità adducendo che le operazioni integranti l'illecito sono state poste in essere, con ampia autonomia, da altro soggetto che aveva agito per conto della società*».

Ad analoga soluzione deve pervenirsi con riguardo alla responsabilità dei sindaci, in capo ai quali si è sottolineata l'esistenza «*di un obbligo di vigilanza in funzione non soltanto della salvaguardia degli interessi degli azionisti contro eventuali atti di abuso di gestione da parte degli amministratori - come di norma nelle ordinarie vicende societarie: Cass. 16608/03 -, ma anche di controllo del corretto operato (secondo parametri procedurali dettati dalla normativa regolamentare Consob) dell'intermediatrice - attesa la peculiarità dell'attività economica svolta - a garanzia degli investitori*».

In materia di giudizi amministrativi sugli emittenti, particolare rilievo assume la sentenza con cui il Consiglio di Stato ha ribaltato la decisione del Tar del Lazio che aveva annullato l'accertamento Consob del patto parasociale occulto su azioni Lazio, stipulato nel 2005 tra il dott. Lotito e l'arch. Mezzaroma.

Il Consiglio di Stato ha ritenuto l'accertamento compiuto dalla Consob «*pienamente corretto sotto il profilo della sussistenza del patto parasociale e della violazione degli obblighi di comunicazione del patto e di promozione dell'OPA*», riconoscendo la «*presenza [...] di una rilevante quantità di elementi precisi e concordanti nel dimostrare l'esistenza di un patto tra Lotito e Mezzaroma finalizzato all'acquisto da parte del secondo delle azioni della Lazio per conto del primo*». Inoltre, il Collegio ha reputato «*non corrette*» le argomentazioni del Tar - incentrate sul sistema di *corporate governance* dualistico adottato dalla società - relative alla presunta assenza della funzione «*parasociale*» del patto. Il Consiglio di Stato ha annullato la parte della delibera Consob che, nel descrivere le conseguenze dell'accertamento, affermava la permanenza (fino all'alienazione di una partecipazione di poco superiore al 14 per cento) di un divieto di esercizio del voto da parte del Lotito, ritenendo, al contrario, che «*in caso di patto parasociale, la norma non impone la vendita esterna al patto*»; l'intervenuta alienazione delle azioni da Mezzaroma a Lotito, con conseguente promozione di un'Opa da parte di

quest'ultimo, è stata ritenuta pertanto sufficiente a riacquistare il diritto di voto.

Nel corso dell'anno, il Tar del Lazio, ha confermato – con sentenza conseguente al ricorso presentato da alcuni azionisti di minoranza di Garboli Spa – l'orientamento, già assunto in passato dal giudice amministrativo, secondo il quale, in occasione di offerte pubbliche di vendita o sottoscrizione, alla Consob spetta *«esclusivamente la funzione del controllo in ordine alla correttezza e completezza del Prospetto informativo... senza che alla medesima possa essere riconosciuto alcun potere di valutazione del merito dell'offerta, ovvero di valutazione della situazione complessiva dell'emittente»*. Il Tar ha, inoltre, precisato che *«qualora una società, il cui capitale risulti azzerato, voglia evitare la liquidazione»*, il prospetto informativo non è altro che il *«documento necessario per lo svolgimento di un'operazione imposta dall'art. 2447 c.c.»*.

Inoltre, una decisione del Tar del Lazio – pronunciata sul ricorso presentato da Magiste International Sa – ha confermato la legittimità dell'atto di accertamento della Consob relativo all'avvenuta stipulazione, nel 2005, del patto parasociale finalizzato a favorire la cosiddetta "scalata Antonveneta" da parte di Banca Popolare di Lodi Scarl.

Con tale sentenza sono stati affermati rilevanti principi relativi agli atti di accertamento della Consob. È stato, in primo luogo, riconosciuto che sussistono le *«ragioni di impedimento derivanti da particolari esigenze di celerità»* legittimanti l'omessa comunicazione di avvio del procedimento, quando vi sia la necessità di offrire nell'immediato *«un quadro informativo idoneo ad orientare le scelte del mercato...essenziale per le decisioni di investimento o disinvestimento del pubblico»*. Con riferimento alle modalità di assunzione della delibera da parte della Commissione è stato ritenuto corretto che *«la volontà dell'organo collegiale si sia formata attraverso la condivisione delle motivazioni riportate nella relazione»* degli Uffici a seguito di *«un approfondito esame delle risultanze istruttorie e si sia manifestata con l'approvazione degli atti e l'assunzione della delibera»*. Infine, con riguardo ad aspetti di merito, è stata riconosciuta la *«ragionevolezza dell'accertamento del patto occulto»* effettuato dalla Consob con l'utilizzo del metodo presuntivo il quale *«si rivela uno strumento, non solo legittimo, ma necessario...ove l'accertamento sia, come nella fattispecie in esame, costituito da fenomeni che solo in rare occasioni possono essere provati attraverso una prova diretta e documentale dell'accordo»*; in tal caso, *«la prova del patto, oltre che documentale, può essere indiziaria, purché gli indizi siano seri, precisi e concordanti»*.

Passando ai giudizi civili in materia di emittenti, sempre con riferimento alla vicenda della "scalata Antonveneta", la Corte d'Appello di Milano ha rigettato (salvo che per limitati aspetti relativi ai termini per la contestazione di 2 violazioni) i ricorsi in opposizione promossi da Banca Popolare Italiana e da alcuni esponenti aziendali avverso le sanzioni per

inadempimento di numerosi obblighi informativi previsti in materia di appello al pubblico risparmio.

La Corte meneghina – confermando l'orientamento giurisprudenziale ormai consolidato in tema di responsabilità per inadempimento ai poteri-doveri di controllo degli amministratori e dei sindaci – ha, fra l'altro, statuito che tale responsabilità «non può ... essere a priori e in via generale limitata ai soli fatti risultanti dalle informazioni loro fornite dall'Amministratore Delegato ... ma deve essere valutata, in relazione alle singole violazioni contestate, tenendo conto anche delle ulteriori informazioni che "secondo le circostanze concrete" ... gli stessi avrebbero avuto il dovere di acquisire per poter agire essendo adeguatamente informati». Inoltre, «gli amministratori deleganti e i sindaci non sono stati chiamati a rispondere come coobbligati solidali per l'omissione del generale dovere di vigilanza sull'attività degli organi delegati, ma per aver concorso, con il proprio comportamento omissivo, negli illeciti amministrativi posti in essere dall'Amministratore Delegato».

Da evidenziare, altresì, una pronuncia della Corte d'Appello di Genova che ha annullato una sanzione amministrativa pecuniaria ingiunta a Banca Carige per la mancata pubblicazione di un patto parasociale stipulato nel 2005 con Unipol su Bnl.

La Corte di Genova, in particolare, ha ricondotto gli accordi tra Banca Carige e Unipol a un "rapporto a formazione progressiva", ritenendo che l'acquisto delle azioni Bnl, compiuto da Carige prima della stipulazione del patto poi comunicato al pubblico, non fosse da intendersi come attuativo di un autonomo patto parasociale e che il consenso raggiunto fra le parti su tale acquisto non assumesse valore di vincolo contrattuale autonomo, ma una funzione meramente preparatoria dell'accordo definitivo.

A sua volta, la Corte d'Appello di Roma ha annullato – per violazione da parte della Consob del termine di 180 giorni per la notifica delle contestazioni di cui all'art. 195, comma 1, Tuf – le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate al dott. Claudio Lotito e all'arch. Roberto Mezzaroma per violazioni commesse in relazione alla stipulazione di un patto per l'acquisto di azioni della S.S. Lazio Spa ex art. 122, comma 5, lett. c), Tuf.

Con riguardo alla materia delle impugnative di bilancio, il Tribunale civile di Milano ha dichiarato la nullità delle delibere di approvazione dei bilanci di esercizio e consolidato al 31.12.2006 della Banca Italease Spa, con particolare riferimento alla «contabilizzazione ed alla valutazione degli strumenti finanziari "derivati IRS-OCT" strutturati, sottoscritti con la clientela» nonché alla «mancata informativa in bilancio sulla tipologia di tali "derivati IRS-OCT" e sui rischi insiti negli stessi». La sentenza ha affermato la persistenza dell'interesse della Consob all'azione, nonostante i bilanci successivi avessero sì "fatto chiarezza su aspetti marginali", ma, al contempo, «lasciato sostanzialmente inalterati i presupposti dei punti principali dell'impugnativa» relativi alla «descrizione e valutazione dei "derivati",

mantenendo immutati i criteri valutativi ed effettuando solo simboliche rettifiche delle previsioni di perdita».

Sulla stessa materia, sempre il Tribunale di Milano ha rigettato l'impugnazione proposta dalla Consob sui bilanci al 31.10.2006 di I Viaggi del Ventaglio Spa, in linea di continuità con l'orientamento assunto nella pronuncia relativa al precedente bilancio 2005 (impugnata dalla Consob in appello). La decisione è essenzialmente incentrata sulla non fondatezza dei dubbi sulla continuità aziendale che, secondo la Consob, avrebbero dovuto indurre la società a compiere valutazioni più prudenti di alcune voci dell'attivo patrimoniale.

3 I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e l'intervento nei processi penali

La Consob intrattiene frequenti rapporti di collaborazione informativa con l'Autorità Giudiziaria in relazione a ipotesi di possibile rilievo penale. In particolare, il Presidente della Consob inoltra all'Autorità Giudiziaria competente una segnalazione corredata della documentazione di supporto, qualora dalle evidenze istruttorie emergano fattispecie ritenute penalmente rilevanti.

Tale attività di segnalazione, ai sensi dell'art. 331, comma 1, c.p.p., riguarda sia ipotesi di reato previste dalla normativa di settore, sia ipotesi di reato di tipo comune, emerse nel corso dell'attività di vigilanza.

Nel 2009 la Consob ha trasmesso 58 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate; 7 segnalazioni hanno riguardato ipotesi rilevanti in materia di *market abuse* (di cui 1 per abuso di informazioni privilegiate e 6 per manipolazione); le altre hanno avuto ad oggetto ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (in particolare appropriazione indebita e truffa), prevalentemente rilevate nell'ambito di attività illecite poste in essere da promotori finanziari.

L'attività a supporto alla Magistratura inquirente, anche nell'ambito di indagini penali già in corso, è proseguita con la consueta piena collaborazione prestata in relazione alle numerose richieste di dati e notizie formulate dall'Autorità Giudiziaria. La Consob ha dato riscontro a 104 richieste riguardanti sia l'acquisizione di dati relativi a soggetti vigilati sia documenti, informazioni e chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento da parte dell'Istituto nell'esercizio delle proprie funzioni.

Nel 2009, la collaborazione *ex art. 187-decies*, comma 3 del Tuf ha continuato a trovare proficua applicazione in occasione dello svolgimento delle indagini relative alle vicende "Alitalia", "Bnl/Unipol", "Mariella Burani" nonché a vicende riguardanti società calcistiche con azioni quotate, che hanno impegnato gli uffici della Commissione in un'intensa attività di

cooperazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

La Consob, nel corso del 2009, si è costituita parte civile in 3 nuovi procedimenti penali; di cui uno per manipolazione del mercato e 2 per ostacolo alle funzioni di vigilanza. In tutti i casi, la Consob, all'esito della vigilanza svolta, aveva inviato alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni. I capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio hanno configurato i fatti ascritti agli imputati in termini sostanzialmente confermativi degli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob.

In data 26 marzo 2009 ha preso avvio la fase dibattimentale del procedimento penale nei confronti di 3 persone fisiche imputate del reato di manipolazione del mercato – esponenti aziendali, tra l'altro, di Ifil Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C. Sapa – e di 2 persone giuridiche responsabili ex legge 231/2001, ove la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel 2008.

È proseguito, inoltre, nel corso del 2009 il dibattimento nel procedimento penale nei confronti degli imputati, a vario titolo, di diversi reati, tra cui l'agiotaggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza, nell'ambito della vicenda riguardante l'acquisizione del controllo sulla Banca Antoniana Popolare Veneta Spa (contesa, nel primo semestre del 2005, tra il gruppo bancario olandese ABN Amro Bank e la Banca Popolare di Lodi Scarl, ora Banca Popolare Italiana), in cui la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel corso del 2007.

Nel corso del 2009 sono stati anche definiti in primo grado due procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile, in un caso, con una pronuncia di assoluzione e nell'altro con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob.

Nell'ambito di un procedimento penale nei confronti di esponenti aziendali di una banca avente ad oggetto una imputazione per *insider trading* relativa alla cessione della maggioranza del capitale di un altro istituto di credito e al conseguente lancio di un'offerta pubblica di acquisto, la Corte d'Appello di Milano, con sentenza n. 370 del 30 gennaio 2009, nel confermare la responsabilità penale degli imputati, ha ridotto la somma liquidata alla Consob a titolo di riparazione dei danni, in parziale riforma della sentenza emessa dal Tribunale di Milano in data 5 marzo 2008.

Infine, in un caso di *insider trading* concernente un'operazione di *buy-back* di 2 prestiti obbligazionari posta in essere da amministratori di Unipol, con sentenza n. 7769 del 21 gennaio 2009 la Corte di Cassazione, ritenuta la competenza per territorio del Tribunale di Bologna, ha annullato le sentenze di condanna di primo e secondo grado emesse, rispettivamente, dal