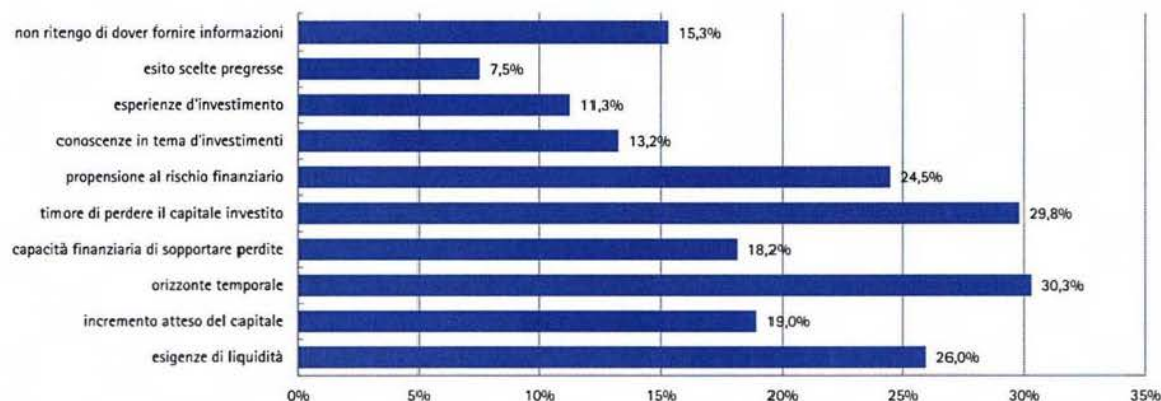


Nell'indagine si è provveduto a raccogliere anche l'attitudine a comunicare all'intermediario informazioni rilevanti per la corretta profilatura degli investitori, per la valutazione di adeguatezza che l'intermediario è tenuto a rendere e, quindi, per un corretto processo di investimento.

Oltre il 15 per cento degli intervistati dichiara di non sentirsi in dovere di fornire all'intermediario informazioni complete e veritiere in merito alle proprie esigenze e alla propria situazione finanziaria, mentre la percentuale di soggetti propensi a comunicare informazioni relative a uno dei molteplici profili importanti per la scelta di investimento (riconducibili a conoscenze ed esperienze, obiettivi, situazione finanziaria e orizzonte temporale) oscilla tra l'8 e il 30 per cento circa (Fig. 122).

Tali evidenze mostrano la necessità di promuovere iniziative di formazione dei risparmiatori, tese ad attirare l'attenzione sullo scambio informativo che deve attivarsi tra intermediario e cliente affinché il primo sia messo nelle condizioni di poter fornire un servizio nel miglior interesse del secondo.

Fig. 122 Informazioni da fornire all'intermediario prima di investire
(gennaio 2015; percentuali sul totale degli intervistati)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko – Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. La figura si basa sulla risposta alla domanda: «Ritiene che sia una sua responsabilità fornire all'intermediario che la consiglia nelle scelte di investimento informazioni complete e veritiere in merito alle sue esigenze e alla sua situazione finanziaria? Se sì, quali?» (è consentita la risposta multipla).

2 L'attività di educazione finanziaria

Nell'ottica di contribuire a innalzare il livello di conoscenze e competenze finanziarie dei cittadini, nel corso dell'anno la Consob ha avviato un ciclo di lezioni/seminari tesi alla cosiddetta 'formazione dei formatori'. I primi destinatari sono stati i referenti delle Associazioni dei consumatori, interessati a innalzare la qualità delle interlocuzioni con i risparmiatori e mantenere un canale informativo costante con l'Istituto.

Il primo incontro, tenutosi in aprile, è stato dedicato alla descrizione dell'attività istituzionale della Consob e delle principali aree di vigilanza. Nel corso della seconda sessione, nel mese di luglio, sono stati toccati aspetti operativi relativi

alla prestazione dei servizi di investimento, alcuni temi di finanza comportamentale e i fenomeni di abusivismo finanziario, anche attraverso esempi concreti derivanti dall'attività svolta dall'Istituto. Il ciclo di seminari si è concluso in novembre con una giornata dedicata ad alcuni dei presidi a tutela dei diritti degli investitori, ovvero il questionario per la valutazione dell'adeguatezza, gli esposti alla Consob e la Camera di Conciliazione e Arbitrato (e, in prospettiva, il nuovo Organismo di risoluzione stragiudiziale delle liti).

Da segnalare, inoltre, gli incontri tenutisi con gli studenti universitari di Cassino e del Lazio Meridionale, dell'università di Salerno e dell'Istituto tecnico Enrico Brambilla di Point Saint Martin (Aosta).

Nel 2014 è stata concretamente avviata, infine, l'attività di definizione e implementazione del Portale di educazione finanziaria della Consob (il portale) previsto nel Progetto 'Carta degli Investitori'.

Il Progetto, avviato nel 2013 con la collaborazione delle Associazioni dei consumatori, si basava su un'agenda programmatica per l'ideazione di strumenti di formazione/informazione del pubblico e di tutela per il piccolo risparmiatore e prevedeva: l'approntamento di un applicativo informatico per la trasmissione e gestione degli esposti inviati alla Consob e l'istituzione di un Organismo stragiudiziale delle controversie in materia di servizi d'investimento, nonché la realizzazione del suddetto portale.

Nello specifico, il portale è stato immaginato come canale di diffusione di informazioni e nozioni sui temi della 'gestione' del risparmio personale e degli investimenti ed è stato disegnato in modo da essere fruito da molteplici tipologie di destinatari (tra cui studenti, insegnanti, lavoratori e pensionati).

Nella prima versione del portale troveranno spazio gli argomenti che, nell'ambito di competenza dell'Istituto, sono più direttamente assimilabili al concetto di *investor education*, ovvero il percorso per l'investimento, gli errori comportamentali più frequenti, i test per avere maggiore consapevolezza del proprio livello di conoscenza delle nozioni economico-finanziarie, le indicazioni per riconoscere le truffe finanziarie e le strade percorribili per tutelare i propri diritti in ambito finanziario.

La selezione dei contenuti più significativi da rappresentare nell'apposito sito ha beneficiato anche dell'interlocuzione con università, centri di ricerca e altri enti attivi nel campo dell'educazione finanziaria. Tali forme di collaborazione mirano a garantire un approccio multidisciplinare e a favorire l'individuazione della forma comunicazionale più consona nei confronti degli utenti potenziali.

Dal punto di vista informatico lo sviluppo del portale ha tenuto conto della possibilità che esso diventi il nucleo principale di una piattaforma nazionale su cui confluiranno i contributi di tutte le Autorità competenti sulle varie aree tematiche dell'educazione economico-finanziaria.

Le iniziative di formazione da avviare nel 2015 e la definizione dei contenuti del portale beneficerà anche dei risultati delle ricerche intraprese dalla Consob in materia di finanza comportamentale, con particolare riferimento alle evidenze di un *consumer testing* volto a verificare le relazioni tra rappresentazione del rischio, percezione del rischio e scelte di investimento.

Il *consumer testing* è stato svolto in collaborazione con l'Università Politecnica delle Marche. In dettaglio, sono state sottoposte a circa 260 investitori, clienti di otto banche che hanno collaborato all'estrazione del campione, modalità alternative di rappresentazione delle caratteristiche di alcuni prodotti finanziari al fine di raccoglierne il giudizio in termini di complessità, utilità e rischio percepiti. La metodologia di analisi, che si ispira alle indicazioni delle scienze cognitive, è stata condivisa con il Joint Committee delle ESAs nell'ambito dei lavori di definizione degli standard tecnici di attuazione del Regolamento PRIIPs.

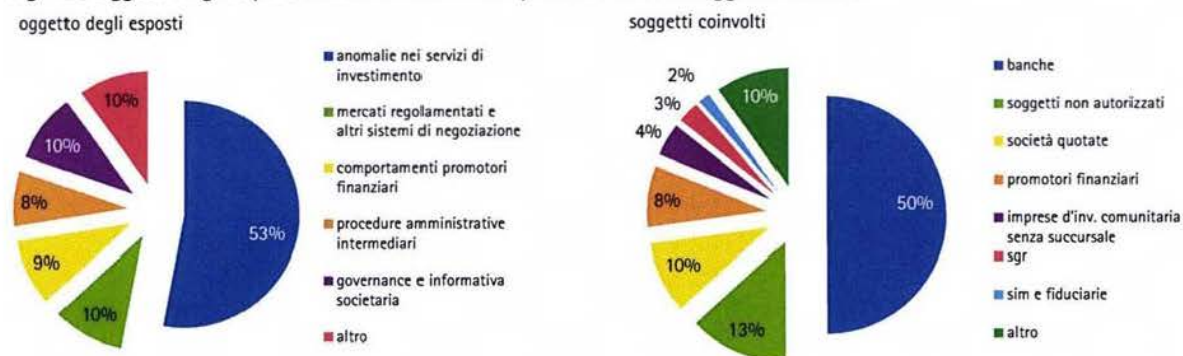
3 La gestione degli esposti

Nel 2014 la Consob ha ricevuto circa 1.500 esposti, di cui 940 relativi ad aree di competenza istituzionale e pertanto utilizzabili ai fini di vigilanza.

Ai restanti 560 esposti (oltre un terzo del totale) non è stato possibile dare seguito per difetto di competenza. Dal dato si evince che il riparto di competenza tra le Autorità di settore non è noto alla generalità dei risparmiatori. Tale evidenza viene confermata anche dall'Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane', dal quale emerge che solo una ridotta percentuale degli intervistati conosce e sa di cosa si occupa l'Istituto (Riquadro 11).

Le segnalazioni ricevute dall'Istituto si riferiscono nella maggior parte dei casi alla prestazione di servizi d'investimento da parte di soggetti abilitati, ovvero da parte di soggetti che svolgono tale attività abusivamente. In oltre 130 casi, le vicende riferite nell'esposto riguardavano azioni, mentre in poco meno di 50 casi trattavano di strumenti derivati o strutturati (Fig. 123).

Fig. 123 Oggetto degli esposti relativi ad aree di competenza Consob e soggetti coinvolti



Fonte: Consob.

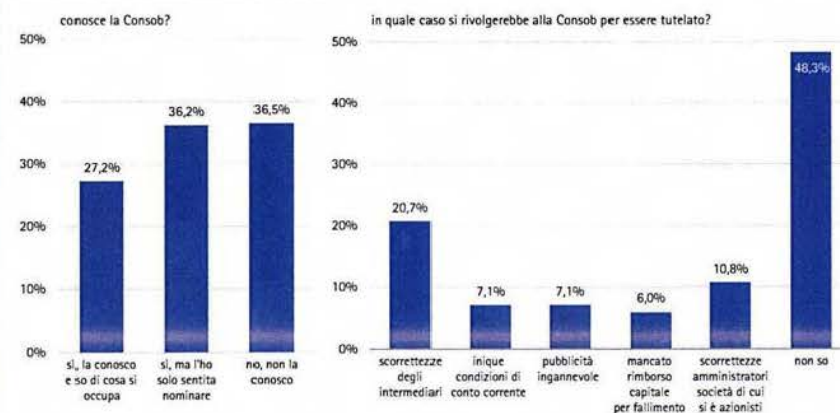
Riquadro 13

La conoscenza della Consob da parte degli investitori italiani

Nell'ambito delle rilevazioni per l'Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane' è stato chiesto agli intervistati se conoscessero la Consob (figura di sinistra) e in quale caso, tra quelli indicati tra le alternative di risposta, si rivolgerebbero all'Istituto per riceverne tutela (figura di destra).

Le risposte raccolte mettono in luce che solo il 27 per cento degli intervistati afferma di conoscere e sapere di cosa si occupa l'Istituto, mentre il restante 73 per cento lo ha soltanto sentito nominare o non lo conosce affatto. Peraltro, il primo dato sovrastima la conoscenza della Consob, poiché circa un terzo degli individui che si dichiara informato non è poi in grado di identificare correttamente le circostanze nelle quali sarebbe opportuno attendersi l'intervento dell'Autorità. Nel complesso, circa l'80 per cento dei soggetti inclusi nel campione d'indagine non è in grado di stabilire correttamente quando fare riferimento alla Commissione.

Conoscenza e ruolo della Consob



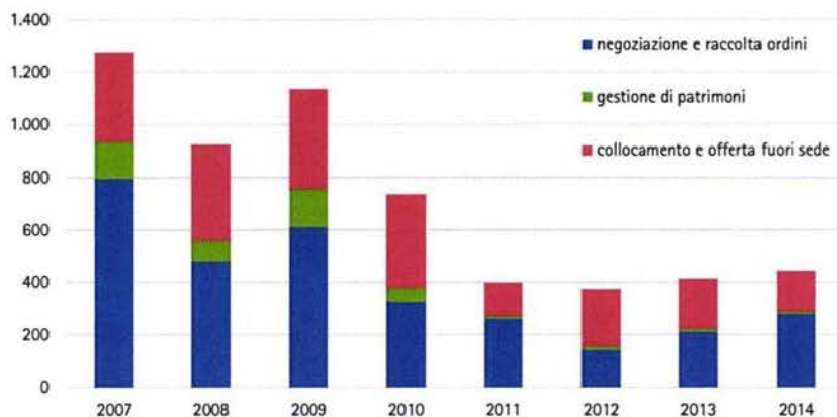
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. Alla domanda relativa al grafico di destra è consentito dare una sola risposta.

Con riferimento ai soggetti coinvolti, nella metà degli esposti si trattava di banche. Significativa è risultata l'incidenza di esposti che interessano soggetti non autorizzati dalla Consob, coinvolti in fattispecie di abusivismo finanziario (13 per cento). Appare altresì non trascurabile la percentuale di segnalazioni riferite a imprese d'investimento comunitarie senza succursale.

In particolare, le segnalazioni ricevute in materia di prestazione di servizi d'investimento, sostanzialmente in linea con il dato registrato nel 2013, hanno riguardato il servizio di negoziazione e raccolta ordini nel 63 per cento dei casi e il collocamento e l'offerta fuori sede nel 35 per cento dei

casi; al servizio di gestione patrimoniale si riferisce solo il due per cento degli esposti (Fig. 124).

Fig. 124 Esposti ricevuti in materia di servizi di investimento



Fonte: Consob.

4 L'attività della Camera di conciliazione e arbitrato

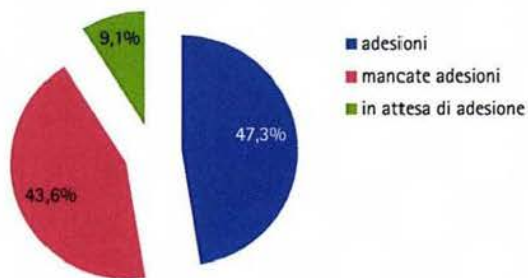
Nel corso del 2014 la Camera di conciliazione e arbitrato ha ricevuto 121 istanze di conciliazione (162 nel 2013), dirette alla soluzione di controversie insorte tra investitori e intermediari finanziari con riferimento agli obblighi di informazione, trasparenza e correttezza che questi ultimi devono osservare nei rapporti contrattuali con gli investitori medesimi.

Sul totale delle domande di conciliazione pervenute, tre sono state ritenute non ammissibili per difetto di competenza o per carenza documentale e altre otto devono essere ancora perfezionate dagli istanti.

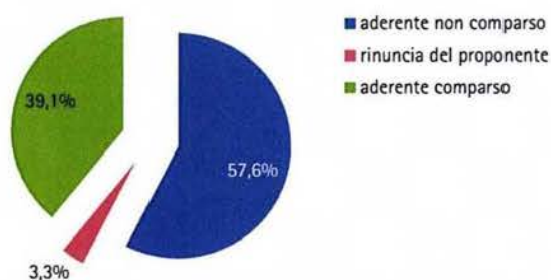
Con riferimento alle 110 domande che risultano effettivamente avviate al 31 dicembre 2014, l'intermediario ha aderito al tentativo di conciliazione nel 47 per cento circa dei casi (53 per cento nel 2013), ossia più di frequente di quanto è accaduto nei casi di mediazione civile ex d.lgs. 28/2010 (Fig. 125).

Fig. 125 Adesioni alle istanze da parte dell'intermediario

adesioni nelle istanze avviate dalla Camera



adesioni nella mediazione civile ex d.lgs. 28/2010



Fonte: Consob.

Nel 43 per cento circa dei casi si è registrata una mancata adesione, mentre le restanti richieste sono ancora in attesa di risposta.

La maggior parte delle istanze ricevute nel periodo in esame provengono dalle regioni del nord Italia (Tav. 56). Nel dettaglio, le istanze riferibili alla Lombardia sono pervenute quasi tutte da Milano (22 istanze su 25), mentre quelle riferibili al Lazio provengono tutte dalla provincia di Roma (24 istanze).

Gli istanti sono uomini nel 66 per cento dei casi e hanno un'età media pari a 62 anni (61 anni per gli uomini e 64 anni per le donne).

Tav. 56 Istanze per area geografica

	numero istanze
Nord	68
Centro	28
Sud e Isole	17
<i>Totale</i>	<i>113</i>

Fonte: Consob.

Alla data del 31 dicembre 2014, delle 52 istanze cui l'intermediario aveva aderito, 17 si sono concluse con un accordo, 26 hanno avuto un esito negativo, mentre 9 risultano ancora aperte.

L'importo complessivo delle richieste di risarcimento pervenute nel corso dell'anno è stato di 18,9 milioni di euro (circa il doppio rispetto al 2013), di cui circa la metà riferita alle istanze alle quali l'intermediario ha aderito (3,8 milioni nel 2013). L'importo rimborsato a seguito di esito positivo della controversia è stato pari a oltre 175 mila euro (350 mila euro nel 2013).

Il valore medio delle richieste risarcitorie pervenute nel 2014 è pari a circa 170 mila euro, mentre il valore mediano delle istanze è di poco superiore a 40 mila euro.

Oltre il 40 per cento delle istanze di conciliazione pervenute nel corso dell'anno ha avuto ad oggetto vicende legate a investimenti in obbligazioni (titoli di stato e obbligazioni varie, quali quelle emesse da Repubblica Argentina, Lehman Brothers, Cirio, Convertendo BPM). Circa il 15 per cento delle istanze fanno riferimento, invece, a strumenti derivati (*interest rate swap, certificates*) e azioni (Tav. 57).

Al 31 dicembre 2014 il numero degli iscritti nell'elenco dei conciliatori è pari a 959 mentre il numero degli iscritti nell'elenco degli arbitri è pari a 737. Nell'ambito dell'attività di tenuta degli elenchi la Camera di conciliazione e arbitrato nel corso dell'anno ha provveduto alla cancellazione di 715 iscritti dall'elenco dei conciliatori e di 435 iscritti dall'elenco degli arbitri.

Nel dettaglio, 644 conciliatori e 405 arbitri sono stati cancellati dai rispettivi elenchi per l'omesso pagamento del contributo annuale di permanenza,

dovuto ai sensi dell'art. 6, comma 4 del Regolamento 18275/2012 e determinato dalla Consob con delibera 18566 del 5 giugno 2013. La Camera ha invece provveduto a cancellare 79 conciliatori e 32 arbitri a seguito di formali richieste di cancellazione da parte degli interessati. Tre conciliatori e tre arbitri sono stati invece cancellati per perdita o insussistenza dei requisiti di onorabilità previsti dall'art. 8 del Regolamento 18275/2012, a seguito di verifiche effettuate ai sensi dell'art. 71, comma 1, del d.p.r. 445/2000.

Tav. 57 Istanze pervenute per tipologia di investimento e richiesta di risarcimento
(valori percentuali; valori monetari in migliaia di euro)

strumenti finanziari	istanze ricevute ¹	richieste di risarcimento ²
obbligazioni	42	35,2
strumenti derivati	15	150,0
azioni	14	10,1
altri prodotti	13	85,0
fondi comuni di investimento	9	22,1
polizze a contenuto finanziario	6	50,0

Fonte: Consob. ¹ L'eventuale mancata quadratura è dovuta agli arrotondamenti. ² Valore mediano.

PAGINA BIANCA

I controlli giurisdizionali VIII sull'attività della Consob

1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2014 si è registrato un significativo aumento delle impugnative presentate innanzi al Giudice ordinario. Tale incremento è essenzialmente connesso alla numerosità dei ricorsi presentati, di norma individualmente, dai destinatari delle sanzioni applicate per violazione delle disposizioni in materia di emittenti e intermediari nonché per abusi di mercato, emerse a seguito dell'attività di vigilanza svolta dalla Consob nei confronti del Gruppo Monte dei Paschi di Siena (Tav. 58).

Tav. 58 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto¹
(esiti al 31 dicembre 2014)

	Giudice amministrativo ²					totale ricorsi	Giudice ordinario ³					totale ricorsi
	accolti ⁴	respinti ⁵	in corso	di cui:			accolti ⁴	respinti ⁵	in corso	di cui:		
				accolta sospensiva	respinta sospensiva					accolta sospensiva	respinta sospensiva	
2009	--	2	3	--	2	5	10	24	20	--	--	54
2010	--	15	13	--	4	28	1	43	13	1	--	57
2011	--	33	16	--	4	49	--	4	1	--	--	5
2012	--	20	15	--	1	35	--	22	31	--	--	53
2013	3	4	7	--	1	14	9	41	39	8	--	89
2014	--	1	11	--	4	12	4	29	107	--	1	140

Fonte: Consob. 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.

Tra le pronunce rese nel 2014 nella materia degli abusi di mercato, si segnalano le decisioni delle Corti d'Appello di Roma e Milano che hanno confermato le sanzioni applicate dalla Consob per manipolazione operativa del mercato di azioni Premafin (art. 187-ter, comma 3, lett. a) e b) del Tuf nel periodo 2 novembre 2009 - 16 settembre 2010.

La Corte milanese ha, innanzitutto, ritenuto 'legittimo' l'avvenuto ricorso alla prova su base presuntiva della manipolazione del mercato, atteso che, nella fattispecie da essa esaminata, l'illecito era «per sua natura pressoché insuscettibile di prova diretta», attesa «l'indubbia difficoltà di ricostruire i passaggi con cui si sono articolate le operazioni finanziarie»; difatti «la dedotta manipolazione del mercato è

stata attuata mediante acquisti di azioni Premafin disposti da plurime 'entità' di diritto estero (aventi sede in Liechtenstein e Panama) a loro volta controllate da trust (costituiti secondo la legge delle Bahamas). La vicenda in esame (...) si inserisce in un contesto fattuale connotato da elementi di 'forte opacità' proprio in ragione del ricorso - nella realizzazione dell'operatività 'incriminata' - a istituti giuridici avulsi dalla giurisdizione italiana e aventi struttura particolarmente complessa».

Nel merito, la Corte d'Appello di Roma, premesso che *«Gli illeciti amministrativi per i quali il [ricorrente] è stato sanzionato sono illeciti di pericolo astratto e non di evento concreto»*, non rientrando tra gli elementi costitutivi della fattispecie *«l'effettiva alterazione del prezzo naturale delle azioni»*, ha ritenuto *«idonea a fornire indicazioni false e fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo delle azioni Premafin»* una condotta caratterizzata da una *«imponente ed assai prolungata concentrazione percentuale degli acquisiti in asta di chiusura»* e attuata per il tramite di *«quasi quotidiane proposte di negoziazione in acquisto contemplanti grandi volumi di azioni (di solito di gran lunga maggiori dei volumi delle azioni di ogni singola proposta di vendita)»*.

La Corte d'Appello di Bologna ha esaminato una complessa vicenda di manipolazione del mercato avente ad oggetto il titolo Kerself, attuata mediante condotte sia 'operative' sia 'informative' nel periodo compreso tra il 2008 e il 2010. Anche in questo caso, le sanzioni Consob hanno trovato conferma.

I Giudici felsinei hanno constatato che le operazioni di acquisto sul MTA di azioni Kerself 'censurate' dalla Consob *«sono risultate connotate da direzionalità, continuità, grande dimensione e aggressività, così da consentire di fissare il prezzo delle azioni Kerself Spa a un livello anomalo o artificiale e fornire, o essere comunque suscettibile di fornire, indicazioni false e fuorvianti in merito alla domanda e al prezzo delle azioni Kerself Spa»*. La Corte ha altresì riconosciuto che l'operatività in acquisto di azioni Kerself, posta in essere dal soggetto cui all'epoca dei fatti era riferibile la partecipazione di controllo della società, non beneficiava di alcuna delle esenzioni previste dall'art. 8 della Direttiva 2003/6/CE, in particolare di quella costituita dalle *«operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario»*; difatti, gli acquisti effettuati dal ricorrente non si inserivano *«né nell'ambito di una 'offerta iniziale' né nell'ambito di una 'offerta secondaria' di strumenti finanziari»*, come richiesto dalle disposizioni di attuazione della Direttiva Market Abuse contenute nel Regolamento (CE) 2273/2004.

La sentenza della Corte d'Appello ha altresì riconosciuto sussistente la componente 'informativa' della manipolazione accertata dalla Consob, essendo le informazioni societarie contenute nel bilancio consolidato del Gruppo Kerself al 31 dicembre 2009 false e idonee a fornire al pubblico *«indicazioni false e fuorvianti in merito alle azioni Kerself Spa, avendo fatto apparire l'operatività del Gruppo Kerself come molto redditizia e con prospettive di forte sviluppo, dando luogo a una apparenza ben distante dalla realtà, caratterizzata da una notevole sopravvalutazione dei relativi risultati reddituali e del patrimonio netto ed una sottovalutazione del livello dell'indebitamento finanziario netto»*.

Nella materia degli intermediari, la Corte di Cassazione è intervenuta a proposito della responsabilità amministrativa degli amministratori non esecutivi per irregolarità nell'organizzazione e nelle procedure degli intermediari mobiliari.

La Suprema Corte ha statuito che *«il dovere di agire informati dei consiglieri non esecutivi delle società bancarie, sancito dall' art. 2381, commi terzo e sesto, e 2392 cod. civ. non va rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dai rapporti degli amministratori delegati, giacché anche i primi devono possedere ed esprimere costante e adeguata conoscenza del business bancario (...) essendo compartecipi delle decisioni di strategia gestionale assunte dall'intero consiglio»*. Invero, *«l'art. 2381, terzo comma, nel testo sostituito a opera del decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, prevede che il consiglio di amministrazione 'può sempre impartire direttive agli organi delegati e avocare a sé operazioni rientranti nella delega' e 'valuta, sulla base della relazione degli organi delegati, il generale andamento della gestione'. Il comma 6 della stessa disposizione sancisce, altresì, l'obbligo di tutti gli amministratori di 'agire in modo informato', stabilendo che 'ciascun amministratore può chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società'. Il nuovo articolo 2392 cod. civ., a sua volta, continua a prevedere che gli amministratori 'sono solidalmente responsabili se, essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non hanno fatto quanto potevano per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose'. Questo dovere della compagine dei consiglieri non esecutivi è particolarmente stringente in materia di organizzazione e governo societario delle banche, anche in ragione degli interessi protetti dall'articolo 47 Cost., la cui rilevanza pubblicistica plasma l'interpretazione delle norme dettate dal codice civile»*. Così, i consiglieri non esecutivi hanno l'obbligo *«di attivarsi in modo da poter utilmente ed efficacemente esercitare una funzione dialettica e di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi attraverso un costante flusso informativo; e ciò non solo in vista della valutazione dei rapporti degli amministratori delegati, ma anche ai fini della diretta ingerenza nella delega attraverso l'esercizio dei poteri, di spettanza del consiglio di amministrazione, di direttiva e di avocazione»*.

La Suprema Corte ha chiarito il regime giurisdizionale applicabile ai provvedimenti cautelari adottabili nei confronti dei promotori finanziari ai sensi dell'art. 55, comma 2, del Tuf, affermandone l'impugnabilità innanzi al Giudice Amministrativo. Nel contempo, la Corte ha chiarito i presupposti per l'esercizio, da parte della Consob, del relativo potere.

Secondo la Corte di Cassazione, appare *«scarsamente plausibile»* la *«strumentalità e la conseguente stretta connessione tra il provvedimento cautelare in esame e l'esercizio del potere sanzionatorio attribuito dalla legge alla Consob sui promotori finanziari»*, né può rilevare *«la mera qualifica cautelare attribuita ai provvedimenti di sospensione dall'esercizio dell'attività di promotore finanziario (...) restando da comprendere a che cosa la cautela acceda e se davvero essa abbia funzione anticipatoria o strumentale rispetto a eventuali provvedimenti sanzionatori»*; piuttosto, *«l'emanazione del provvedimento cautelare di cui si tratta è frutto (...) di una*

valutazione dell'interesse generale del mercato finanziario, nella quale inevitabilmente si esprime un potere discrezionale dell'autorità amministrativa», con la conseguente giurisdizione esclusiva del Giudice amministrativo.

Il Consiglio di Stato, nel decidere della legittimità di un provvedimento ingiuntivo adottato dalla Consob nei confronti di un intermediario comunitario avente succursale in Italia, ai sensi dell'art. 52, comma 1, del Tuf, ha svolto anche considerazioni di carattere generale in merito alla connotazione propria dell'istituto.

Il Consiglio di Stato ha riconosciuto che si tratta di «provvedimento ingiuntivo a fini inibitori, come indicato chiaramente nella sua intitolazione, in riferimento all'esercizio dello specifico potere attribuito alla Consob dalla norma ora citata, e per il suo contenuto con cui si ordina (...) di 'porre termine immediatamente alle irregolarità' rilevate. Il carattere di urgenza è perciò proprio di un tale procedimento e ne informa le varie fasi, riguardo sia alla verifica dei comportamenti che alla conseguente emanazione del provvedimento, essendo volto allo scopo prioritario di impedire che si protraggano comportamenti verificati come illegittimi, lesivi dei prioritari fini di tutela degli investitori e della fiducia nel sistema finanziario affidati alla vigilanza della Consob (...). Esso è perciò caratterizzato da quelle 'particolari esigenze di celerità' che, ai sensi dell'art. 7 della legge n. 241 del 1990, escludono la comunicazione di avvio (...) dovendosi procedere con immediatezza una volta accertata la violazione poiché, proprio in ragione di questo accertamento, si rende indispensabile il più celere intervento inibitorio. Neppure è propria della natura e contenuto dei procedimenti in questione la loro articolazione attraverso una fase di contestazione degli addebiti. Questa fase è infatti prevista specificamente per i procedimenti sanzionatori (articoli 187-septies e 195 del TUF), diversi per ratio da quelli ingiuntivi».

La Corte d'Appello di Roma ha rigettato quattro ricorsi avverso sanzioni applicate dalla Consob per violazione delle regole di condotta gravanti in capo a Sgr operanti nel settore dei fondi comuni di investimento immobiliari. La fattispecie riguardava, in particolare, il rispetto dell'obbligo di diligenza, correttezza e trasparenza in occasione della dismissione di un immobile di pertinenza di un fondo gestito dalla Sgr, avvenuta, secondo la ricostruzione dell'Autorità confermata dalla Corte romana, in contrasto con l'interesse dei partecipanti al fondo.

La fattispecie concreta riguardava le vicende connesse alla dismissione di un immobile di pregio sito nel centro storico della Capitale, ceduto dalla SGR a una società e da quest'ultima contestualmente venduto a un ente terzo, a un prezzo di gran lunga superiore a quello corrisposto alla SGR. Secondo i Giudici, gli esponenti aziendali delegati avrebbero dovuto verificare «la possibilità di vendere l'immobile direttamente all'[ente] a condizioni più vantaggiose per il Fondo rispetto a quelle effettivamente ottenute», nonché riferire al Consiglio di amministrazione l'esistenza di «altre offerte maggiori rispetto a quella» della società acquirente, effettivamente pervenute. La Corte, nel rigettare l'opposizione presentata dalla Sgr, ha altresì ritenuto «priva di pregio (...) la tesi propugnata dalla difesa circa l'assenza di danno

rinveniente dall'operazione commerciale attuata. La mancata contestazione (e comunque l'insussistenza) di un reale danno per gli investitori, collegato alla asserita congruità del prezzo ottenuto a titolo di corrispettivo appare circostanza del tutto irrilevante, trattandosi di illecito di mera condotta e di pericolo presunto, in cui la verifica di un danno non viene considerata dal legislatore quale elemento costitutivo della fattispecie sotto il profilo oggettivo».

Tra le più significative pronunce del giudice ordinario emesse nel corso del 2014 con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, si segnalano i decreti della Corte d'Appello di Torino e della Corte d'Appello di Milano che hanno deciso in senso favorevole alla Consob le opposizioni promosse dai collegi sindacali di due società quotate, appartenenti al medesimo gruppo, avverso le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate per omesso adempimento dei doveri di vigilanza, previsti dall'art. 149, comma 1, Tuf, con particolare riguardo a una serie di operazioni con parti correlate concluse dai due emittenti in un prolungato arco di tempo.

In particolare, la Corte torinese, premessa un'accurata ricostruzione della funzione dei sindaci delle società quotate con specifico riguardo alle operazioni con parti correlate, ha affermato che l'attività di vigilanza del collegio sindacale «*deve svolgersi non in modo passivo e sulla base delle informazioni che gli amministratori sono obbligati a fornire*», ma «*deve estendersi alla verifica della strutturazione e dell'operatività effettiva del controllo interno di competenza dell'organo amministrativo con specifico riguardo alle operazioni con le parti correlate e/o in conflitto di interessi, anche con riferimento al rispetto dei principi generali dettati dalla Consob e alle norme comportamentali applicabili e accettate dalla società*». In senso analogo, si è espressa la Corte d'Appello di Milano, la quale ha, inoltre, evidenziato che è «*tutt'altro che infrequente che l'operazione con parte correlata venga svolta, direttamente o indirettamente, a mezzo di società controllate*», pertanto, «*le procedure che le società devono adottare, sulla base delle istruzioni dettate dalla Consob, devono tenere conto anche del possibile rapporto di controllo e dell'eventuale inserimento della società dentro un gruppo*». Con riguardo all'attività dell'organo di controllo, i doveri di vigilanza dei sindaci debbano reputarsi «*viepiù incisivi nel caso di approvazione da parte della società quotata di operazioni con parti correlate, trattandosi di operazioni per le quali il rischio di conflitto di interessi acquista connotati di particolare rilevanza*».

La Corte d'Appello di Milano ha respinto il ricorso presentato da un emittente quotato avverso la sanzione irrogata dalla Consob per la violazione dell'obbligo di divulgazione delle informazioni *price-sensitive* previsto dall'art. 114, comma 1, Tuf.

Nel merito, la Corte ha ritenuto che le stime effettuate all'interno dell'emittente nel periodo di chiusura dell'esercizio 2012, con specifico riguardo ai risultati di quest'ultimo, nonché le previsioni concernenti l'andamento dell'esercizio successivo (2013), fossero già da considerare sufficientemente 'precise' e, dunque, rispondenti alle caratteristiche delineate dall'art. 181 del Tuf e da comunicare senza indugio al pubblico, in adempimento all'obbligo previsto dall'art. 114, comma 1 del

Tuf, a prescindere dalla formale approvazione di tali dati previsionali da parte dell'organo di amministrazione. Infatti, *«la finalità della disciplina [sull'informazione continua] e dell'obbligo di una tempestiva e corretta comunicazione delle informazioni [privilegiate] va ricercata nella necessità di tutelare la fiducia degli investitori nell'integrità dei mercati finanziari e (...) tale finalità rischia di essere vanificata ove si intenda l'espressione complesso di circostanze come tale da escludere la rilevanza nelle fasi intermedie delle fattispecie a formazione progressiva, negando il carattere privilegiato a informazioni non ufficiali eppur fornite di tutti gli elementi costitutivi, tali cioè da giustificare un giudizio prognostico sul concreto verificarsi di talune circostanze e sulla loro incidenza sul mercato mobiliare...Ne discende che, ricorrendo gli altri requisiti, dovrà considerarsi sufficientemente specifica e di natura privilegiata l'informazione comunque operativa ossia, in generale, idonea a permettere una ragionevole decisione d'investimento sul mercato finanziario».*

Nel corso del medesimo anno, la Corte meneghina ha altresì respinto i ricorsi presentati da esponenti degli organi direttivi di un'associazione di azionisti/dipendenti di una banca cooperativa quotata, sanzionati dalla Consob per violazione degli obblighi di comunicazione dei patti parasociali previsti dall'art. 122 Tuf.

Il giudice ha ritenuto possibile, come sostenuto dalla Consob, qualificare l'associazione in questione, costituita con uno scopo lecito (*«tutelare gli interessi di tutti gli associati e dei sostenitori basati sul mantenimento e lo sviluppo della forma societaria cooperativistica della banca»*), come patto parasociale in presenza di indizi gravi, precisi, e concordanti dai quali si desumeva che l'associazione, deviando progressivamente dalle sue finalità statutarie, avesse assunto i connotati di un patto parasociale diretto a esercitare un'influenza dominante sulla banca. Inoltre, nel caso di specie, ad avviso della Corte, è stata ritenuta pienamente legittima la contestazione elevata dalla Consob solamente nei confronti dei componenti del consiglio direttivo e del comitato di controllo, considerata la *«posizione apicale dagli stessi assunta»* a cui consegue *«senz'altro l'onere di comunicare alle Autorità Garanti la sussistenza di un patto parasociale»* - e non di tutti gli aderenti all'associazione, essendo impossibile *«obiettivamente individuare i singoli aderenti, data la mutevolezza soggettiva dell'associazione»*.

Nell'ambito della vicenda MPS, vi è stata una prima decisione della Corte d'Appello di Firenze che ha confermato nel merito la sanzione relativa alla mancata informazione alla Consob, in una risposta ex art. 115, comma 1, del Tuf, del coinvolgimento del socio di riferimento nella sottoscrizione dei titoli FRESH emessi nell'ambito dell'aumento di capitale del 2008, in corrispondenza della quota riservata a un operatore finanziario internazionale.

Si segnalano, inoltre, le sentenze con cui il Tar del Lazio ha respinto i ricorsi proposti avverso la delibera Consob, adottata nell'ambito della vicenda relativa all'offerta pubblica obbligatoria totalitaria promossa da Lauro Sessantuno Spa sulle azioni di Camfin Spa, con la quale l'Autorità, ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. d), n. 2, del Tuf e dell'art. 47-*octies* del

Regolamento Emittenti, ha deliberato l'aumento del prezzo dell'Opa, avendo ritenuto accertata una collusione tra l'offerente e altri soggetti.

Si segnala, infine, la sentenza emessa dalla Cassazione in sede di regolamento di competenza, con la quale è stata definitivamente risolta la questione relativa all'individuazione del giudice competente a conoscere delle opposizioni avverso le sanzioni in materia di revisione legale dei conti, irrogate dalla Consob ai sensi dell'art. 163 Tuf (pertanto, per fatti verificatisi prima dell'entrata in vigore del d.lgs. 39/2010).

In proposito, la Suprema Corte ha affermato che il giudice competente è la Corte d'Appello in unico grado, analogamente a quanto previsto per le sanzioni contemplate dagli artt. 187-*septies* e 195 del Tuf, in virtù del «*principio generale di concentrazione di una determinata tipologia di controversie innanzi a un unico giudice*»; pertanto, non vi è «*spazio per l'applicazione della disciplina sussidiaria e residuale di cui all'art. 6 d.lgs. 150/2011*» che prevede la competenza del Tribunale, secondo il rito del lavoro.

Con sentenza depositata il 4 marzo 2014, la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo ha deciso i ricorsi con i quali il signor Franco Grande Stevens e altre persone fisiche e giuridiche avevano lamentato la violazione di diverse disposizioni della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo nella quale sarebbe incorsa la Repubblica Italiana nell'applicazione, a loro carico, di sanzioni (amministrative e penali) per manipolazione del mercato. La vicenda riguardava la diffusione, in data 24 agosto 2005, di due comunicati stampa in cui le società Ifil Investments e Giovanni Agnelli e C. avevano dichiarato, contrariamente al vero, che a quella data non era stata «*intrapresa né studiata alcuna iniziativa in relazione alla scadenza del prestito convertendo*» stipulato da Fiat Spa il 26 luglio 2002.

La Corte EDU ha innanzitutto affermato l'attinenza delle sanzioni Consob per abusi di mercato «*alla materia penale*» e si è poi soffermata sul carattere equo della procedura di applicazione delle sanzioni amministrative da parte della Consob (Riquadro 1).

La Corte, avendo concluso «*per la violazione dell'articolo 6 § 1 della Convenzione in quanto non vi è stata un'udienza pubblica dinanzi alla corte d'Appello di Torino, e dell'articolo 4 del Protocollo n. 7 per il fatto che sono stati avviati nuovi procedimenti penali dopo la condanna definitiva dei ricorrenti*» e ritenuto che «*Tali constatazioni non implicano che le sanzioni inflitte dalla Consob fossero di per sé contrarie alla Convenzione o ai suoi Protocolli*», ha riconosciuto a ciascuno dei ricorrenti, in via equitativa, un risarcimento del danno pari a 10 mila euro (a fronte della richiesta di restituzione dell'intero importo delle sanzioni pagate, per un totale di 16 milioni di euro).

La Corte ha altresì disposto che fossero conclusi, nel più breve tempo possibile, i processi penali all'epoca in corso a carico dei signori Gabetti e Grande Stevens.

Riquadro 14

La sentenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo 'Grande Stevens'

La Corte EDU ha affermato l'attinenza delle sanzioni Consob per abusi di mercato *«alla materia penale»*. In proposito, la Corte ha ritenuto che, *«tenuto conto dell'importo elevato delle sanzioni inflitte e di quelle che i ricorrenti avrebbero potuto subire (...) le sanzioni per cui è causa attengano, per la loro severità, alla materia penale (...) per cui l'art. 6 § 1 trova applicazione, all'occorrenza, nel suo aspetto penale»*.

A seguire, la Corte si è soffermata sul carattere equo della procedura di applicazione delle sanzioni amministrative da parte della Consob, verificando se, nel 'sistema' di applicazione e impugnazione delle sanzioni per abusi di mercato, fosse riscontrabile una violazione dell'art. 6 della CEDU in materia di 'equo processo'.

La Corte ha innanzitutto preso atto della circostanza che *«il procedimento dinanzi alla Consob ha permesso agli accusati di presentare elementi utili per la loro difesa»*. Tuttavia, la Relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative della Consob non è stata comunicata ai destinatari delle contestazioni (*«che non hanno dunque avuto la possibilità di difendersi rispetto al documento alla fine sottoposto dagli organi investigativi della Consob all'organo incaricato di decidere sulla fondatezza delle accuse»*), né essi hanno avuto possibilità di interrogare o di far interrogare le persone eventualmente sentite dall'Ufficio Insider Trading. Ancora, la Corte ha osservato che i ricorrenti non hanno avuto la possibilità di partecipare all'unica riunione tenuta dalla Commissione, alla quale non erano ammessi. La Corte ha altresì negato che, dal punto di vista soggettivo, possa dubitarsi dell'indipendenza della Consob rispetto a qualsiasi altro potere o autorità; diversamente, dal punto di vista oggettivo, *«l'ufficio IT, l'ufficio sanzioni e la commissione non sono che suddivisioni dello stesso organo amministrativo, che agiscono sotto l'autorità e la supervisione di uno stesso presidente»*.

Sulla scorta della sentenza della Corte EDU del 4 marzo 2014, in molte sedi giudiziarie è stata messa in dubbio la legittimità della procedura sanzionatoria Consob disciplinata dalla delibera 15086 del 2005.

Nel corso di un procedimento sanzionatorio per abuso di mercato, quattro persone fisiche e due persone giuridiche hanno adito il Tar del Lazio al fine di ottenere, principalmente, l'annullamento della delibera Consob 15086 del 2005 (recante la disciplina del procedimento di applicazione delle sanzioni di competenza dell'Istituto) e, di conseguenza, l'archiviazione del procedimento in corso nei loro confronti (previa sospensione del medesimo in via interinale).