obbligatoria, come si evince dalla lettera della norma che prevede "L'atto costitutivo determina il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio; stabilisce altresì diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio".

Da una disanima degli statuti delle società con azioni di risparmio quotate è emerso che non tutte avevano adeguato i rispettivi statuti alla predetta disposizione.

In particolare, mentre tutte le società con azioni di risparmio hanno introdotto negli statuti le previsioni in merito al contenuto del privilegio, alle condizioni, ai limiti, alle modalità e ai termini per il suo esercizio, riproducendo sostanzialmente la precedente disciplina di cui all'art. 15 della legge n. 216/1974, diverse società non hanno definito i diritti spettanti in caso di esclusione dalle negoziazioni, ovvero hanno introdotto delle clausole che non sembrano soddisfare il disposto normativo.

Come noto, l'art. 145, comma 2, Tuf è stato introdotto per compensare gli azionisti di risparmio della perdita dei vantaggi connessi alla quotazione delle azioni ordinarie o di risparmio (nel primo caso, presenza di un parametro di riferimento per la determinazione del prezzo di mercato delle azioni di risparmio; nel secondo, rapida liquidazione del titolo consentita dalle negoziazioni sui mercati regolamentati; in caso di *delisting* di entrambi gli strumenti finanziari, la non soggezione agli obblighi informativi previsti per le società quotate) e della mancata estensione con il Tuf dell'obbligo di promuovere l'Opa residuale anche sulle azioni di risparmio.

La Commissione ha ritenuto che la strada prescelta per tutelare i sottoscrittori di tali azioni, in caso di revoca dalla quotazione delle azioni ordinarie e/o di risparmio, fosse di rimettere all'autonomia statutaria tale tutela attraverso l'individuazione di appositi diritti "aggiuntivi" (a titolo compensativo ovvero" risarcitorio") rispetto a quelli già spettanti prima della revoca dalle negoziazioni agli azionisti di risparmio.

La Consob ha quindi chiesto a 46 società, nel 2001, di comunicare se, in quali termini e con quali modalità, le stesse intendessero adottare una clausola che effettivamente attribuisse dei diritti agli azionisti di risparmio in caso di *delisting* delle azioni ordinarie o di risparmio.

A seguito di tale intervento, alcune società hanno convocato le assemblee per adeguarsi all'orientamento espresso dalla Consob, altre hanno deliberato e dato esecuzione a operazioni di conversione alla pari delle azioni di risparmio in azioni ordinarie.

Un gruppo di 28 società, invece, ha dichiarato di non ritenere modificato l'attuale previsione statutaria in quanto tale clausola era da ritenersi in linea con l'art. 145, comma 2, Tuf, interpretato nel senso che esso non impone una soluzione migliorativa o risarcitoria per l'azionista di risparmio. L'assenza di criteri di determinazione dei diritti da riconoscere agli azionisti induce a ritenere, secondo questa ricostruzione della norma, che all'emittente è data piena discrezionalità in ordine all'individuazione delle misure per soddisfare in tale ipotesi gli interessi degli azionisti di risparmio. Nulla impedisce che l'emittente ritenga sufficienti a soddisfare tali interessi gli stessi diritti di categoria e i privilegi patrimoniali già riconosciuti ai possessori di azioni di risparmio prima del *delisting*. Spetta al mercato valutare la concreta idoneità di tali diritti a tutelare, in caso di *delisting*, l'eventuale posizione deteriore dell'azionista di risparmio.

L'informativa contabile e periodica e le società di revisione

La periodica attività di controllo svolta nel corso del 2002 ha condotto la Commissione a effettuare degli interventi nei confronti di quelle società quotate per le quali si è evidenziata una situazione di potenziale rischio per la continuità aziendale attestata dagli organi di controllo societari, ovvero da casi di evidente sofferenza patrimoniale.

In particolare, la Commissione, nell'ottica di assicurare una sempre più completa e precisa informazione finanziaria da rendere al mercato, ha ritenuto necessario che le società interessate diffondano con cadenza mensile, secondo le modalità di cui all'art. 66 del Regolamento 11971/1999, un comunicato stampa contenente informazioni aggiornate sulle variabili critiche che caratterizzano le singole situazioni aziendali.

Nel corso del 2002 la Commissione ha formulato richieste in tal senso a 9 società quotate sui mercati regolamentati (6 società quotate sull'Mta e 3 sul Nuovo Mercato; Tav. IV.1). Tali richieste, formulate ai sensi dell'art. 114, comma 3, del Tuf, sono generalmente volte a informare il mercato circa aspetti rilevanti quali la strategia industriale che l'emittente intende perseguire, ad esempio, nei diversi segmenti geografici di operatività, gli eventuali mutamenti della stessa, le iniziative intraprese dalle società interessate per il reperimento di risorse necessarie a risolvere situazioni di forte crisi economico-finanziaria e i fattori che influiscono significativamente sul miglioramento o peggioramento delle prospettive economico-patrimoniali. Tali elementi costituiscono infatti utili punti di riferimento al fine di una corretta e compiuta valorizzazione delle società da parte degli investitori.

Nel corso dell'anno la Commissione ha inoltre effettuato un ulteriore intervento ai sensi dell'art. 114 del Tuf, indirizzato alle banche quotate. Con tale intervento, che ha fatto seguito alla sospensione delle agevolazioni fiscali, introdotte dal d.lgs. n. 153/1999, relative alle operazioni di ristrutturazione bancaria, la Commissione ha richiesto alle banche di fornire in sede di approvazione di bilancio al 31 dicembre 2001, informazioni circa le modalità con cui le stesse avrebbero inteso dare attuazione al provvedimento di sospensione.

Sempre nell'ambito dell'attività di controllo sull'informativa contabile e periodica, l'Istituto ha ravvisato dei profili di criticità con riferimento ai bilanci di esercizio e consolidato al 31 agosto 2001 di una società con azioni quotate sul Nuovo Mercato, con riferimento alla valutazione di una partecipazione in una società controllata.

L'Istituto è intervenuto richiedendo agli amministratori e agli organi di controllo specifiche informazioni volte a valutare la correttezza della documentazione di periodo prodotta dall'emittente con particolare riguardo alle sopra riferite poste contabili (partecipazioni e crediti). Successivamente, la società ha pubblicato una nota informativa integrativa della relazione semestrale al 28 febbraio 2002, nella quale è stato chiarito che la svalutazione della partecipazione nella controllata, contabilizzata nella medesima

relazione semestrale, aveva recepito il rilievo formulato dalla società di revisione e condiviso dal collegio sindacale e dalla Commissione.

Le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale previsto dall'art 161 del Tuf, nell'ambito della loro attività di verifica della regolare tenuta della contabilità sociale e della rispondenza dei bilanci alle scritture contabili, nonché della conformità alle norme che li disciplinano, hanno esaminato, nel corso del 2002, 285 bilanci d'esercizio e 258 bilanci consolidati di emittenti quotati presso i mercati regolamentati italiani.

Dall'esame delle relazioni rilasciate dalle società di revisione iscritte all'Albo Speciale sono stati rilevati 192 richiami di informativa e 6 giudizi con rilievi (Tav. aIV.4). In 5 casi il revisore si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio sul bilancio per incertezze; in nessun caso le società di revisione hanno espresso un giudizio negativo.

I richiami di informativa hanno principalmente riguardato lo stanziamento nel corso dell'esercizio (e di esercizi precedenti) di ammortamenti anticipati nei limiti consentiti dalla normativa fiscale; il contenuto della relazione sulla gestione con particolare riferimento a programmi di risanamento tendenti al riequilibrio della situazione economico-finanziaria, modifiche nella struttura del gruppo; contenziosi in essere.

I giudizi con rilievi hanno riguardato, in un caso, la contabilizzazione tra i proventi straordinari dell'importo derivante dalla rinuncia di un credito da parte dell'azionista di controllo. Tale importo, in base ai principi contabili di riferimento, sarebbe dovuto essere registrato tra le riserve di patrimonio netto.

Un rilievo ha riguardato la svalutazione di una partecipata effettuata in base alle perdite da questa registrate nel corso dell'anno precedente. Secondo il revisore infatti la svalutazione avrebbe dovuto per competenza già trovare riflesso nell'esercizio precedente, così come, tra l'altro, indicato nella precedente relazione dallo stesso revisore, e ha conseguentemente comportato una sovrastima della perdita dell'esercizio al 31 agosto 2002.

In un altro caso, la società di revisione ha inserito un rilievo in quanto la società aveva registrato gli apporti dalla stessa effettuati per la copertura della perdita di esercizio subita da una controllata, in aumento del valore di detta partecipazione. Tali apporti, a giudizio del revisore, non vanno a incrementare il valore della partecipazione ma ne ripristinano il valore originario e conseguentemente avrebbero dovuto essere imputati tra i costi di esercizio come svalutazione di partecipazioni.

Un altro rilievo ha riguardato la decisione degli amministratori della società di non effettuare alcuna svalutazione relativamente a una partecipata, pur in presenza di una significativa differenza negativa tra patrimonio netto e il valore di carico della stessa.

Per un altro emittente la società di revisione ha espresso il proprio dissenso in ordine alla carenza dell'informativa in relazione a situazioni di incertezza verificatesi nel corso dell'esercizio. La società nel 2001 ha infatti ceduto a terzi una quota di una partecipazione e, per la quasi totalità del relativo prezzo di cessione è stato concesso all'acquirente un lungo periodo di dilazione. Al riguardo la società di revisione ha riscontrato una non adeguata informativa nel bilancio della società in ordine sia al rischio connesso al

recupero del credito concesso all'acquirente della partecipata ceduta che in quel momento non appariva dotato delle necessarie risorse finanziarie, sia al valore della garanzia costituita dalle azioni della stessa partecipata, risultante esposto al rischio connesso alle difficoltà economiche e finanziarie della stessa.

La partecipata ceduta versava infatti in una difficile situazione economica e finanziaria ed era stata sottoposta a un piano di risanamento. Il rilievo concerneva inoltre la carente informativa in merito all'analogo rischio di realizzo relativo ad alcuni crediti vantati direttamente dalla Pagnossin spa nei confronti della stessa partecipata ceduta.

Nell'ultimo caso la società di revisione ha inserito un rilievo che ha riguardato la valutazione di una partecipazione iscritta nel comparto dei titoli non immobilizzati mantenuta al costo originario di acquisto. Nel caso di specie non risultavano disponibili il bilancio della società partecipata, ne altro elemento oggettivo di valutazione e pertanto la società di revisione si è trovata nell'impossibilità di accertare la corretta valutazione dei titoli al minore tra il costo di acquisto e il valore di presumibile realizzo.

Nei casi in cui la società di revisione si è trovata nell'impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio, il principale motivo è stato quello della sussistenza di incertezze sulla continuità aziendale. Le incertezze rilevate hanno riguardato i seguenti aspetti: la capacità di una società e del relativo gruppo a reperire nel breve periodo risorse adeguate a garantire la continuità operativa e a finanziare i programmi di ristrutturazione del gruppo stesso; i presupposti in base ai quali era stato concordato un piano di rimborso dei crediti vantati da una società nei confronti della propria controllante; l'esito di un contenzioso in corso di instaurazione tra una società e una sua collegata estera volta al recupero di un credito dalla stessa vantato nei confronti di quest'ultima, sussistendo carenti informazioni in merito all'approvazione del piano di consolidamento del debito da parte degli Istituti di credito e alle ulteriori azioni avviate dagli Amministratori, dopo l'approvazione del bilancio, per reperire nuovi mezzi finanziari; la mancata accettazione da parte degli Istituti di credito del piano, approntato dagli Amministratori, per la ristrutturazione del debito finanziario, a seguito delle rilevanti perdite, anche operative, subite dalla società e dal gruppo.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza la Commissione ha deliberato l'avvio di accertamenti ispettivi nei confronti di 5 società di revisione, al fine di acquisire la documentazione relativa ai lavori di revisione svolti su due emittenti quotati, due agenti di cambio e una Sim. A fine 2002, le relative istruttorie risultavano in corso di svolgimento. La Commissione ha anche disposto l'effettuazione di accertamenti istruttori nei confronti di un'altra società di revisione, al fine di accertare il possesso dei requisiti richiesti dall'art. 161 del Tuf per l'iscrizione nell'Albo Speciale (Tav. aIV.5).

Nel corso del 2002, la Commissione ha ricevuto la documentazione relativa agli incarichi di revisione conferiti ai sensi del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Dall'esame dei dati raccolti è emerso un ulteriore incremento del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione legale dei bilanci, che è passato da n. 1.684 società del 2000 a n. 1.725 del 2001 (Tav. aIV.6). Risulta aumentato anche il grado di concentrazione del mercato. Infatti, gli incarichi legali svolti dalle

prime sei società di revisione hanno rappresentato nel 2001 il 92,3 per cento del totale; l'anno precedente tale percentuale si attestava al 90,1 per cento (Tav. aIV.7). Di rilievo, da questo punto di vista, è l'incremento della quota detenuta dalla prima società (in termini di fatturato) che è passata dal 22 per cento al 26,2 con un aumento di oltre 4 punti percentuali.

Al 31 dicembre 2002 le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale erano in tutto 24, numero invariato rispetto all'anno precedente. Nel corso dell'anno la Commissione ha modificato la delibere di iscrizione di due società di revisione a seguito dei mutamenti intervenuti nella loro forma giuridica e nella loro denominazione sociale.

V. LA VIGILANZA SUI MERCATI

Gli abusi di mercato

L'analisi sugli andamenti anomali di mercato, ha portato la Consob a trasmettere all'Autorità Giudiziaria, nel corso del 2002, i risultati di 25 indagini condotte in merito a ipotesi di abusi di mercato (Tav. V.1). In 16 casi (18 nel 2001 e 21 nel 2000) è stata ipotizzata la sussistenza di un illecito: nel dettaglio, 7 ipotesi di reato hanno riguardato casi di abuso di informazioni privilegiate, di cui uno nella forma del *front running*, e 9 hanno riguardato casi di aggiotaggio su strumenti finanziari. Nelle rimanenti 9 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (3 relative ad accertamenti su casi di presunto abuso di informazioni privilegiate, 6 su casi di presunto aggiotaggio) non sono state configurate ipotesi di reato.

TAV. V.1

RISULTANZE DELLE INDAGINI

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
RELAZIONE CON SEGNALAZIONE DI IPOTESI DI REATO[1]	19	21	30	21	18	16
RELAZIONE AL TERMINE DI ACCERTAMENTI SENZA SEGNALAZIONI DI IPOTESI DI REATO[2]	33	15[3]	8	5	10	9
TOTALE	*52*	*36*	*38*	*26*	*28*	*25*

[1] Per le relazioni relative al 1997 e per 10 relazioni del 1998, si fa riferimento a relazioni motivate di cui all'art. 8, comma 3, della legge 157/1991, abrogato dal Tuf. [2] Con riferimento agli anni 1997, 1998, 1999 il dato include le risultanze relative rispettivamente a 18,3 e una indagine conclusesi senza l'invio di relazione motivata al P.M. A partire dall'entrata in vigore del Tuf, ai sensi dell'art. 186, la Consob è tenuta, in ogni caso, a trasmettere al P.M. una relazione sulle indagini e accertamenti effettuati. [3] Di cui 9 relative ad attività di accertamento conclusesi prima dell'entrata in vigore del Tuf.

A differenza di quanto riscontrato negli anni precedenti, le segnalazioni per aggiotaggio su strumenti finanziari sono state più numerose rispetto a quelle per abuso di informazioni privilegiate.

L'attività di accertamento strumentale alle segnalazioni è stata, come di consueto, intensa. Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a operatori, società quotate e Autorità di Vigilanza estere nel 2002 è stato pari complessivamente a 259 (Tav. aV.1). Rispetto agli anni precedenti, si rileva il più frequente utilizzo dello strumento dell'audizione (19 casi) che, benché

per certi aspetti possa rendere più onerosa, sia per i soggetti coinvolti che per la Commissione, la fase istruttoria, risulta molto efficace sul piano della precisione e della completezza delle informazioni ottenibili.

Il contenuto dell'informazione privilegiata rilevato in corrispondenza di presunti illeciti non mostra, a differenza di quanto accaduto in passato, una tipologia prevalente (Tav. V.2).

In particolare, le 7 segnalazioni in cui è stata configurata una ipotesi di reato riguardano: una conversione obbligatoria di azioni di risparmio in azioni ordinarie, un'offerta pubblica di acquisto, un'integrazione societaria, un annuncio di risultati economici positivi inattesi, una revisione di un accordo contrattuale, un'innovazione di prodotto e, infine, un caso di front running, *che si aggiunge ai due segnalati nel 2001 e a quello segnalato nel 2000 (Riquadro 7).*

TAV. V.2

TIPOLOGIA DELLE INFORMAZIONI PRIVILEGIATE NELLE SEGNALAZIONI ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA IN CUI SI IPOTIZZA IL REATO DI *INSIDER TRADING*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
MUTAMENTO DEL CONTROLLO - OPA	7	13	13	6	9	1
RISULTATI ECONOMICI - SITUAZIONE PATRIMONIALE E FINANZIARIA	4	1	4	1	--	1
OPERAZIONI SUL CAPITALE - FUSIONI - SCISSIONI	2	3	3	3	2	2
ALTRE	3	--	2	7[1]	3[2]	3[1]
TOTALE	*16*	*17*	*22*	*17*	*14*	*7*

[1] Di cui 1 per ipotesi di *front running*. [2] Di cui 2 per ipotesi di *front running*.

RIQUADRO 7

Una fattispecie di abuso di informazione privilegiata: il front running

L'espressione *front running* indica l'abuso di mercato che ricorre quando l'informazione privilegiata è rappresentata dalla prossima immissione sul mercato di un ordine di acquisto o di vendita idoneo a influenzare il prezzo di uno strumento finanziario. Si consideri, ad esempio, il caso di un intermediario che abbia ricevuto da un cliente un cospicuo ordine di acquisto di uno strumento finanziario che, per le caratteristiche intrinseche dell'ordine stesso (la dimensione, il limite di prezzo, etc.), è probabile che produrrà un significativo aumento dei prezzi. L'intermediario, o, come capita più di frequente, un dipendente dello stesso, commette l'abuso di *front running* se anticipa con acquisti in conto proprio l'esecuzione dell'ordine del cliente,

riservandosi di vendere dopo che l'attesa variazione positiva del prezzo abbia avuto luogo.

Il profitto che può essere conseguito con tale strategia non è di solito particolarmente elevato, sia perché le variazioni prodotte dall'ordine di cui si intende abusare sono di rado superiori a uno o due punti percentuali sia perché i quantitativi oggetto della strategia devono essere sensibilmente inferiori alla dimensione dell'ordine *price-sensitive*. Ciò nondimeno, la ripetizione sistematica di tali abusi consente la realizzazione di profitti consistenti. Nel caso di *front running* segnalato all'Autorità Giudiziaria nel corso del 2002, il negoziatore risulta aver guadagnato circa € 100.000 in meno di un mese.

Il *front running* sembra relativamente diffuso fra i negoziatori, cioè fra i dipendenti degli intermediari addetti all'esecuzione degli ordini della clientela istituzionale (compagnie di assicurazione, fondi comuni di investimento, clientela istituzionale estera, etc.). I negoziatori hanno spesso il potere di curare in autonomia l'esecuzione dell'ordine del cliente e, nel far questo, possono incrociare adeguatamente le proposte di negoziazione immesse per conto del cliente con le proposte di negoziazione strumentali alla chiusura della posizione che essi stessi avevano precedentemente aperto. Tornando all'esempio iniziale, il negoziatore, dopo aver effettuato acquisti in conto proprio sulla base della conoscenza dell'ordine del cliente, può incrociare le proposte di acquisto immesse sul mercato per conto del cliente stesso con le proprie proposte di vendita e, specie se il titolo è poco liquido, può scegliere prezzi sufficientemente alti.

La Commissione ha riscontrato in passato casi di *front running* anche da parte di dipendenti di società quotate o investitori istituzionali incaricati di trasmettere gli ordini agli intermediari negoziatori, ovvero di decidere gli investimenti di portafoglio.

Il danno che il *front running* arreca alla credibilità del mercato è evidente e si coglie principalmente attraverso l'esame intragiornaliero dei corsi e, in particolare, della volatilità. Gli intermediari sono dunque in grado di individuare tali pratiche e di replicarle. La recente direttiva sugli abusi di mercato esprime in modo esplicito il divieto del *front running*, benché si ritenga che la condotta fosse implicitamente vietata sia dalla precedente Direttiva sull'*insider trading* sia dall'art. 180 del Tuf.

Il *front running* configura anche una violazione delle regole di correttezza dell'intermediario verso il cliente. Vietare tale condotta solo con riferimento agli obblighi di correttezza, così come avviene ad esempio nell'ordinamento britannico, risulta tuttavia alquanto limitativo, in quanto non consente di perseguire il *front runner* che operi tramite conti aperti presso intermediari diversi da quello di cui è dipendente, ovvero su strumenti finanziari diversi da quello oggetto dell'ordine del cliente ma il cui prezzo dipende dal prezzo di quest'ultimo (ad esempio, uno strumento finanziario derivato).

Per questi motivi, la Commissione mira ad accertare le condotte di *front running* avendo riguardo sia ai profili penali relativi agli abusi di mercato, sia ai profili amministrativi attinenti alla violazione delle regole di condotta degli intermediari. L'attività di indagine viene comunque condotta con una procedura finalizzata a contenere i costi per gli intermediari coinvolti, evitando duplicazioni di richieste.

Considerato il danno di reputazione, diversi intermediari si sono organizzati per

prevenire e individuare i casi di *front running*. La *best practice* richiede ai dipendenti degli intermediari di non operare su propri conti aperti presso altri intermediari o, eventualmente, di segnalare alla struttura di controllo interno dell'intermediario le eventuali operazioni. Inoltre, per evitare che il dipendente negoziatore conferisca ordini a altri intermediari mentre svolge il suo lavoro o comunichi l'informazione privilegiata a terzi, viene richiesto che nelle sale operative degli intermediari siano utilizzati solo i telefoni fissi, che permettono di registrare e se necessario controllare le conversazioni. Attraverso la struttura di controllo interno, l'intermediario può dunque individuare *ex-post* casi di *front running* esaminando le controparti delle operazioni eseguite da ciascun negoziatore. Un elevato numero di negoziazioni effettuate dalla postazione di un dipendente negoziatore con un altro intermediario, non molto attivo sul mercato, segnala l'opportunità di approfondimenti tesi a verificare se dietro la controparte si celi lo stesso dipendente.

Nel corso del 2002 sono stati segnalati all'Autorità Giudiziaria 9 casi di ipotesi di aggiotaggio. Di questi, uno concerne la divulgazione di notizie false, relative all'intento, solo dichiarato, di acquisire la maggioranza del capitale di una società quotata. Gli altri 8 casi riguardano ipotesi di manipolazione operativa.

Nel dettaglio, in 3 casi la manipolazione operativa è consistita in operazioni su titoli azionari attuate per incidere sull'esercizio di opzioni collegate a obbligazioni reverse convertible*; in 2 casi si è trattato di operazioni, che hanno avuto una notevole influenza sui prezzi di diversi titoli, finalizzate allo scambio di pacchetti azionari tra fondi di investimento gestiti dalla stessa società di gestione del risparmio; in un caso, l'operatività è stata mirata a produrre la diminuzione del prezzo di uno strumento finanziario derivato nell'ultimo giorno di negoziazione dell'anno 2001; in un altro caso la strategia manipolativa, indirizzata a ottenere un sensibile calo delle quotazioni di uno strumento finanziario, si è sviluppata in un periodo di alcune settimane, con operazioni concentrate alla fine delle singole giornate; infine, un caso ha riguardato operazioni simulate che hanno alterato significativamente i volumi degli scambi di più titoli quotati al Nuovo Mercato.*

I soggetti segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate sono stati 105 (Tav. aV.2); di questi, circa la metà risulta coinvolta in due segnalazioni di ipotesi di reato. Tra i soggetti segnalati, prevale al pari degli anni precedenti la categoria degli *insiders* secondari e dei *tippees* (69), costituita da coloro che hanno presumibilmente operato sulla base di informazioni trasmesse da *insiders* istituzionali, seguiti dagli operatori esteri (21), dagli intermediari autorizzati (14) e infine da un solo *insider* istituzionale.

Con riferimento agli accertamenti in tema di aggiotaggio, sono stati segnalati 24 soggetti all'Autorità Giudiziaria (contro i 4 del 2001). Di questi, 18 risultano essere dipendenti di

intermediari autorizzati, 2 sono soggetti con partecipazioni al capitale o con funzioni direttive all'interno di società quotate e 4 sono operatori esteri.

Infine, nel corso del 2002 sono stati notificati alla Commissione, in qualità di parte offesa, 10 avvisi di richieste di archiviazione formulate dal Pubblico Ministero a conclusione delle indagini preliminari concernenti ipotesi di *insider trading* segnalate dalla Consob (Tav. V.3).

Relativamente alle motivazioni di tali richieste, in 2 casi è stata rilevata l'estinzione del reato per prescrizione; in un caso il Pubblico Ministero non ha ravvisato la sussistenza della informazione privilegiata; in due casi il Pubblico Ministero ha rilevato la mancanza di collegamento tra l'informazione privilegiata e i soggetti che hanno operato in borsa, e nei restanti 5 sono stati ritenuti insufficienti gli elementi probatori necessari a supportare la tesi accusatoria.

TAV. V.3

ESITI DELLE RELAZIONI INVIATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA

	1991-1998	1999	2000	2001	2002
ARCHIVIAZIONE	11	10	6	12	10
ARCHIVIAZIONE PARZIALE	--	1	4	1	--
RICHIESTA DI RINVIO A GIUDIZIO	6	2	2	3[1]	2
SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO	3	1	3	2	--
SENTENZA DI CONDANNA	2	--	--	1[1]	2[2]
SENTENZA DI ASSOLUZIONE	--	1	--	--	--
SENTENZA DI NON LUOGO A PROCEDERE	--	1	--	--	--
SENTENZA DI ESTINZIONE DEL REATO PER PRESCRIZIONE	--	--	1	--	2
TOTALE	*22*	*16*	*16*	*19*	*16*

[1] La sentenza di primo grado è stata impugnata. [2] Alcuni imputati sono stati assolti.

Nel 2002 si sono avute 2 importanti sentenze di condanna (per *insider trading* e per aggiotaggio) emesse a conclusione di altrettanti procedimenti in cui la Consob era intervenuta nel 2001 come ente rappresentativo degli interessi lesi.

Il primo giudizio, definito con sentenza del Tribunale di Brescia in data 25 giugno 2002, ha tratto origine da una segnalazione inviata nel 1999 alla Procura della Repubblica presso detto Tribunale in merito a un'ipotesi di *insider trading* concernente operazioni di acquisto effettuate sui

titoli Cantieri Metallurgici Italiani (CMI) nei giorni antecedenti la pubblicazione di due notizie privilegiate.

In particolare, il Tribunale ha condannato uno degli imputati, quale insider *secondario, per la violazione dell'art. 180, comma 1, lettera a), del Tuf, per aver acquistato un ingente quantitativo di azioni CMI essendo in possesso di informazioni privilegiate; tali informazioni furono ottenute da un altro imputato condannato, quale* insider *primario, per la violazione della lett. b) del art. 180 , del Tuf, per aver comunicato al primo imputato notizie riservate concernenti i propri programmi di acquisizione della IIL (costituenda società, derivante dalla scissione della CMI spa) prima che dette notizie fossero rese note al mercato. Le pene inflitte agli imputati sono state, rispettivamente, di 8 e 6 mesi di reclusione e 100.000 euro di multa ciascuno, senza sospensione condizionale della pena. Nei confronti di entrambi sono state altresì disposte talune pene accessorie, tra le quali l'interdizione dai pubblici uffici, dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese, nonché l'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione.*

Il secondo giudizio, definito nel corso del 2002 con sentenza di condanna emessa l'11 dicembre 2002 dal Tribunale di Milano, assume particolare rilievo in quanto rappresenta la prima sentenza in Italia che si pronuncia sulla riconducibilità di alcune operazioni di borsa alla fattispecie degli "altri artifici" prevista, in tema di manipolazione dei corsi di strumenti finanziari, originariamente dall'art. 5 della legge 157/1991, successivamente dall'art. 181 del Tuf e ora, a seguito della novella operata dal d.lgs. 61/2002, dall'art. 2637 c.c. (aggiotaggio),

La novità della sentenza sta nel fatto di aver considerato come pratica manipolativa una serie coordinata di operazioni di per sé lecite, caratterizzate però dal requisito dell'artificiosità, ossia dall'idoneità, per le modalità e i termini di esecuzione, ad alterare il libero e spontaneo processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

Queste manovre in sé non fraudolente, ma oggettivamente idonee a falsare il corretto funzionamento del mercato, sono comunemente definite con il termine di Trade Based Manipulation. *Tali operazioni a differenza di quelle simulate, parimenti previste dalla norma incriminatrice nazionale, sono operazioni effettive e non apparenti; esse, per la dinamica e le caratteristiche con cui sono poste in essere, sono mirate ad alterare artificiosamente il prezzo e dunque a distorcere la funzione allocativa e segnaletica del mercato.*

Ai sensi dell'art. 187 del Tuf, l'Istituto esercita, nei procedimenti penali per ipotesi di *insider trading* e aggiotaggio su strumenti finanziari, i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato.

Al fine di esercitare le prerogative attribuite dalla legge, la Consob interviene in tali procedimenti mediante deposito, all'udienza preliminare o nelle fasi preliminari al dibattimento, degli atti di rito ai sensi dell'art. 93 c.p.p.. L'attività di sostegno tecnico al ruolo della pubblica accusa viene espletata nel prosieguo del procedimento con il deposito di memorie tecnico-giuridiche e con l'esercizio delle facoltà di cui all'art. 505 c.p.p.. Tale disposizione riconosce agli enti rappresentativi degli interessi lesi dal reato la possibilità di formulare, tramite il giudice, domande ai testimoni, ai periti, ai consulenti tecnici e alle parti private sottoposte a esame, e di chiedere l'ammissione di nuovi mezzi di prova utili all'accertamento dei fatti.

Nel corso del 2002 la Commissione è intervenuta, in qualità di ente rappresentativo degli interessi lesi, in 2 procedimenti penali di cui uno risultava ancora in corso alla fine del 2002 e l'altro si è concluso in data 12 luglio 2002, con sentenza di non luogo a procedere nei confronti degli imputati per estinzione dei reati loro ascritti dovuta a prescrizione (Tav. V.4)

TAV. V.4

INTERVENTI DELL'ISTITUTO IN PROCEDIMENTI PENALI RELATIVI A REATI DI INSIDER TRADING E AGGIOTAGGIO

ANNI	INTERVENTI	REATO[1]	ESITO AL 31 DICEMBRE 2001[2]
1996	1	INSIDER TRADING	PATTEGGIAMENTO
1997	1	»	SENTENZA DI PROSCIOGLIMENTO PER PRESCRIZIONE[3]
	1	»	SENTENZA DI ASSOLUZIONE
	1	»	PATTEGGIAMENTO
	1[2]	INSIDER TRADING E AGGIOTAGGIO	IN CORSO; SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO PER UN SOLO SOGGETTO
1998	1	»	IN CORSO
1999	1	»	SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO PER 4 SOGGETTI; SENTENZA DI CONDANNA PER 2 SOGGETTI
2000	1	»	IN CORSO[4]
	1	AGGIOTAGGIO	IN CORSO[5]
2001	3	»	1 SENTENZA DI CONDANNA; SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO PER GLI ALTRI 2 PROCEDIMENTI
	2	INSIDER TRADING	1 SENTENZA DI CONDANNA; 1 SENTENZA DI PROSCIOGLIMENTO PER PRESCRIZIONE
2002	2	INSIDER TRADING	1 IN CORSO; 1 SENTENZA DI PROSCIOGLIMENTO PER PRESCRIZIONE

[1] *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, ora art. 180 del Tuf; aggiotaggio: art. 5, legge 157/1991, ora art. 181 del Tuf., ora art. 2637 c.c.. [2] Il procedimento è stato avviato anche per il reato di ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob in materia di *insider trading* (art. 8, comma 2, legge 157/1991). [3] Il procedimento è tuttora in corso con riguardo ad altre ipotesi di reato. [4] In un caso l'intervento era già stato proposto nel 1999, ma a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l'intervento nel corso del 2000. [5] In tale procedimento la Consob nel 2001 si è costituita parte civile.

Detto procedimento traeva origine da una relazione, originariamente inviata nel 1996 alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Ravenna, concernente un'ipotesi di insider trading. *Dal procedimento, originariamente incardinato presso il Tribunale di Ravenna (conclusosi nel 2000), erano state*

stralciate, e rinviate per competenza territoriale alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano, le posizioni di alcuni imputati.

Le società di gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel mese di marzo 2002, sono entrate in vigore le Istruzioni di vigilanza, contenute nel provvedimento emanato il 24 gennaio 2002 congiuntamente dalla Commissione e dalla Banca d'Italia, destinate alle società di gestione dei mercati regolamentati, di sistemi di gestione accentrata di strumenti finanziari, di sistemi di compensazione e garanzia, nonché di servizi di liquidazione. Tali Istruzioni individuano il *corpus* normativo integrato degli adempimenti che, in conformità alle previsioni della parte III del Tuf, i soggetti menzionati sono tenuti a rispettare in ragione dell'attività svolta.

I soggetti vigilati hanno ottemperato nei termini agli adempimenti previsti, inviando la documentazione richiesta. La maggior parte delle comunicazioni ha riguardato informazioni relative alle sedute dei Consigli di amministrazione e dei relativi temi in discussione, nonché i verbali assembleari. Tutte le società vigilate hanno puntualmente inviato i bilanci dell'esercizio sociale 2001 e, qualora dovute, le modifiche intervenute nella compagine azionaria.

L'introduzione delle Istruzioni e il corretto e puntuale rispetto degli obblighi ivi contenuti, benché al primo anno di applicazione, hanno consentito l'avvio di un flusso informativo funzionale non solo all'esercizio dell'attività di vigilanza, bensì anche a un più intenso e costante contatto con le società vigilate. Ciò ha permesso uno scambio di opinioni tra Autorità e soggetti vigilati sulle problematiche connesse all'evoluzione delle caratteristiche del contesto operativo e sulle soluzioni più idonee a tutelare gli interessi del mercato.

Al fine di rendere possibile la realizzazione del progetto di introduzione delle funzionalità di controparte centrale nei mercati gestiti da Mts spa, la Commissione ha modificato il Regolamento 11768/1998 in materia di mercati e ha altresì rilasciato la propria intesa alla Banca d'Italia relativamente all'emanazione del Provvedimento dei sistemi di garanzia, all'approvazione del regolamento operativo della Cassa di Compensazione e Garanzia per i mercati gestiti da Mts spa, alla designazione della Cassa di Compensazione e Garanzia quale sistema ai sensi del d.lgs. 210/2001. Inoltre, congiuntamente alla Banca d'Italia, ha firmato un apposito *Memorandum of understanding* con le Autorità francesi responsabili della supervisione di Clearnet.

Il 18 febbraio 2002, Mts spa, la Cassa di Compensazione e Garanzia e Clearnet hanno firmato una lettera di intenti allo scopo di introdurre le funzionalità di controparte centrale nei mercati gestiti da Mts spa. Il servizio di controparte centrale sarà offerto da Cassa di Compensazione e Garanzia e da Clearnet; le due controparti centrali hanno iniziato a operare il 16 dicembre 2002. L'introduzione della controparte centrale nei mercati a pronti riflette un orientamento sempre più seguito nella prassi internazionale (Riquadro 8).

Il progetto prevede che l'utilizzo della funzionalità di controparte centrale sia, almeno in una prima fase, volontario. In caso di adesione, ciascun aderente ha la facoltà di scegliere tra le due controparti centrali partecipanti all'iniziativa. Tale scelta non può essere fatta transazione per transazione, bensì in via sistematica. La garanzia della controparte centrale si avrà esclusivamente per i contratti tra due operatori che si avvalgono, entrambi, di una delle due controparti centrali; in caso contrario il contratto continuerà a essere non garantito.

Dal punto di vista del trading, *l'introduzione della funzionalità di controparte centrale non ha comportato alcuna modifica: il sistema di negoziazione garantisce l'anonimato e un* book *unico sia per le transazioni garantite che per quelle non garantite, senza segmentazione della liquidità. A livello di* post-trading, *se la transazione viene effettuata tra due aderenti a una delle due controparti centrali, il sistema mantiene l'anonimato anche dopo la conclusione del contratto, mentre se almeno una delle due controparti non aderisce a una controparte centrale, il contratto non è garantito e l'identità delle controparti viene rilevata.*

La Cassa di Compensazione e Garanzia e Clearnet utilizzano un unico sistema di marginazione e un'unica struttura tariffaria. Ciascuna controparte centrale richiama i margini ai propri aderenti. Per consentire agli aderenti di Mts la scelta della controparte centrale e quindi garantire le transazioni tra due operatori non aderenti alla stessa controparte centrale, ciascuna controparte centrale aderisce all'altra in qualità di "partecipante speciale". Ciascuna controparte centrale calcola e richiama i margini all'altra per coprire il rischio reciproco.

Con riferimento alle istruzioni di regolamento, la liquidazione dei titoli continua a ricevere i saldi bilaterali reciproci tra gli operatori contraenti di operazioni non garantite da una delle due controparti centrali. Relativamente alle operazioni garantite, poiché ciascuna controparte centrale compensa acquisti e vendite con un medesimo operatore, la liquidazione dei titoli riceve i saldi bilaterali tra ciascuna delle controparti centrali e gli operatori contraenti di operazioni garantite. Ciò significa che ci sono istruzioni di regolamento, quelle appunto relative alle operazioni garantite, in cui le controparti centrali si trovano a debito o a credito. Se tutti gli operatori sono adempienti, il saldo complessivo delle controparti centrali in liquidazione, a debito o a credito, è comunque pari a zero.

RIQUADRO 8

L'introduzione delle controparti centrali nei mercati a pronti

L'utilizzo delle controparti centrali, con funzioni di compensazione e di garanzia dal rischio di controparte, è stato tradizionalmente limitato ai mercati derivati. Negli ultimi anni, molti mercati a pronti hanno optato per l'introduzione di una controparte centrale. La raccomandazione n. 4 del Rapporto sui sistemi di regolamento della *Task Force* CPSS-IOSCO indica che l'introduzione di una controparte centrale deve essere preceduta da un'analisi costi-benefici.

In generale, i benefici relativi alle controparti centrali sono riconducibili a quattro aspetti. Il primo riguarda l'eliminazione, o quantomeno la minimizzazione, del rischio di controparte: tale beneficio risulta di particolare rilievo per i sistemi di contrattazione elettronici che non consentono la selezione della controparte con cui negoziare; esso è inoltre ritenuto essenziale per attirare operatori stranieri, con evidenti vantaggi in termini di incremento della liquidità del mercato. Si ricorda, poi, l'anonimato delle transazioni, particolarmente apprezzata nei mercati in cui la maggioranza degli operatori negozia in proprio. Seguono infine la riduzione del numero di operazioni da regolare attraverso il *netting* e l'eventuale minore assorbimento del patrimonio di vigilanza degli intermediari per le operazioni garantite dalle controparti centrali (laddove previsto nelle regole di vigilanza).

Tra i costi si possono menzionare, anzitutto, il costo opportunità dei margini versati dagli aderenti alla controparte centrale, per esempio in conseguenza di una remunerazione a tassi minori rispetto a quelli di mercato; tali costi, direttamente proporzionali ai margini versati, sono necessari al fine di avvicinarsi quanto più possibile all'ipotesi di eliminazione del rischio di controparte, a evitare cioè che il rischio di controparte non sia semplicemente traslato dalle controparti originarie alla controparte centrale. È opportuno ricordare anche i costi di funzionamento della controparte centrale, inclusi quelli di adeguamento delle procedure interne degli intermediari, e i relativi profitti. In quest'ultimo caso, l'inclusione dei profitti della controparte centrale tra i costi non tiene conto della possibile coincidenza, almeno parziale, tra azionisti della controparte centrale e aderenti alla stessa; inoltre, dai profitti si intendono esclusi i proventi finanziari netti, i quali risultano compresi, in prima approssimazione, nei costi finanziari derivanti dal versamento dei margini da parte degli aderenti.

Relativamente al rischio di controparte, va sottolineato che nei sistemi di liquidazione DVP (*Delivery versus Payment*) tale rischio è limitato al *replacement cost risk*; infatti, poiché in tali sistemi, tra i quali vi è anche quello italiano, il trasferimento dei titoli è condizionato al trasferimento del contante e viceversa, il rischio (*principal risk*) di perdere il capitale è eliminato. Il *replacement cost* è il costo derivante dalla riesecuzione della transazione. Esso quindi dipende dalla probabilità di insolvenza delle controparti di mercato e dal rischio di mercato, ossia dalla variabilità dei prezzi del mix di strumenti finanziari acquistati o venduti. La probabilità di insolvenza è a sua volta legata, *coeteris paribus*, alla lunghezza del ciclo di regolamento (perché è in questo intervallo che il manifestarsi di un'insolvenza può avere effetti sulle controparti di mercato); il rischio di mercato dipende invece dalla tipologia di strumenti finanziari

(titoli di stato, azioni, etc.) e dalla lunghezza del ciclo di regolamento, dato che la variabilità totale dipende dal tempo.

Una misura di riduzione dei rischi è rappresentata dalla riduzione dell'intervallo di regolamento, visto che il *replacement cost risk* è funzione non solo della variabilità intrinseca degli strumenti negoziati, ma anche dalla lunghezza dell'intervallo di regolamento, che influenza sia la probabilità di insolvenza che il rischio di mercato.

Nel corso del 2002 la Commissione ha approvato alcune modifiche ai regolamenti dei singoli mercati gestiti da Borsa Italiana spa.

Per quanto riguarda il mercato dei *covered warrants*, le innovazioni più rilevanti concernono l'esplicita differenziazione dei *certificates* rispetto ai *covered warrants*, l'individuazione dei requisiti delle merci quali attività sottostanti, il prezzo di liquidazione in caso di esercizio anticipato; la revisione periodica degli impegni di quotazione da parte dell'emittente sui propri *covered warrants* e *certificates*; la possibilità di liquidare gli strumenti finanziari anche attraverso sistemi di liquidazione esteri; la riduzione del requisito di durata minima dei *covered warrants* e la possibilità di liquidare tali prodotti anche in sistemi di liquidazioni esteri.

L'autonoma identificazione dei certificates, *ossia degli strumenti che replicano linearmente l'andamento di un'attività sottostante, rispetto ai* covered warrants, *ai quali erano in passato assimilati, risponde allo sviluppo dell'offerta registrato negli ultimi anni. Tale differenziazione è stata accompagnata dall'introduzione di un apposito segmento nel mercato dei* covered warrants, *che si affianca a quelli già esistenti relativi ai* covered warrants "Plain-vanilla", *"strutturati/esotici" e "*Benchmark".

Sono state inoltre introdotte le modalità di fissazione del prezzo di liquidazione nel caso di esercizio anticipato di covered warrant *o* certificates *con sottostante azioni italiane negoziate nei mercati gestiti da Borsa Italiana, limitando così la discrezionalità degli emittenti che erano tenuti a seguire una previsione analoga solo per i casi di liquidazione a scadenza.*

È stata poi prevista una procedura di esclusione di covered warrants *e* certificates *su richiesta dell'emittente nel caso in cui questi abbia conseguito il possesso di tutti i titoli emessi e si sia verificata l'assenza di scambi dalla data di avvio delle negoziazioni.*

*Infine, è stato previsto che gli obblighi di quotazione, stabiliti in fase di ammissione alla quotazione, a carico degli emittenti-*market makers *sui propri* covered warrants *e* certificates *siano rivisti almeno due volte l'anno. Tali obblighi, e in particolare il quantitativo minimo delle proposte da esporre sul mercato, potranno pertanto essere adeguati ai mutamenti delle condizioni di mercato che si dovessero verificare durante la vita degli strumenti.*

Con riferimento al mercato Idem, la Commissione ha dato il proprio assenso all'introduzione di una nuova disciplina degli obblighi degli operatori *market makers*.