L'avvio nel corso del 2002 di una nuova piattaforma tecnologica di negoziazione del mercato Idem ha consentito alla Borsa Italiana di rivedere complessivamente la disciplina degli obblighi di market making. *Di rilievo è l'introduzione di due distinte categorie di* market maker *con obblighi differenziati di quotazione: da un lato* market makers *con obblighi di quotazione continuativa, dall'altro* market makers *con obblighi di sola risposta alle richieste di quotazione. Tale differenziazione è stata accompagnata da una riformulazione degli obblighi di quotazione; tra questi si segnalano le nuove misure di* bid-ask spread *massimo consentito, ora distinte per i contratti di opzione sulla base dei livelli di prezzo dell'attività sottostante, e l'aggiornamento* intra-day *delle serie su cui sono posti gli obblighi di quotazione, al fine di tener conto di eventuali rilevanti oscillazioni dei prezzi sottostanti durante la seduta di negoziazione.*

Sono state inoltre approvate le modifiche regolamentari relative all'avvio delle negoziazioni sull'Idem di contratti *future* su singoli titoli azionari; tale iniziativa si inquadra in un contesto competitivo caratterizzato da una ampia offerta di *single-stock future* da parte di quasi tutti i principali mercati derivati internazionali (Riquadro 9).

Il 22 luglio 2002, la Borsa Italiana ha avviato le negoziazioni sull'Idem di contratti future *sui titoli Enel, Eni, Telecom Italia, TIM, Unicredito, ai quali si sono aggiunti dal 20 gennaio 2003 contratti sui titoli Generali, STMicroelectronics. Il contratto proposto dalla Borsa Italiana risulta per le sue caratteristiche in linea con quelli già offerti all'estero. In particolare, le attività sottostanti sono azioni ammesse a quotazione in Borsa o nel Nuovo Mercato, per un numero pari a quello previsto per i rispettivi contratti di opzione. I contratti prevedono la consegna fisica dei titoli azionari sottostanti e il prezzo di* settlement *è stabilito pari al prezzo di apertura del titolo azionario il giorno di scadenza. Sono previste quattro scadenze trimestrali (Marzo, Giugno, Settembre, Dicembre) e due mensili, con giorno di scadenza fissato al terzo venerdì del mese e ultimo giorno di negoziazione al giorno precedente. I* market makers *sono tenuti a quotare in via continuativa con obbligo di* spread *denaro-lettera.*

RIQUADRO 9

I contratti future su singoli titoli azionari

I contratti *future* su singoli titoli azionari costituiscono una nuova tipologia di strumenti derivati azionari, offerti dai maggiori mercati regolamentati internazionali, che si aggiungono a *future* e opzioni su indici azionari e opzioni su singoli titoli.

A differenza dei *future* su indici, che permettono di operare strategie esclusivamente a livello di mercato complessivo, il nuovo prodotto consente di effettuare strategie a termine su singoli titoli, quali ad esempio operazioni di copertura su singole azioni. I *future* su azioni costituiscono inoltre un'alternativa all'investimento diretto nel mercato azionario. Si pensi, ad esempio, alla possibilità di operare strategie di *short selling* semplicemente aprendo una posizione "corta" sul *future*, senza necessità di vendere allo scoperto il titolo azionario e ricorrere a complicate e costose operazioni di prestito titoli. Il meccanismo della marginazione tipica dei contratti *future* e il conseguente effetto leva che ne deriva costituiscono, inoltre, un incentivo a operare

strategie di investimento speculative tramite tali contratti anziché tramite i titoli azionari. I contratti *future* sui titoli rappresentano uno strumento complementare ai contratti di opzione eventualmente negoziati sui titoli stessi per operare strategie di copertura. Infine, motivazioni di carattere fiscale possono costituire, laddove vi siano differenziazioni di trattamento, un vantaggio a favore dell'operatività in *future* rispetto a quella a pronti.

Tra i primi a offrire questi nuovi prodotti, il LIFFE (*London International Financial Future and Option Exchange*) ha avviato nel gennaio 2001 le negoziazioni degli *Universal Stock Future*, contratti aventi a oggetto un ampio spettro di azioni, non solo domestiche, ma anche di società europee e americane. Tale iniziativa è stata poi seguita dagli altri principali mercati di derivati sia in Europa (Spagna, Portogallo, Olanda) che nel resto del mondo (Hong Kong, Canada, Australia).

Una scelta diversa è stata invece operata dall'Eurex, il mercato nato dall'iniziativa della *Deutsche Börse*, il quale ha lanciato, in alternativa ai *single-stock future*, le cosiddette *Low Exercise Price Options* (LEPO). Tali prodotti sono contratti di opzione che, avendo un prezzo di esercizio minimo (un euro), replicano nella sostanza il funzionamento di un contratto *future* sulla base dello stesso meccanismo utilizzato per i *covered warrant benchmark*, nei quali, tuttavia, il prezzo di esercizio è pari a zero. Infatti, se nella formula di *pricing* di una opzione viene posto il prezzo di esercizio pari a zero (o di importo minimo) il valore di una *call* è pari (o prossimo) al valore del sottostante a scadenza, ovvero il prezzo *future* dell'attività sottostante.

Le negoziazioni dei future su singoli titoli azionari sono state consentite anche nei mercati statunitensi solo a partire dal 1° aprile 2002, superando così il divieto imposto per un lungo periodo per motivi di tutela degli investitori. In particolare, il Congresso degli Stati Uniti d'America ha approvato il 14 dicembre 2000 il "*Commodity Future Modernization Act* (CFMA)" che, tra l'altro, ha previsto la possibilità di negoziare i cosiddetti "*security future products* (SFP)", includendo sotto tale categoria sia i contratti *future* su singoli titoli che quelli su indici azionari cosiddetti *narrow based*, cioè costituiti da un ristretto numero di componenti. Una particolarità delle nuova legislazione è costituita dalla natura attribuita agli SFP: il CFMA ha infatti ricompreso tali prodotti sia nella categoria dei titoli azionari che in quella degli strumenti derivati. Tale modifica legislativa ha alimentato un notevole interesse verso i nuovi prodotti. Ciò è testimoniato dagli accordi di *joint-venture* per il lancio di *single-stock future* da parte del Liffe e del Nasdaq, con la creazione di *Nasdaq Liffe Markets* (NQLX), e da parte dei tre principali mercati derivati americani, il *Chicago Mercantile Exchange*, il *Chicago Board Options Exchange* e il *Chicago Board of Trade*, la cui iniziativa è stata denominata *OneChicago*.

Le caratteristiche contrattuali dei *future* su azioni negoziati nei principali mercati derivati internazionali sono tra loro omogenee. La modalità di liquidazione (consegna fisica a scadenza dei titoli azionari sottostanti ovvero liquidazione del differenziale monetario) costituisce tuttavia un elemento di distinzione tra i vari prodotti offerti. In linea generale, si osserva una preferenza per la consegna fisica, mentre la liquidazione monetaria è normalmente preferita alla prima per i contratti aventi oggetto titoli azionari non domestici, liquidati e accentrati in sistemi esteri. Si noti, tuttavia, che il LIFFE ha previsto il *cash settlement* anche per i *future* su titoli inglesi, mentre lo spagnolo MEFF offre la possibilità ai contraenti di richiedere, in sostituzione, la liquidazione monetaria per tutti i titoli.

PRINCIPALI CARATTERISTICHE DEI CONTRATTI *FUTURE* SU SINGOLI TITOLI AZIONARI

MERCATO	LIQUIDAZIONE	GIORNO DI SCADENZA	TITOLI SOTTOSTANTI	NUMERO TITOLI SOTTOSTANTI
LIFFE (REGNO UNITO)	DIFF. MONETARIO	VARIA IN RELAZIONE ALLA NAZIONALITÀ DEI TITOLI AZIONARI	23 AZ. DOMESTICHE 78 AZ. EUROPEE 20 AZ. AMERICANE	100 AZIONI (1000 PER LE AZIONI ITALIANE)
SFE (AUSTRALIA)	CONSEGNA FISICA	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA	11 AZ. DOMESTICHE	1000 AZIONI (SALVO UN TITOLO 200)
SAFEX (SUD AFRICA)	CONSEGNA FISICA	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA	60 AZ. DOMESTICHE	100 AZIONI
MEFF (SPAGNA)	CONSEGNA FISICA (POSSIBILE OPTARE PER IL DIFF. MONETARIO)	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA	9 AZ. DOMESTICHE	100 AZIONI
OM (NORVEGIA)	CONSEGNA FISICA	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA	40 AZ. DOMESTICHE	100 AZIONI
BVLP (PORTOGALLO)	CONSEGNA FISICA	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA	7 AZ. DOMESTICHE	100 AZIONI
AEX (OLANDA)	CONSEGNA FISICA	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA	10 AZ. DOMESTICHE	100 AZIONI
HKFE (HONG KONG)	DIFF. MONETARIO	ULTIMO GIORNO DEL MESE DI SCADENZA	29 AZ. DOMESTICHE	DA 100 A 2000 AZIONE
MONTREAL EXCHANGE (CANADA)	CONSEGNA FISICA PER I FUTURE SU TITOLI DOMESTICI E DIFF. MON. PER I FUTURE SU TITOLI ESTERI	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA PER I TITOLI DOMESTICI E GIORNO DI SCADENZA DEL CORRISPONDENTE FUTURE SULL'INDICE NAZIONALE PER I TITOLI STERI	1 AZ. DOMESTICA	100 AZIONI

Nel 2002, la Commissione ha approvato alcune modifiche al Regolamento del mercato delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati gestito da Mts spa. L'Istituto ha inoltre fornito il parere di competenza al Ministero dell'economia con riferimento alle modifiche regolamentari del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato gestito da Mts spa.

Nel corso dell'anno si è assistito a un ulteriore sviluppo dei sistemi di scambi organizzati, dovuto sia all'aumento della presenza nel settore di intermediari finanziari, anche esteri, sia al miglioramento della qualità dei servizi offerti. Diversi organizzatori hanno infatti intrapreso attività di trasformazione delle piattaforme informatiche e di diversificazione del servizio offerto alla

clientela, avendo riguardo anche a una maggiore efficienza e adeguatezza dell'informazione sulle caratteristiche degli strumenti finanziari negoziati.

La Commissione, consapevole del contributo che i sistemi di scambi organizzati possono apportare alla trasparenza e alla liquidità del mercato, nonché alla qualità del processo di formazione dei prezzi, ha indirizzato alle società che gestiscono sistemi di scambi organizzati richieste di dati e notizie, volte ad acquisire informazioni specifiche sulle modalità di funzionamento, sulla struttura organizzativa, sulle reali modalità di esecuzione delle operazioni, nonché sull'identità dei soci e degli organi societari.

Sempre nell'ambito dell'attività di vigilanza, la Commissione ha vietato gli scambi organizzati di strumenti finanziari effettuati in un sistema gestito da una società a responsabilità limitata. Il provvedimento trae origine dalle risultanze di accertamenti dai quali emergeva che il sistema, nella sua effettiva operatività, non era in possesso di alcuno dei requisiti minimi di trasparenza e di regolarità di funzionamento e che, in sostanza, esercitava l'attività attraverso modalità difformi da quelle contenute nelle regole di funzionamento trasmesse alla Consob e diffuse al pubblico in ottemperanza agli obblighi regolamentari. La stessa società era stata oggetto, nel 2001, di un provvedimento di sospensione a tempo indeterminato limitatamente agli scambi sul sistema relativi a due titoli azionari, sulla base del pregiudizio alla tutela degli investitori che in un sistema di scambi organizzati deriva dall'assenza di regole e procedure adeguate per l'ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari, nonché di strumenti informativi idonei ad assicurare in ogni momento il regolare e trasparente processo di formazione dei prezzi.

Le società di gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel corso del 2002, la Commissione ha verificato le modificazioni statutarie effettuate da Borsa Italiana spa a seguito dell'acquisizione della Monte Titoli spa, già partecipata con una quota pari al 4,1 per cento. Tale operazione è stata perfezionata nel corso del secondo semestre dell'anno. Ai fini dell'acquisto dell'intero capitale sociale, è stata proposta un'offerta mista caratterizzata dalla possibilità, per gli azionisti della Monte Titoli, di ricevere azioni nuove emesse da Borsa Italiana fino al limite del 65 per cento e di cedere le restanti per contanti. L'integrazione muove dall'opportunità per Borsa Italiana di concentrare in un unico soggetto le attività di *trading* e *post-trading*, rafforzando in tal modo il proprio ruolo nel processo di consolidamento dei mercati borsistici europei e sfruttando al massimo le potenzialità del nuovo sistema di regolamento Express II.

A seguito delle valutazioni effettuate dai rispettivi advisors, *il prezzo delle azioni di Monte Titoli spa è stato fissato in 16,4 euro, con un valore di concambio pari a 0,275, contro i 14,18 euro del prezzo medio ponderato di aggiudicazione delle azioni di Monte Titoli stabilito in occasione della vendita da parte della Banca d'Italia, nel dicembre 2000, della propria partecipazione. Alla data del 15 luglio 2002, termine ultimo*

per l'accettazione dell'offerta, risultavano adesioni da parte dei soci della Monte Titoli rappresentanti un numero di azioni pari al 94,56 per cento del capitale della società. Il 50,6 per cento del capitale della Monte Titoli è stato ceduto in cambio di azioni della Borsa Italiana, mentre il 43,9 per cento è stato ceduto per contanti. A conclusione dell'offerta, la partecipazione totale di Borsa Italiana in Monte Titoli risulta pari al 98,7 per cento del capitale.

Nel mese di settembre, l'assemblea di Borsa Italiana spa, al fine di perfezionare l'operazione, ha deliberato l'aumento del proprio capitale per complessivi 1.158.179,36 euro mediante l'emissione di 2.227.268 nuove azioni ordinarie Borsa Italiana spa da 0,52 euro nominali ciascuna, con un sovrapprezzo di 58,3436 euro per azione, da liberarsi tramite il conferimento in natura di azioni ordinarie Monte Titoli.

La modifica di alcune clausole statutarie, quali l'aumento del limite per l'esercizio del diritto di voto (dal 7,5 al 10 per cento) e la riduzione della percentuale di possesso azionario necessaria per la presentazione di liste per la nomina del Consiglio di amministrazione (dal 6,5 al 5 per cento), completano il quadro degli interventi societari resisi necessari per la realizzazione del progetto.

Con l'acquisizione della Monte Titoli si è realizzato un allargamento della base azionaria di Borsa Italiana tramite l'ingresso di nuovi soci con quote complessivamente pari al 3 per cento. Si è anche avuto un incremento della partecipazione dei quattro grandi gruppi bancari azionisti delle due società e una contestuale diluizione delle quote detenute da altri azionisti. Va inoltre segnalato che nel mese di dicembre 2002 sono state effettuate ulteriori operazioni di cessione e acquisizione di partecipazioni nella Borsa Italiana spa da parte di alcuni azionisti della società di gestione.

In particolare, nella settimana dal 23 al 31 dicembre 2002 sono state cedute complessivamente 2.574.394 azioni, pari al 15,86 per cento del capitale sociale della società. Le maggiori variazioni sono relative alla partecipazione di IntesaBci, che ha ridotto la sua quota di capitale della società di gestione dal 15,85 al 4,94 per cento, e quella di Capitalia, scesa dall'8,02 al 5 per cento. Tra gli acquirenti, si segnalano la Banca Monte dei Paschi di Siena (che ha incrementato la propria partecipazione dal 7,03 al 10,36 per cento) e Unicredito Italiano (passata dal 7,79 all'11,11 per cento), che risultano a oggi i due maggiori azionisti della società.

VI. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Le banche, le Sim e gli agenti di cambio

Come negli anni precedenti, l'attività di vigilanza su banche, Sim e agenti di cambio ha tratto frequentemente origine, oltre che dalle risultanze dell'attività ispettiva, dagli esposti trasmessi dagli investitori, il cui numero è risultato in crescita del 23 per cento circa rispetto all'anno 2001 (Tav. VI.1).

In termini assoluti, il numero dei reclami pervenuti è stato pari a 1.030, di cui l'82 per cento circa riferito alle banche e la parte restante a Sim, agenti di cambio e Sgr. La ripartizione degli esposti per singoli servizi di investimento rivela che il 63 per cento dei reclami si riferisce ai servizi di negoziazione e raccolta ordini, con lamentele che hanno riguardato per il 50 per cento circa l'informativa preventiva su strumenti finanziari e per il 30 per cento circa l'esecuzione ordini. Tali lamentele sono presenti anche nel 75 per cento circa degli esposti riguardanti il servizio di collocamento. Inoltre, relativamente al servizio di gestione di patrimoni, come avvenuto per l'anno 2001, assumono un peso rilevante le contestazioni legate al rispetto del contratto di gestione da parte degli intermediari. Infine, 107 esposti, di cui 75 riferiti al servizio di negoziazione, 20 al servizio di collocamento e 12 al servizio di gestione, hanno riguardato lamentele relative alla mancata consegna agli investitori della documentazione richiesta e al mancato riscontro dei reclami presentati agli intermediari.

Nel corso del 2002 la Commissione ha deliberato l'avvio di verifiche ispettive nei confronti di tre Sim, due banche e un agente di cambio, oltre a tre Sgr (Tav. aVI.1). Gli accertamenti invece iniziati nel 2002 stati 11, in quanto oltre alle verifiche ispettive deliberate nel 2002 sono state avviate ulteriori 2 verifiche presso Sim deliberate nel 2001. Le verifiche ispettive concluse nel 2002 sono state complessivamente 12. Di queste, 4 eseguite presso Sim, 3 presso banche, 4 presso Sgr, e una presso un agente di cambio.

Il campo d'indagine delle verifiche ispettive avviate nel corso del 2002 è stato focalizzato sull'assetto organizzativo-procedurale e sull'operatività posta in essere dai soggetti ispezionati. Alcune verifiche invece hanno presentato un più ampio ambito di indagine, volto ad accertare il livello di conformità alla normativa di riferimento dell'operatività dell'intermediario.

Nel corso del 2002, la Commissione ha condotto un'attenta azione di vigilanza volta ad accertare la frequenza di applicazione delle commissioni di movimentazione nell'attività di gestione su base individuale, dopo aver ampiamente chiarito che un criterio di remunerazione del gestore basato sul numero e/o sul controvalore delle operazioni disposte per conto del gestito non si pone in linea con l'ordinamento vigente, e in particolare con il dovere di evitare, per quanto possibile, conflitti di interesse con la clientela.

Avvalendosi della collaborazione delle società incaricate della revisione contabile degli intermediari, sono stati raccolti dati riguardanti circa 130 fra imprese di investimento e banche operative nella gestione

individuale. Dinnanzi a casi che configuravano il possibile mancato adeguamento a quanto prescritto, è stato necessario un supplemento di istruttoria attraverso specifiche richieste di dati e notizie direttamente agli intermediari.

TAV. VI.1

ESPOSTI DEGLI INVESTITORI

OGGETTO DELL'ESPOSTO	BANCHE		SIM[1] E AGENTI DI CAMBIO		SGR		TOTALE	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
NEGOZIAZIONE E RACCOLTA ORDINI								
INFORMATIVA PREVENTIVA SU STRUMENTI FINANZIARI	37	314	1	8	—	—	38	322
ONERI COMMISSIONALI	1	5	--	--	—	—	1	5
OPERAZIONI NON ADEGUATE SENZA PREVENTIVA CONFERMA DEL CLIENTE	52	44	13	9	—	—	65	53
ESECUZIONE ORDINI	94	173	15	21	—	—	109	194
ALTRO	22	66	7	6	—	—	29	72
GESTIONE DI PATRIMONI								
INFORMATIVA PREVENTIVA SU CARATTERISTICHE GESTIONE	15	7	2	3	10	17	27	27
RISPETTO DEL CONTRATTO/ REGOLAMENTO DI GESTIONE	80	40	45	33	27	26	152	99
RENDIMENTI INSODDISFACENTI	10	4	1	1	8	35	19	40
ALTRO[2]	236	108	1	2	1	4	238	114
COLLOCAMENTO E OFFERTA FUORI SEDE								
ASSEGNAZIONE LOTTO PRENOTATO O ORDINATO	1	14	--	3	—	—	1	17
RAPPRESENTAZIONE CARATTERISTICHE PRODOTTI/SERVIZI	43	34	4	6	—	—	47	40
ESECUZIONE DISPOSIZIONI	28	28	10	11	—	—	38	39
IPOTESI DI ATTIVITÀ ABUSIVA	10	--	15	1	—	—	25	1
ALTRO	21	7	7	--	—	—	28	7
TOTALE	*650*	*844*	*121*	*104*	*46*	*82*	*817*	*1.030*

[1] Sono incluse le società fiduciarie. [2] Il dato comprende numerosi reclami pervenuti nei confronti di un unico intermediario con riferimento ad una fattispecie non inquadrabile nelle altre voci della tabella.

Alla luce dei dati raccolti, e tenuto conto del diverso grado di criticità riscontrato, sono stati assunti provvedimenti ingiuntivi nei confronti di 2 intermediari, ordini di convocazione del consiglio di amministrazione di 11 intermediari (la riunione è stata convocata affinché fossero assunte le deliberazioni necessarie per procedere all'eliminazione delle commissioni di movimentazione, al più tardi, entro il 31 dicembre 2002) e richieste di conferma dell'intervenuta eliminazione delle commissioni di movimentazione ad altri 14 intermediari. Tutti gli operatori interessati hanno dichiarato di essersi adeguati alle indicazioni fornite.

Nel vigilare sul processo di adempimento, la Commissione ha anche avuto modo di segnalare le necessarie cautele dinnanzi a schemi operativi alternativi prospettati da alcuni operatori. Così, l'attivazione o lo sviluppo, da parte del medesimo gestore, del servizio di "ricezione e trasmissione ordini" a cui la separata struttura di gestione farebbe pervenire (con relativo addebito al cliente gestito di tale "passaggio") gli ordini, per il successivo inoltro all'intermediario negoziatore, pur non essendo di per sé vietato, può essere giustificato solo quando realizzi un effettivo valore aggiunto rispetto a quanto già rientrante nell'obbligazione del gestore. Inoltre, non basta denominare "spese" quelle che fossero nella sostanza "commissioni di movimentazione" per realizzare il rispetto delle regole vigenti. Si è ribadito al riguardo che "spese" in senso proprio possono essere definite solo quelle consistenti in voci dipendenti da fattori esterni al servizio di gestione tipicamente inteso, quali, ad esempio, le spese per spedizioni postali, e le commissioni pagate al negoziatore per l'esecuzione degli ordini.

Con riferimento alle segnalazioni di ipotesi di reato concernenti l'intermediazione mobiliare, nel corso del 2002 sono state segnalate all'Autorità giudiziaria 17 ipotesi di abusivismo (Tav. VI.2), delitto sanzionato *ex* art. 166 del Tuf, in tutti i casi riferite ad attività svolte attraverso mezzi di comunicazione a distanza (rete internet). È stata, inoltre, segnalata un'ipotesi di gestione infedele di cui all'art. 167 del Tuf. In seguito ad accertamenti di vigilanza svolti nei confronti di due banche e un agente di cambio sono stati, infine, trasmessi, 3 rapporti all'Autorità giudiziaria relativi a circostanze riconducibili al reato di confusione di patrimoni, previsto all'art. 168 del Tuf.

TAV. VI.2

IPOTESI DI REATO CONCERNENTI L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA[1]

TIPOLOGIA DI REATO	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ABUSIVO ESERCIZIO SERVIZI DI INVESTIMENTO	28	6	10	7	11	17
GESTIONE INFEDELE	2	--	--	--	--	1
CONFUSIONE DI PATRIMONI	2	5	1	6	1	3

[1] Escluse le ipotesi di reato segnalate a carico di promotori finanziari.

Il sistema di indennizzo operante in Italia per i crediti derivanti dalla prestazione di servizi di investimento e per quelli derivanti dalla custodia e amministrazione di strumenti finanziari, rappresentato dal Fondo nazionale di garanzia (originariamente istituito dall'art.15 della legge 1/1991, riconosciuto *ex lege* dall'art. 62 del d.lgs. 415/1996 e successivamente dalle norme del Tuf) ha proseguito la nuova gestione avviata, ai sensi dell'art. 59 del Tuf, con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1 febbraio 1998 (Tav. VI.3).

TAV. VI.3

INTERVENTI DEL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2002)

		SIM	AGENTI DI CAMBIO	*TOTALE*
INSOLVENZE[1]	1997	4	1	*5*
	1998	2	3	*5*
	1999	1	1	*2*
	2000	1	--	*1*
	2001	1	--	*1*
	2002	--	2	*2*
	TOTALE INSOLVENZE	*9*	*7*	*16*
DI CUI CON AVVENUTO DEPOSITO DELLO STATO PASSIVO		*9*	*7*	*16*
NUMERO CREDITORI AMMESSI		933	847	1.780
IMPORTO CREDITI AMMESSI[2]		1.744	26.077	47.821
INTERVENTI DEL FONDO[3]		*4.928*	*10.320*	*15.248*

Fonte: Elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. [1] Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. [2] Valori in migliaia di euro, al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. [3] Interventi correlati ai crediti iscritti, di cui circa 147.000 euro accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso. Valori in migliaia di euro.

In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per 16 casi di insolvenza (9 Sim e 5 agenti di cambio), dei quali 2 dichiarati nel 2002 e relativi ad agenti di cambio. Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero del tesoro, disciplinata dal regime anteriore al Tuf (Tav. aVI.2); essa riguarda 25 insolvenze con stato passivo depositato anteriormente al 1° febbraio 1998.

Nel corso del 2002 la Consob ha trasmesso al Ministero dell'Economia il parere di propria competenza circa un progetto di modifica dello Statuto, approvato nella seduta del Comitato di Gestione del Fondo nazionale di garanzia, tenutasi il 18 giugno 2002. Nello stesso periodo sono stati resi, inoltre, i pareri relativi ai due aggiornamenti semestrali dei piani triennali della gestione speciale. Sempre con riferimento alle insolvenze anteriori al 1° febbraio 1998, la Commissione ha provveduto a rilasciare al Ministero dell'Economia parere favorevole circa una proroga triennale della gestione speciale (al 30 giugno 2005) e ha risposto al Fondo in merito a un quesito circa le condizioni di configurabilità degli obblighi contributivi degli intermediari nei confronti della gestione speciale.

Nel corso del 2002 la Commissione è stata impegnata nella gestione dell'albo delle Sim e delle fiduciarie. È proseguita infatti la tendenza ormai pluriennale al decremento dei soggetti iscritti nell'albo (passati da 162 nel 2001 a 158 nel 2002; Tav. aVI.3). La causa principale di tale fenomeno è da ricercare nella congiuntura negativa dei mercati finanziari; infatti, fra le cause di cancellazione più frequenti vi è la liquidazione volontaria (5 casi), nonché il mancato esercizio dei servizi di investimento autorizzati. Si rileva, altresì, il rallentamento rispetto al 2001, dei processi di trasformazione in banca o Sgr (4 nel 2002 a fronte di 13 nel 2001). La riduzione del numero di soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento continua a interessare, peraltro, anche gli intermediari bancari, il cui numero è passato da 753 a 725 nel corso del 2002.

Le società di gestione collettiva del risparmio

Nel corso del 2002 è proseguita l'azione di vigilanza avente a oggetto le società di gestione del risparmio con patrimonio in gestione di ridotte dimensioni. Tale azione, avviata nel 2001, aveva evidenziato la necessità di un rafforzamento dei presidi organizzativi e procedurali con particolare riguardo ai meccanismi decisionali e di controllo dell'attività di *asset management*. Dalle ulteriori indagini condotte è emerso un complessivo sforzo organizzativo teso ad adeguare la struttura e le procedure interne alle previsioni della regolamentazione vigente.

La persistenza di problematiche concernenti l'assetto organizzativo di alcune Sgr ha reso necessaria l'attivazione di strumenti di vigilanza graduati in funzione delle peculiari situazioni organizzative delle stesse. In particolare, si è fatto ricorso alla vigilanza ispettiva per una sola società mentre, nella gran parte dei casi, sono stati attivati i poteri di indirizzo di cui all'art. 7, comma 1, lett. a) e b) Tuf, al fine di indurre gli organi aziendali a esaminare le criticità evidenziate e a individuare le risorse organizzative atte al loro superamento.

L'attività di vigilanza ha evidenziato carenze organizzative nei presidi di struttura preordinati al controllo dell'attività di investimento anche in società caratterizzate da un'elevata massa gestita. In taluni casi la sostanziale destrutturazione del processo decisionale di investimento e l'inadeguatezza del sistema dei controlli interni, agevolando comportamenti tesi allo "sfruttamento" delle asimmetrie informative, hanno avuto un impatto sulle modalità di prestazione del servizio

gestorio in termini di indebolimento dei requisiti di correttezza formale e sostanziale. In tali, casi la Commissione ha avviato procedimenti sanzionatori che si sono conclusi con proposte di irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie.

In alcuni casi, nei gruppi bancari è stato rilevato un sostanziale accentramento in capo a un unico soggetto dell'intera attività decisionale relativa alla definizione delle strategie generali d'investimento per tutte le società di gestione del risparmio operanti all'interno del gruppo. Tale accentramento non è stato assistito dalla predisposizione dei necessari presidi di controllo da parte del delegante, che spesso non ha neppure utilizzato le forme legali previste dall'ordinamento.

Gran parte delle società di gestione sottoposte ad azione di vigilanza hanno posto in essere significativi sforzi organizzativi finalizzati all'innalzamento dell'efficacia dei sistemi di monitoraggio dei rischi operativi della complessiva attività gestionale.

L'azione di vigilanza della Commissione nel corso del 2002 si è concentrata anche sulla complessa materia della gestione di fondi mobiliari chiusi. In particolare, la gestione di simili fondi da parte di Sgr facenti parte di un gruppo bancario pone problemi di conflitti d'interessi, estrinsecantesi nella possibile esistenza di rapporti di finanziamento o partecipazione tra le società in cui il fondo investe (che per loro natura sono non quotate) e la banca controllante la società di gestione. Nell'effettuazione delle operazioni di investimento in società non quotate da parte di fondi mobiliari chiusi, la Commissione ha ritenuto in ogni caso necessario che la decisione d'investimento si fondi sul presupposto dell'esistenza di *set* informativi adeguati, autonomamente elaborati dal gestore.

I promotori finanziari

Intensa è stata anche l'attività di vigilanza svolta nei confronti dei promotori finanziari, oltre che quella relativa alla tenuta del relativo albo. Infatti, nel corso del 2002 il numero degli iscritti all'albo dei promotori finanziari è cresciuto ulteriormente. Al 31 dicembre 2002, risultavano iscritti 66.743 promotori finanziari, a fronte dei 59.610 iscritti alla data del 31 dicembre 2001 (Tav. VI.4). Anche il numero delle cancellazioni (pari a 2.201) è cresciuto rispetto a quello dell'anno precedente (pari a 1.182). Le cancellazioni per perdita dei requisiti sono state 3, quelle per omesso pagamento del contributo di vigilanza 958, quelle a domanda dell'interessato 1.088 e 94 quelle per decesso.

L'azione di vigilanza ha preso le mosse, come nei precedenti anni, sia da segnalazioni provenienti da investitori e intermediari sia da irregolarità emerse a seguito di verifiche ispettive effettuate presso gli intermediari, e ha dato luogo a numerosi provvedimenti sanzionatori e cautelari.

TAV. VI.4

ISCRIZIONI E CANCELLAZIONI DALL'ALBO DEI PROMOTORI

ANNI	PROMOTORI ISCRITTI ALL'ALBO[1]	ENTRATE[2]	USCITE[2]	*TURNOVER*[3]
1995	25.902	4.512	1.344	14,8
1996	27.105	3.236	1.443	6,9
1997	27.994	2.922	1.961	3,5
1998	33.063	6.358	1.402	17,7
1999	42.810	10.383[4]	1.278	27,5
2000	49.856	8.774	1.085	18,0
2001	59.610	11.001[5]	1.182	19,7
2002	66.743	9.300	2.201	11,9

[1] Al 31 dicembre di ogni anno. [2] Nel dato non sono considerati i provvedimenti di revoca di precedenti delibere di iscrizione e cancellazione. [3] Rapporto tra le nuove iscrizioni all'albo al netto delle cancellazioni e il totale degli iscritti all'albo nell'anno precedente. Valori in percentuale. [4] Di cui 1.800 iscritti di diritto ai sensi dell'art. 3 del d.m. 322/1997. [5] Di cui 2.100 iscritti di diritto ai sensi dell'art. 3 del d.m. 472/1998.

VII. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

Nel corso del 2002 la Commissione ha concluso 27 procedimenti sanzionatori ai sensi degli artt. 190 e 195 d.lgs. 58/1998, nei confronti di esponenti aziendali di intermediari del mercato mobiliare per violazioni della disciplina di settore (Tav. aVII.1). Sono state proposte sanzione amministrative pecuniarie nei confronti di soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e dipendenti di 12 Sim, 5 banche, 5 Sgr e 5 agenti di cambio. Per ciò che riguarda le Sgr, è da segnalare che la Commissione è per la prima volta intervenuta in tema di correttezza comportamentale e procedurale nei confronti di tali soggetti, portando fra l'altro a compimento alcuni procedimenti sanzionatori avviati nel corso del 2001.

Complessivamente, i soggetti per i quali è stata proposta l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie nel 2002 sono stati 318 e l'importo complessivo delle sanzioni proposte al Ministero dell'economia è stato pari a circa 3,2 milioni di euro (contro 1,2 milioni di euro nel 2001).

Le ipotesi di violazione sono state imputate in massima parte agli organi sociali amministrativi e di controllo. Infatti, le anomalie maggiormente ricorrenti hanno riguardato profili direttamente riconducibili alla sfera di competenza propria degli amministratori e dei sindaci, in quanto fondate su disfunzioni di carattere generale. Infatti, le ipotesi di violazione riscontrate si riferiscono frequentemente a carenze procedurali relative ad aspetti istituzionali, ovvero a comportamenti irregolari caratterizzati da una particolare diffusività e persistenza, in quanto derivanti da anomalie nella generale gestione e controllo dell'attività dell'intermediario.

Gran parte delle contestazioni hanno riguardato aspetti relativi alla strutturazione e controllo della rete di distribuzione dei prodotti e servizi di investimento, al rispetto del principio della separazione patrimoniale, allo svolgimento dei servizi di investimento a distanza tramite la rete internet ed all'accesso diretto ai mercati da parte della clientela tramite postazioni interconnesse. A tale ultimo proposito, si evidenzia come la problematica dell'interconnessione abbia formato oggetto, nel corso del 2002, di un intervento da parte della Borsa Italiana Spa finalizzato a garantire l'ordinato svolgimento delle negoziazioni sui mercati da questa gestiti.

Nel caso di Sim e Sgr, le contestazioni che più frequentemente hanno dato origine a procedimenti sanzionatori hanno riguardato violazioni di carattere procedurale, mentre nel caso di banche e agenti di cambio le contestazioni hanno riguardato con maggiore frequenza violazioni di carattere comportamentale (Tav. VII.1).

Oltre alle proposte di irrogazione di sanzioni pecuniarie, la Commissione ha adottato provvedimenti cautelari nei confronti di 3 agenti di cambio (Tav. aVII.2). In 2 casi nel corso del 2002 si sono succeduti i provvedimenti di sospensione, commissariamento e cancellazione, mentre,

nel terzo caso, il provvedimento di cancellazione ha fatto seguito ad un provvedimento di commissariamento assunto nel 2001.

TAV. VII.1

SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE PROPOSTE ED IRROGATE NEI CONFRONTI DI ESPONENTI AZIENDALI DI INTERMEDIARI
(2002)

	SIM		BANCHE		AGENTI DI CAMBIO		SGR	
	N.	IMPORTI	N.	IMPORTI	N.	IMPORTI	N.	IMPORTI
ESPONENTI AZIENDALI								
AMMINISTRATORI ESECUTIVI	34	404,3	18	108,3	4	106,5	12	382,6
AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI	67	405,6	40	242,7	--	--	30	371,3
PRESIDENTE COLLEGIO SINDACALE	1	120,6	4	27,6	--	--	4	71,6
ALTRI SINDACI	25	196,2	12	65,7	--	--	8	109,4
DIRETTORE GENERALE	7	86,2	3	25,1	--	--	3	34,0
CONTROLLER	12	87,6	4	42,8	1	21,5	--	--
DIPENDENTI	5	18,6	9	45,1	1	7,5	4	178,0
TOTALE	*161*	*1.319,0*	*90*	*557,3*	*6*	*135,5*	*61*	*1.146,9*
SANZIONI PROPOSTE ED IRROGATE NEL 2002								
PROPOSTE	81	523,8	56	137,9	5	108,3	52	913,9
IRROGATE	81	523,8	56	137,9	5	108,3	52	913,9
TIPOLOGIA DI VIOLAZIONE								
PROCEDURALE	354	837,4	162	351,4	13	62,6	131	770,1
COMPORTAMENTALE	205	551,8	187	336,0	23	80,7	49	572,6

[1] Valori in migliaia di euro. [2] Il totale differisce dai precedenti per effetto dell'applicazione del cumulo giuridico e il numero si riferisce al numero di violazioni commesse dagli esponenti aziendali.

Per ciò che riguarda invece i promotori finanziari, la Commissione ha adottato 134 provvedimenti sanzionatori e 31 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività; altri 110 procedimenti si sono conclusi con l'archiviazione. Sono state inoltre trasmesse 72 segnalazioni all'Autorità giudiziaria relative ad ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore finanziario (Tav. VII.2).

TAV. VII.2

PROVVEDIMENTI NEI CONFRONTI DEI PROMOTORI E SEGNALAZIONI ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA

TIPO DI PROVVEDIMENTO	1997	1998	1999	2000	2001	2002
SANZIONI						
RICHIAMO	8	11	2	21	29	33
RADIAZIONE DALL'ALBO	39	86	70	49	36	58
SOSPENSIONE DALL'ALBO A TEMPO DETERMINATO	5	73	51	73	48	37
SANZIONE AMMINISTRATIVA PECUNIARIA	--	--	4	26	15	6
PROVVEDIMENTI CAUTELARI						
SOSPENSIONE DELL'ATTIVITÀ A TEMPO DETERMINATO	64[1]	76[1]	74	39	50	31
TOTALE	*116*	*246*	*201*	*208*	*178*	*165*
SEGNALAZIONI ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA	*58*	*137*	*106*	*134*	*72*	*72*

[1] Il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, del d.lgs. 415/1996 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55, comma 2, del Tuf.

La complessiva diminuzione dei provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari (da 178 del 2001 a 165 del 2002), che peraltro è coerente con la linea di tendenza manifestatasi negli ultimi anni, sembrerebbe correlata, oltre che alla flessione complessiva dell'attività di intermediazione finanziaria registrata nel corso del 2002, all'accresciuta maturità del settore, alla maggiore efficacia degli strumenti di controllo predisposti dagli intermediari e, presumibilmente, anche ad una più efficace diffusione delle informazioni circa l'applicazione delle sanzioni adottate dalla Commissione nei confronti dei promotori.

Nel 2002 si è registrato tuttavia un incremento dei provvedimenti sanzionatori più gravi (le radiazioni sono aumentate di oltre il 61 per cento, passando da 36 nel 2001 a 58 nel 2002). Tale fenomeno appare connesso, in particolare, ad isolati comportamenti illeciti relativi ad un'operatività – per così dire – "parallela", posta in essere dal promotore al di fuori del mandato conferitogli, incominciata nel periodo di particolare euforia del mercato borsistico e che poi è venuta alla luce essenzialmente a causa della perdurante congiuntura negativa del mercato. Nell'emersione di questi, sia pur limitati, casi, va sottolineato anche il ruolo attivo svolto dagli investitori, che hanno di frequente segnalato agli intermediari mandanti ed all'Autorità di vigilanza i comportamenti anomali dei promotori. Risultano sensibilmente diminuite invece le sospensioni cautelari (da 50 del 2001 a 31 nel 2002), le sospensioni sanzionatorie (da 48 del 2001 a 37 nel 2002) e le sanzioni pecuniarie (da 15 del 2001 a 6 del 2002).

Al fine di restituire valutazioni eque e coerenti all'interno del singolo procedimento sanzionatorio e tra i diversi procedimenti sanzionatori e al fine di assicurare, quindi, una attività di

enforcement omogenea nel tempo, la Commissione si è avvalsa, nel corso dell'anno 2002, di un modello logico-matematico per la determinazione delle sanzioni nei confronti degli intermediari.

I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

Nel 2002 la Commissione è stata impegnata in una intensa attività di *enforcement* della regolamentazione in materia di sollecitazione e informativa societaria. La Commissione ha formulato 37 proposte di irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie al Ministero dell'Economia (36 nel 2001) e l'importo complessivo delle sanzioni proposte è stato pari a 2,1 milioni di euro (0,9 nel 2001); gli esponenti aziendali nei cui confronti è stata proposta l'irrogazione di sanzioni sono stati 85, contro i 44 del 2001 (Tav. VII.3).

Le irregolarità più frequentemente contestate, sia in termini di numero di casi che di importo complessivo delle sanzioni proposte, hanno riguardato la violazione della normativa sulla sollecitazione all'investimento. In alcuni di questi casi, oltre alle proposte di irrogazione di sanzioni pecuniarie, la Commissione ha provveduto a sospendere in via cautelare o a vietare operazioni di sollecitazione effettuate in violazione delle norme stabilite dal Tuf. In un caso l'offerta aveva ad oggetto azioni di una Sicav estera, mentre in un altro l'offerta aveva ad oggetto prodotti finanziari di un'impresa di investimento estera. In altri otto casi le offerte sospese o vietate avevano ad oggetto azioni di società non quotate italiane ed estere e titoli atipici.

Per ciò che riguarda l'informativa societaria, 11 casi su 12 hanno riguardato contestazioni relative alla mancata o ritardata comunicazione di notizie price sensitive, *mentre in un caso la Commissione ha proposto l'irrogazione di sanzioni nei confronti dei sindaci di un emittente quotato per non aver tempestivamente comunicato alla Commissione stessa diverse irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza (art. 149, comma 3, del Tuf).*

I pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni da parte della Commissione di violazioni della disciplina relativa alla sollecitazione e all'informativa societaria sono stati 91 (77 nel 2001) e hanno riguardato 90 soggetti (95 nel 2001). L'importo complessivo dei pagamenti in misura ridotta è stato pari a 1,5 milioni di euro (1,2 nel 2001) (Tav. VII.4).

Gran parte dei casi in cui si è avuto il pagamento in misura ridotta hanno riguardato l'omessa o ritardata comunicazione di partecipazioni rilevanti. A fronte dell'accertato incremento di tali violazioni, nel dicembre del 2002, la Commissione, tramite il proprio sito internet, ha richiamato gli operatori al puntuale adempimento degli obblighi fissati della normativa in materia dettata dal Tuf. Per ciò che riguarda l'informativa societaria, invece, i pagamenti in misura ridotta hanno riguardato casi di mancato o ritardato invio alla Commissione di documentazione contabile o di relazioni illustrative riguardanti assemblee straordinarie da parte degli amministratori di emittenti quotati.