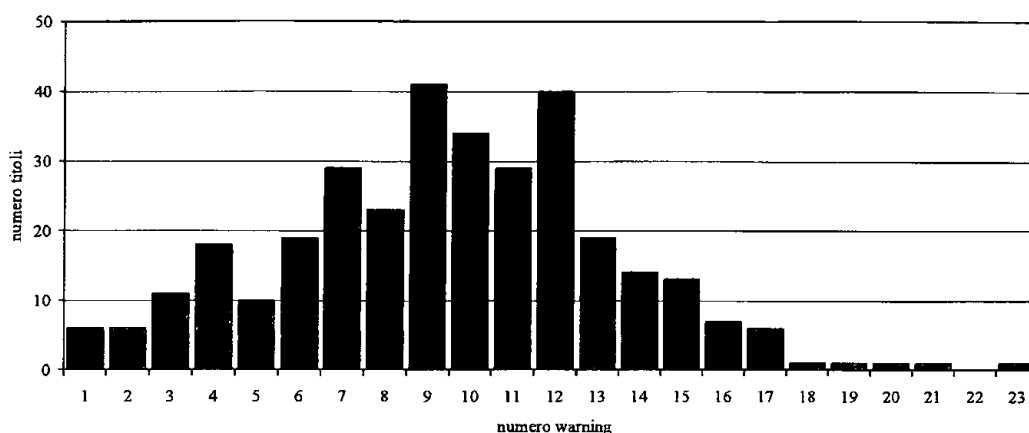


Distribuzione dei titoli azionari quotati per numero di *warning* generati nel 2005

Tali dati devono essere valutati alla luce del fatto che il sistema rileva tramite i *warning* tutte le cosiddette *micro-failure* del mercato, sia quelle indotte da fenomeni fisiologici (quali, ad esempio, la diffusione di notizie *price-sensitive*), sia quelle generate da fenomeni di *market abuse*. Ciò implica che larga parte dei *warning* è da ricondurre alla dinamica dell'informativa di mercato, ovvero a particolari situazioni congiunturali. Inoltre, nell'esperienza di vigilanza della Consob è emerso che più *warning* sono generalmente riconducibili a un singolo caso di indagine. Dei *warning* che residuano da tale primo *screening* si devono poi filtrare ulteriormente quelli che hanno richiesto approfondimenti di altra natura ma che non hanno comportato l'apertura di una istruttoria. Infine, dei *warning* che hanno comportato l'apertura di un'istruttoria solo una parte — completati gli accertamenti del caso — potrà determinare un'ipotesi sanzionatoria.

Ai sensi del previgente art. 187 del Tuf, nei procedimenti penali per ipotesi di *insider trading* e aggio-taggio la Consob esercitava i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato. Il nuovo art. 187-*undecies* (introdotto dalla legge 18 aprile 2005, n. 62, che ha recepito in Italia la direttiva sugli abusi di mercato), nel confermare (comma 1) la suddetta facoltà, ha altresì previsto espressamente (comma 2) la facoltà della Consob di costituirsi parte civile nei relativi procedimenti penali. La disposizione di cui al citato comma 1 ha, peraltro, portata ricognitiva di una facoltà discendente dall'applicazione del principio generale ex artt. 185 c.p. e 74 c.p.p. Di carattere innovativo è per contro la seconda parte della norma, che ha introdotto speciali criteri di determinazione del danno, che devono tenere “comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato”.

La legittimazione della Consob a costituirsi parte civile ha ricevuto, peraltro, un espresso riconoscimento da parte della giurisprudenza. Da ultimo, il Tribunale di Milano ha infatti affermato che “La

norma di cui all'art. 2637 c.c. è posta a tutela della regolare formazione dei prezzi degli strumenti finanziari e, quindi, della regolarità dell'andamento dei mercati finanziari e a tutela della stabilità del sistema bancario. Tenuto conto che la Consob è preposta alla tutela degli interessi del pubblico risparmio nel settore del mercato finanziario è ipotizzabile, ove siano posti in essere comportamenti volti, mediante le modalità di cui all'art. 2637 c.c., a turbare o alterare la regolarità del mercato finanziario, la sussistenza di danno in capo alla Commissione" (*ordinanza del 25 gennaio 2005, resa nell'ambito del processo Parmalat*). Tale impostazione è stata sostanzialmente confermata dal Tribunale di Milano con successive ordinanze rese in data 21 settembre e 19 dicembre 2005, nonché dal Tribunale di Brescia con ordinanza del 3 marzo 2005.

Al fine istituzionale di perseguire la tutela dell'interesse all'efficiente funzionamento del mercato, nel corso del 2005, la Consob si è costituita parte civile in 8 nuovi procedimenti penali per *insider trading* (3 casi) e *aggiotaggio* (5 casi), mentre in un caso, ove è stata configurata un'ipotesi di violazione dell'art. 180, comma 2, del Tuf, successivamente depenalizzato per effetto della legge n. 62/2005, la Consob ha presenziato come ente rappresentativo degli interessi lesi dal reato (Tav. 43). Nella maggior parte di detti procedimenti, la Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni, all'esito dell'attività di vigilanza svolta.

Tav. 43

Interventi dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e *aggiotaggio*

Interventi		Reato ¹	Esito al 31 dicembre 2005
1996	1	Insider trading	patteggiamento
1997	1	Insider trading	sentenza di proscioglimento per prescrizione ²
	1	Insider trading	sentenza di assoluzione
	1	Insider trading	patteggiamento
1998	1	Insider trading e aggiotaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione
1999	1	Insider trading e aggiotaggio	sentenza di patteggiamento per 4 soggetti; sentenza di condanna per 2 soggetti
2000	1	Insider trading e aggiotaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione ³
	1	Aggiotaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione ⁴
2001	3	Aggiotaggio	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
2003	1	Insider trading	in corso
2004	1	Insider trading	in corso
	2	Aggiotaggio	in corso ^{4,5}
			1 sentenza di patteggiamento
2005	9	Insider trading e aggiotaggio	in corso ⁶
			2 sentenze di patteggiamento;
			3 sentenze di non luogo a procedere ^{6,7}

¹ *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; *aggiotaggio*: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. ² Il procedimento è tuttora in corso con riguardo ad altre ipotesi di reato. ³ L'intervento era già stato proposto nel 1998, ma a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l'intervento nel corso del 2000. ⁴ In tali procedimenti la Consob si è costituita parte civile. ⁵ Uno di tali procedimenti è stato avviato anche per il reato di false comunicazioni e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.). ⁶ Nel corso del 2005, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in un caso. ⁷ In un procedimento è stata formulata sentenza di non luogo a procedere per il reato di aggiotaggio, ma il processo prosegue per il reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.).

Nel corso del 2005 si sono registrate 5 archiviazioni (di cui una parziale) disposte dall'Autorità Giudiziaria in merito a casi di abuso di mercato ipotizzati della Consob con apposite relazioni; nel 2005 si sono avuti, inoltre, 9 rinvii a giudizio, 3 sentenze di condanna e altrettante di patteggiamento (Tav. 44).

Tav. 44

Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di *insider trading* e aggio

	Archiviazione	Archiviazione parziale	Richiesta di rinvio a giudizio	Sentenza di patteggiamento	Sentenza di condanna	Sentenza di assoluzione	Sentenza di non luogo a procedere	Sentenza di estinzione del reato per prescrizione	Totale
1991-1997	7	--	5	2	2	--	--	--	16
1998	4	--	1	1	--	--	--	--	6
1999	10	1	2	1	--	1	1	--	16
2000	6	4	2	3	--	--	--	1	16
2001	12	1	3 ¹	2	1 ¹	--	--	--	19
2002	10	--	2	--	2 ²	--	--	2	16
2003	16	--	--	--	--	--	--	1	17
2004	2	1	3	--	1	--	--	--	7
2005	4	1	9	3	3	1 ³	3 ^{3,4}	1	25

¹ La sentenza di primo grado è stata impugnata. ² Alcuni imputati sono stati assolti. Una delle sentenze è stata impugnata, ma confermata in Cassazione. ³ Una delle sentenze ha assolto uno degli imputati e ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf, come introdotto dalla legge 62/2005. ⁴ In un caso, la sentenza di non luogo a procedere nei confronti di alcuni imputati ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf.

Nel 2005 si è svolta, presso il Tribunale di Brescia, l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di numerosi soggetti, esponenti aziendali, dipendenti e revisori dell'intermediario Bipop-Carire, imputati, tra l'altro, del reato di aggio e di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob e della Banca d'Italia. All'esito della predetta udienza preliminare, con decreto emesso in data 31 maggio 2005, il Giudice per l'udienza preliminare ha disposto il rinvio a giudizio di alcuni dei predetti imputati per il reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni pubbliche di vigilanza di cui all'art. 2638 c.c. All'udienza di apertura della fase dibattimentale, tenutasi il 29 novembre 2005, il Tribunale ha rilevato la propria incompetenza territoriale e ha disposto con sentenza la trasmissione degli atti relativi al medesimo procedimento alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano.

Sempre nel 2005 la Consob si è costituita parte civile nell'ambito del procedimento penale instaurato, innanzi al Tribunale di Milano, nei confronti di due ex-revisori del Gruppo Parmalat che avevano richiesto procedersi con giudizio immediato. Attualmente, quest'ultimo è confluito nel processo Parmalat, in cui la Consob è ugualmente costituita parte civile, in fase dibattimentale.

Altro procedimento ove la Consob si è costituita parte civile, pendente innanzi al Tribunale di Milano, si è concluso, in esito all'udienza preliminare del 29 giugno 2005, con sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti ex art. 444 c.p.p., e condanna dell'imputato alle spese di giudizio a favore della parte civile Consob.

In altro caso, ove a taluni imputati era stato contestato il reato di cui al previgente art. 180, comma 2, del Tuf, con sentenza del 19 ottobre 2005, passata in giudicato il successivo 14 novembre, il Tribunale di

Milano ha disposto non doversi procedere nei loro confronti perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato, e ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob, per quanto di competenza, in ossequio all'art. 187-bis del Tuf, come modificato dalla legge n. 62/2005, al fine di procedere alla eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie.

Ad analoghe determinazioni è pervenuta la Corte di Appello di Brescia che, con sentenza n. 1404/05, ha assolto uno degli imputati (al quale era stato contestato il previgente art. 180, comma 2, del Tuf) perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato e ha disposto la trasmissione degli atti e dei titoli in sequestro alla Consob. È stata, per contro, confermata la condanna dell'altro imputato per il reato di cui al previgente art. 180, comma 1, del Tuf (ora art. 184, comma 1). È stato, infatti, ritenuto che il ruolo di "rappresentante di una società acquirente" rientrasse perfettamente "nell'ulteriore previsione, contenuta nella vecchia e nella nuova disposizione, dell'esercente una funzione privata" e che, pertanto, "l'analisi della nuova disposizione si risolve nel senso della continuità normativa".

Di particolare rilievo è la sentenza n. 2279/05, con cui la Corte di Cassazione ha rigettato il ricorso avverso la sentenza della Corte d'Appello di Milano depositata in data 31 marzo 2004, che a sua volta aveva confermato la condanna in primo grado dell'imputato per aggio. Con riferimento al principio di tassatività, la Suprema Corte ha sancito la sufficiente determinatezza delle condotte criminose di aggio operativo. Ritenuta dimostrata, da parte dei giudici di merito, la piena consapevolezza dell'imputato di provocare l'alterazione del mercato, la Corte ha, inoltre, giudicato irrilevante l'eventuale sussistenza di moventi ulteriori.

2. La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Il 2005 è stato caratterizzato da un'intensa attività di controllo sulle modifiche apportate ai Regolamenti di borsa e alle Istruzioni annesse ai medesimi.

Nel mese di gennaio l'Istituto ha comunicato il proprio assenso alle modifiche apportate alle Istruzioni annesse al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, modifiche riguardanti la struttura dello scostamento minimo dei prezzi (cosiddetto *tick*) tra le proposte di negoziazione sui contratti *futures* su azioni.

Nel successivo mese di maggio sono state approvate le modifiche apportate sia al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana (e alle annesse Istruzioni), sia al Regolamento del Nuovo Mercato. Tali modifiche hanno riguardato la disciplina sanzionatoria nei confronti di operatori, emittenti e soggetti con specifici compiti (quali lo *sponsor* e lo *specialista*) per quanto attiene ai provvedimenti applicabili, alla loro pubblicità e all'attività di accertamento.

La nuova disciplina sanzionatoria prevede la possibilità per Borsa Italiana di adottare provvedimenti di richiamo scritto, di irrogare pene pecuniarie, di adottare provvedimenti di inibizione dall'attività per gli sponsor, nonché provvedimenti di sospensione o esclusione per gli operatori (con l'introduzione di una disciplina specifica per quelli che svolgono funzioni di sostegno della liquidità). In generale, i criteri presi quale riferimento per la determinazione del tipo di provvedimento applicabile sono: (i) la gravità del fatto, valutata secondo parametri relativi agli effetti sul mercato, alla rilevanza esterna e alla gravità della

fattispecie; (ii) l'eventuale recidiva, valutata su un periodo di riferimento di 30 mesi precedenti alla violazione.

Nel caso di reiterazione di una medesima violazione non grave ("recidiva specifica") Borsa Italiana può applicare una sanzione pecuniaria.

La sanzione pecuniaria va da un minimo di 5.000 a un massimo di 100.000 euro, in relazione alla gravità del fatto. Per lo sponsor e per il listing partner, la pena pecuniaria può essere applicata congiuntamente al richiamo e all'inibizione dall'attività specifica svolta dal soggetto. È previsto che la destinazione degli importi percepiti per l'irrogazione delle pene pecuniarie venga resa nota alla Consob e al mercato, al fine di rafforzare i meccanismi di accountability della società di gestione del mercato.

Con riguardo all'inibizione, sospensione ed esclusione, per lo sponsor e il listing partner, la disciplina prevede che l'inibizione possa avere effetto limitatamente alle nuove operazioni e possa essere irrogata per un periodo non superiore ai 18 mesi; per gli operatori, la disciplina rimane sostanzialmente invariata e le violazioni più gravi possono essere punite con la sospensione da uno o più mercati o con l'esclusione dagli stessi.

Con riferimento ai provvedimenti nei confronti di market maker e di specialisti, la procedura di accertamento può essere avviata solo al superamento di determinate soglie di un indicatore di performance (che esprime la misura del rispetto, da parte dell'operatore, degli obblighi di quotazione e sostegno alla liquidità), le cui caratteristiche sono individuate nelle Istruzioni al Regolamento. Qualora le violazioni degli obblighi portino a variazioni trascurabili dell'indicatore di performance, Borsa Italiana interverrà solo con disincentivi economici, modulando i corrispettivi dovuti al grado di ottemperanza agli obblighi previsti dal Regolamento per tali tipologie di operatori. Infine, nel caso di market maker e specialisti sull'Idem, si è introdotta la possibilità per Borsa Italiana di aggiungere i provvedimenti sopra indicati a quello di esclusione o sospensione dai rispettivi elenchi.

In merito alla pubblicità dei provvedimenti, sono state individuate le circostanze al ricorrere delle quali il mercato viene informato dell'avvenuta adozione del provvedimento sanzionatorio; i criteri di riferimento sono la gravità e la recidiva.

Infine, Borsa Italiana ha delineato la procedura per l'irrogazione delle sanzioni e per l'eventuale contenzioso con i soggetti nei confronti dei quali i provvedimenti vengono adottati.

Nel mese di giugno la Commissione ha comunicato il proprio assenso alle modifiche apportate alle Istruzioni annesse al Regolamento dei mercati di Borsa Italiana, concernenti: (i) l'introduzione delle *long term option* sull'indice S&P/Mib; (ii) gli obblighi a carico dei *market maker* relativamente ai contratti di opzione sull'indice S&P/Mib e su azioni; (iii) la disciplina dei *block trade* su *future* su azioni; (iv) l'introduzione di un limite massimo di lotti su proposte di negoziazione relative ad alcuni strumenti derivati.

Nel successivo mese di luglio sono state approvate ulteriori modifiche ai Regolamenti e alle Istruzioni, concernenti: (i) la segmentazione del Nuovo Mercato; (ii) l'attività di ricerca di *sponsor* e specialisti; (iii) la trasformazione del mercato EuroMot in un segmento unificato del Mot; (iv) alcuni aspetti dell'ammissione alle negoziazioni in assenza di domanda da parte dell'emittente.

Relativamente al Mercato Expandi, sono state introdotte modifiche relative alla documentazione contabile e agli indicatori economico-finanziari da produrre in sede di ammissione a quotazione. Altre modifiche ancora si sono rese necessarie in seguito dell'introduzione dei nuovi *standard* contabili internazionali Ias/Ifrs.

Il Nuovo Mercato, ridenominato Mtax, è stato segmentato secondo un criterio perfettamente speculare a quello del Mta (cioè con l'introduzione dei segmenti Blue Chip, Star e Standard). Il settore TechStar del Nuovo Mercato è stato trasformato in segmento Star del Mtax e gli strumenti finanziari sono stati ripartiti nei tre segmenti sulla base della loro capitalizzazione; nell'ambito di ciascun segmento gli strumenti finanziari sono stati ulteriormente ripartiti in classi omogenee dal punto di vista delle modalità e degli orari di negoziazione, tenendo conto della frequenza degli scambi e del controvalore medio giornaliero negoziato. Le principali novità hanno riguardato: (i) l'eliminazione delle Start-up; (ii) la modifica della soglia minima di capitalizzazione, elevata a 40 milioni di euro; (iii) lo spostamento, in caso di Ipo, del momento di assegnazione al segmento dalla data del provvedimento di ammissione a quotazione a quella del provvedimento di inizio negoziazione; (iv) l'introduzione del risultato ordinario positivo come requisito di ammissione a Star per gli emittenti già quotati in segmenti diversi; (v) l'integrazione del Regolamento del Nuovo Mercato nel Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa.

Nell'aprile 2005 è stata realizzata la migrazione del mercato EuroMot sulla piattaforma tecnologica "Affari", che già supportava il comparto Mot. Pertanto, si sono resi necessari taluni adattamenti, conseguenti alla diversa microstruttura di mercato. Tali adattamenti hanno riguardato: (i) la creazione nel mercato Mot di due segmenti, di cui uno a liquidazione domestica (DomesticMot) e uno a liquidazione estera (EuroMot), con il conseguente trasferimento degli strumenti negoziati sul mercato EuroMot sul segmento EuroMot del mercato Mot, e la chiusura del mercato EuroMot (sono previste le medesime funzionalità di negoziazione per i due segmenti, le medesime fasi di negoziazione, nonché l'introduzione della fase di asta di apertura per il segmento EuroMot); (ii) l'articolazione in due classi, per il segmento DomesticMot, di cui una costituita da titoli di Stato nazionali e l'altra da titoli di debito in euro e in valuta diversa dall'euro e la previsione di un'unica classe per il segmento EuroMot costituita da euro-obbligazioni, asset backed securities e titoli di emittenti esteri; (iii) l'informativa unica agli operatori e al pubblico per tutto il mercato Mot; (iv) la previsione, come unico sistema di riscontro, del sistema cosiddetto di pre-settlement di Monte Titoli; (v) infine, l'uniformazione per i due segmenti, per quanto possibile, delle procedure coattive di regolamento, cosiddette di buy in e sell out.

Nel mese di agosto è stato comunicato a Borsa Italiana l'assenso alle modifiche apportate alle Istruzioni aventi ad oggetto: (i) la disciplina della nuova funzionalità "Servizio Bit Blocchi Fuori Mercato"; (ii) la segnalazione delle operazioni fuori mercato e dei blocchi; (iii) la revisione del calendario di riferimento per la liquidazione dei premi e la gestione delle rettifiche in caso di eventi societari. Nel successivo mese di dicembre le stesse Istruzioni sono state oggetto di ulteriori modifiche quanto al contenuto minimo dei comunicati emessi in occasione dell'approvazione dei dati contabili di periodo in relazione al trattamento fiscale dei fondi in distribuzione, alle *covenant* e ai debiti scaduti.

Nel corso del 2005, a seguito dell'intesa pervenuta dalla Banca d'Italia, la Commissione ha approvato alcune modifiche al Regolamento del mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati gestito da Mts Spa.

In particolare, nel febbraio 2005, sono state approvate, secondo quanto previsto dall'art. 63, comma 3, del Tuf, alcune modifiche relative: (i) all'ampliamento delle tipologie di contratto che possono essere negoziate sul mercato; (ii) agli obblighi degli operatori principali e alla sospensione dalle loro funzioni a opera della società di gestione; (iii) allo svolgimento delle negoziazioni, con specifico riferimento alle funzioni del sistema telematico e all'operatività degli intermediari e all'esecuzione dei contratti, al fine di tener conto nel testo regolamentare del passaggio alla Monte Titoli della gestione del servizio di liquidazione e compensazione. Nel successivo mese di maggio, sono state approvate ulteriori modifiche riguardanti la materia delle sanzioni e, in particolare, è stato introdotto l'obbligo, per l'operatore sanzionato, di corrispondere alla società di gestione un importo pari al compenso dovuto da quest'ultima ai componenti del collegio dei probiviri per l'attività svolta in relazione alla sanzione adottata.

La Commissione ha inoltre fornito il parere di competenza al Ministero dell'economia e delle finanze relativamente a modifiche apportate allo statuto di Mts Spa, nonché al Regolamento del mercato all'ingrosso di titoli di Stato e al Regolamento del mercato *BondVision* (mercati gestiti da Mts Spa).

Le modifiche statutarie hanno riguardato l'adozione del sistema dualistico di amministrazione e controllo, di cui all'art. 2409 del c.c.. Le modifiche relative al Regolamento del mercato all'ingrosso di titoli di Stato hanno avuto ad oggetto la materia delle sanzioni, in analogia a quanto effettuato sul Regolamento del mercato "corporate" gestito da Mts, e in particolare l'introduzione dell'obbligo, per l'operatore sanzionato, di corrispondere alla società di gestione un importo pari al compenso dovuto da quest'ultima ai componenti del collegio dei probiviri per l'attività svolta in relazione alla sanzione adottata.

Infine, nel mese di luglio la Commissione ha fornito il parere di competenza al Ministero dell'economia e delle finanze relativo a ulteriori modifiche apportate allo statuto di Mts Spa in connessione alla progettata acquisizione della stessa Mts Spa da parte di Euronext e Borsa Italiana.

Con comunicato del 1° luglio 2005 è stato annunciato che la maggioranza degli azionisti di Mts Spa aveva accettato l'offerta di Euronext/Borsa Italiana per il 51 per cento del capitale con una valutazione della Mts Spa pari a 245 milioni di euro. Euronext e Borsa Italiana si sono impegnate a sottoscrivere, attraverso una joint venture detenuta al 51 per cento da Euronext e al 49 per cento da Borsa Italiana, almeno il 51 per cento del capitale di Mts. L'acquisizione ha previsto la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato alla joint venture. Il comunicato rendeva noto che la sottoscrizione delle azioni sarebbe avvenuta entro 90 giorni dall'assemblea, previo verificarsi di una serie di condizioni legali, fra le quali l'approvazione da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia e la Consob, delle modifiche statutarie. L'operazione è stata conclusa a fine novembre.

Nel 2005 anche il Regolamento e le Istruzioni relative al mercato regolamentato gestito da Tlx Spa sono stati interessati da alcune modifiche. La modifica principale è stata approvata dalla Commissione nel corso dell'estate quando, per effetto del recepimento della direttiva comunitaria

sul prospetto, l'ammissione alla negoziazione nei mercati regolamentati in assenza di domanda dell'emittente è stata estesa anche agli strumenti già negoziati presso altri mercati regolamentati della UE.

Per cogliere tale opportunità è stato necessario armonizzare alcune norme del Regolamento del mercato Tlx riguardanti, in particolare, l'ammissione alla negoziazione e la relativa procedura, l'informativa societaria e i compiti della società di gestione. Le Istruzioni al Regolamento sono state conseguentemente adeguate.

Con riguardo al comparto dei Sistemi di scambi organizzati, nel corso del 2005 si è registrato l'ingresso di 9 soggetti a fronte di 8 richieste di cancellazione. La vigilanza su tale comparto ha avuto ad oggetto il controllo sull'attività svolta dai singoli sistemi e il rispetto degli adempimenti previsti dalla normativa di settore. Si è registrato un miglioramento dei contenuti dei regolamenti predisposti dagli organizzatori degli scambi per quanto attiene alle caratteristiche di funzionamento, ai criteri di selezione degli strumenti finanziari che possono essere negoziati e ai criteri di formazione dei prezzi.

Nel corso dell'anno, ai sensi dell'articolo 78, comma 1, del Tuf, sono state formulate richieste di dati e notizie nei confronti di un sistema di scambi organizzati gestito da un soggetto non appartenente alla categoria degli intermediari abilitati, allo scopo di acquisire elementi utili per verificare la regolarità del processo di formazione dei prezzi registrati, in un determinato periodo temporale, sui contratti relativi a ordini di compravendita di un titolo diffuso. A fine anno tale attività di accertamento risultava ancora in corso.

3. I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel corso del 2005 la Commissione è intervenuta in occasione delle modifiche apportate alla regolamentazione dei servizi di compensazione e garanzia e di liquidazione, fornendo il previsto parere alla Banca d'Italia.

Nel mese di aprile l'Istituto è intervenuto con riferimento al Regolamento operativo dei servizi di liquidazione (Express II) e delle attività accessorie di Monte Titoli Spa.

Le modifiche, tese ad aumentare l'efficienza complessiva del sistema e l'interoperatività tra sistemi, erano state precedentemente condivise all'interno dell'Express User Group (gruppo di consultazione cui partecipano gli operatori di mercato e le Autorità). In particolare, con una prima modifica è stata ammessa la possibilità di frazionamento anche per le operazioni non garantite da controparte centrale, qualora dette operazioni risultino non regolate al termine del ciclo di liquidazione netta e quindi inviate al ciclo di liquidazione lorda. Una seconda modifica ha riguardato l'introduzione di regole più stringenti per la determinazione, fra le parti della negoziazione, degli orari di stralcio dal sistema di liquidazione delle operazioni over the counter non regolate, in modo da renderli più allineati agli orari previsti per le operazioni di mercato.

L'ultima e più rilevante modifica ha previsto che i servizi di riscontro e rettifica giornalieri gestiti da Monte Titoli possano inoltrare le istruzioni di regolamento anche a sistemi di liquidazione diversi da quello gestito dalla stessa Monte Titoli. Tale previsione contribuisce alla realizzazione dell'interoperabilità fra sistemi di regolamento nell'area europea.

Nel mese di settembre la Commissione ha fornito alla Banca d'Italia il parere, previsto dagli artt. 68, 69, comma 2, e 70 del Tuf, relativo a modifiche al Regolamento dei sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari.

Le modifiche apportate hanno consentito alla Cassa di compensazione e garanzia Spa di estendere le proprie funzionalità di controparte centrale alle negoziazioni fuori mercato. L'occasione è stata fornita dalla implementazione di una nuova funzionalità di trading da parte di Mts Spa - che consente la stipula di contratti di pronti contro termine su titoli di Stato italiani in cui le parti hanno autonomia di negoziare, su base bilaterale, sia il tasso di interesse sia le scadenze - in relazione alla quale la società di gestione ha richiesto alla Cassa il servizio di controparte centrale.

Se quanto sopra ha reso comunque necessario l'adattamento del regolamento dei servizi prestati dalla Cassa di compensazione e garanzia, la nuova attività della controparte centrale non ha, tuttavia, rappresentato una novità per il quadro normativo di riferimento. Il Provvedimento della Banca d'Italia del 22 ottobre 2002, disciplinante i sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari, già prevedeva che i sistemi di garanzia basati su controparte centrale fossero finalizzati a compensare e garantire le posizioni contrattuali dei partecipanti al sistema stesso derivanti sia da operazioni concluse su un mercato regolamentato sia da operazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati.

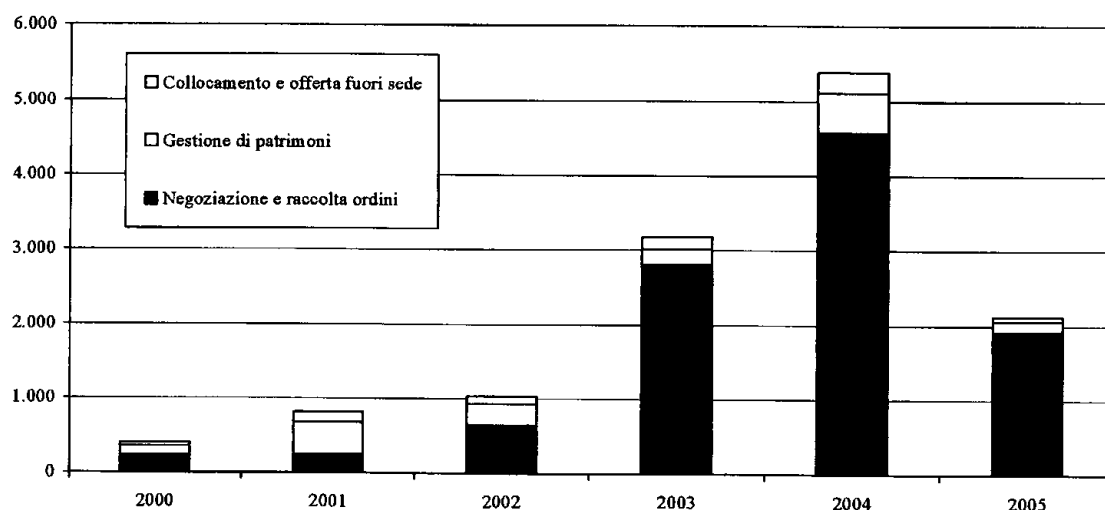
III – LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

1. Banche, Sim e agenti di cambio

Nel 2005 il tasso di “litigiosità” fra clientela *retail* e intermediari per ciò che riguarda la prestazione di servizi di investimento si è marcatamente ridotto, come segnalato dal numero di esposti ricevuti dalla Commissione (Fig. 51).

Fig. 51

Numero di esposti ricevuti dalla Consob in materia di servizi di investimento



Il numero di esposti ricevuti si è, infatti, più che dimezzato, passando da circa 5.300 a circa 2.100; esso rimane comunque elevato se confrontato con il valore medio del triennio 2000-2002.

Come nel biennio precedente, le lamentele degli investitori hanno riguardato in netta prevalenza il servizio di negoziazione e esecuzione degli ordini e, più in particolare, la carenza informativa preventiva sulle caratteristiche degli strumenti finanziari.

Relativamente al servizio di gestione del risparmio, gli esposti lamentano in prevalenza violazioni riguardanti il rispetto del mandato di gestione, mentre per ciò che riguarda il collocamento e l'offerta fuori sede le lamentele concernono, come nel caso della negoziazione, la rappresentazione delle caratteristiche dei prodotti o strumenti finanziari (Tav. 45).

Tav. 45

Esposti degli investitori in materia di servizi di investimento

Oggetto dell'esposto															
Negoziazione e raccolta ordini						Gestione di patrimoni				Collocamento e offerta fuori sede					
	Informativa preventiva su strumenti finanziari	Oneri commissionari	Operazioni non adeguate senza preventiva conferma del cliente	Esecuzione ordini	Altro	Informativa preventiva su caratteristiche gestione	Rispetto del contratto / regolamento di gestione	Rendimenti insoddisfacenti	Altro	Assegnazione lotto prenotato o ordinato	Rappresentazione caratteristiche prodotti / servizi	Esecuzioni disposizioni	Ipotesi di attività abusiva	Altro	Totale
2000	46	5	26	93	68	17	57	11	27	7	22	4	1	13	397
2001	38	1	65	109	29	27	152	19	238	1	47	38	25	28	817
2002	322	5	53	194	72	27	99	40	114	17	40	39	1	7	1.030
2003	2.195	3	66	434	111	44	110	30	22	2	145	9	2	4	3.177
2004	3.475	18	476	83	524	182	49	20	285	--	247	18	--	6	5.383
2005	1.332	5	59	187	335	23	66	15	40	1	44	6	--	7	2.120

Nel 2005 i controlli sugli intermediari hanno risentito della necessità di proseguire l'attività di verifica delle condotte poste in essere nella vendita ai clienti di obbligazioni *corporate*, questione che è, peraltro, risultata ricorrente anche negli esposti ricevuti.

Sulla scia delle verifiche condotte con riferimento alla vicenda Cirio, le attività di indagine sono state estese all'operatività degli intermediari in obbligazioni emesse da società riconducibili a diversi gruppi industriali. Inoltre, è proseguita l'attività istruttoria relativa all'operatività degli intermediari avente ad oggetto le obbligazioni Argentina. Altri casi critici oggetto di indagine hanno riguardato operazioni riconducibili a piani finanziari che consentono agli investitori di impegnare nell'acquisto di strumenti finanziari somme derivanti da finanziamenti.

L'azione di vigilanza si è caratterizzata per un approccio trasversale, fondato su un'analisi delle procedure e dell'assetto organizzativo adottato nella prestazione dei servizi di investimento. Per tale ragione, le indagini condotte, sebbene occasionate dall'operatività in determinati strumenti finanziari, hanno fatto emergere talune carenze e difetti di ordine "procedurale", come tali suscettibili di dipanare i propri effetti a prescindere dalla tipologia specifica dello strumento finanziario trattato.

Le fattispecie contestate, in linea generale, hanno avuto ad oggetto la violazione dei principi di comportamento diligente e corretto e dell'agire nell'interesse dei clienti (art. 21, comma 1, lett. a, del Tuf), mettendo in evidenza carenze: (i) nella funzione di controllo interno e nelle procedure interne; (ii) nella conoscenza dello strumento finanziario oggetto di trattazione; (iii) nell'informazione alla clientela sulla

natura e sui rischi delle operazioni; (iv) nella valutazione dell'adeguatezza delle disposizioni impartite dal cliente; (v) nella segnalazione di situazioni di conflitto di interessi.

Sulla base di tali contestazioni e della valutazione degli argomenti difensivi, di diritto e di fatto, addotti da tutti gli interessati, sono quindi state formulate al Ministero dell'economia e delle finanze, all'esito della fase procedimentale di competenza, le proposte di sanzioni pecuniarie amministrative (si veda il successivo Capitolo IV).

Come di consueto l'azione di vigilanza è stata supportata da specifiche verifiche ispettive. Nel corso dell'anno 2005 sono state avviate complessivamente verifiche ispettive nei confronti di 4 Sim, 2 banche e 6 Sgr (Tav. 46). In un caso, è stato richiesto alla Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf, di effettuare accertamenti per profili di competenza della Consob.

Tav. 46

Attività ispettiva nei confronti di intermediari e società quotate

	Accertamenti ispettivi				Accertamenti iniziati nei confronti di:							Accertamenti conclusi nei confronti di:						
	Deliberati	Iniziati	Conclusi	Sim ¹	Banche	Sgr/Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Società quotate	Totale	Sim ¹	Banche	Sgr/Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Società quotate	Totale	
1997	16	25	31	12 ³	5	1	6	1	--	25	17	9	--	4	1	--	31	
1998	24	20	22	6	9 ⁴	--	3	--	2 ⁵	20	9 ³	8 ⁴	--	3	--	2 ⁵	22	
1999	21	23	24	8	--	--	3	11	1	23	8	2	--	2	11	1	24	
2000	18	19	18	5	1	6	6	1	--	19	5	2	1	9	1	--	18	
2001	8	9	13 ²	2	2	2	3	--	--	9	4 ⁶	1 ⁷	5	3	--	--	13	
2002	9	13	12	5	2	3	1	--	2 ⁸	13	4	3	4	1	--	--	12	
2003	14	14	18	1	9	--	--	--	4	14	5	8	1	--	--	4	18	
2004	3	5	8	--	2	1	--	--	2	5	--	5	1	--	--	2	8	
2005	14	14	11	4	2	6	--	--	2	14	1	4	4	--	--	2	11	

¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Di cui 2 accertamenti sospesi. ³ Di cui un'impresa di investimento comunitaria. ⁴ Di cui 6 accertamenti ai sensi dell'art. 8, l. 157/1991. ⁵ Di cui un accertamento ai sensi dell'art. 8, l. 157/1991 e uno ai sensi dell'art. 185 del Tuf. ⁶ Di cui un accertamento sospeso. ⁷ Accertamento sospeso. ⁸ Di cui uno relativo a una società che ha promosso un'Opa nei confronti di una società quotata.

Escludendo le ispezioni su società quotate connesse a profili diversi dal rispetto della disciplina dell'intermediazione mobiliare, le verifiche ispettive concluse nel 2005 sono state 9, di cui 3 avviate nel corso dell'anno 2004; pertanto, gli accertamenti ispettivi iniziati e conclusi nel corso del 2005 sono risultati in totale 6. Delle 9 verifiche ultimate nel 2005, una ha riguardato una Sim e 4 hanno riguardato banche (oltre a 4 che hanno interessato Sgr; si veda successivo § 2.).

Per gli accertamenti ispettivi nei confronti delle banche, il campo di indagine si è focalizzato sui comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini aventi ad oggetto titoli obbligazionari corporate. Inoltre, è stata oggetto di accertamenti anche l'attività di distribuzione alle piccole e medie imprese di strumenti derivati trattati fuori dai mercati

regolamentati. Questo tema era stato in precedenza oggetto di audizioni parlamentari nell'ambito di una indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati.

L'attività di verifica nei confronti delle Sim ha riguardato, in linea generale, la conformità delle modalità di svolgimento dei servizi di investimento alle disposizioni legislative e regolamentari, nonché il rispetto dei doveri in materia di conflitto di interessi, di conoscenza del cliente e di informativa all'investitore; gli accertamenti nei riguardi di Sim autorizzate all'offerta fuori sede hanno, inoltre, riguardato l'organizzazione adottata e i controlli effettuati nei confronti della rete distributiva.

Nel corso del 2005 la Commissione ha analizzato i problemi relativi al collocamento delle cosiddette gestioni individuali "garantite" e/o "protette", fornendo orientamenti e indicazioni agli intermediari sulle modalità di vendita più appropriate di tali prodotti e sull'informativa da rendere alla clientela (Riquadro 9).

Riquadro 9

Le gestioni individuali "garantite" e/o "protette"

Nel recente passato l'andamento dei mercati ha generato interesse per servizi del risparmio gestito caratterizzati da una spiccata connotazione "difensiva" e volti, anche in combinazione con altri prodotti, ad assicurare al risparmiatore un vero e proprio diritto, in caso di risultato negativo della gestione, alla restituzione del patrimonio inizialmente conferito (eventualmente maggiorato in ragione di un interesse sullo stesso calcolato), ovvero a contrattualizzare lo specifico impegno dell'intermediario alla protezione del capitale, attraverso determinate tecniche gestionali.

La Commissione ha precisato che possono essere definite "gestioni accompagnate da una garanzia" (nella prassi operativa individuate come "gestioni garantite") le gestioni individuali a cui è connesso il riconoscimento di un vero e proprio diritto del risparmiatore alla restituzione di un ammontare corrispondente al patrimonio inizialmente conferito (eventualmente maggiorato sulla base di un pattuito tasso di interesse) nel caso di rendimento negativo della gestione; mentre, per "gestioni protette" si intendono quelle che, lasciando il cliente unico ed effettivo destinatario dei risultati, positivi o negativi, della gestione, mirano a una limitazione del rischio di conseguire perdite finanziarie attraverso l'utilizzo di particolari tecniche gestionali.

Nelle gestioni accompagnate da una garanzia il cliente impegna la controparte (anche) a un'obbligazione di risultato, mentre nelle gestioni protette l'intermediario rimane vincolato esclusivamente a una obbligazione di mezzi, nell'ambito della quale assume un particolare rilievo l'esigenza di contenere il rischio di perdite, nella prospettiva di proteggere il capitale conferito dal cliente. La Commissione ha, altresì, segnalato che nella realtà operativa si registrano variegate combinazioni tra le due fattispecie (gestioni accompagnate da una garanzia - gestioni protette) create dall'ingegneria finanziaria. Sono stati, infatti, sviluppati particolari "prodotti" nei quali è riscontrabile, nell'attività di gestione, l'adozione di tecniche di immunizzazione del portafoglio gestito dai rischi di posizione - protezione - accanto all'assunzione di una formale garanzia alla restituzione del patrimonio conferito in gestione. Tali "prodotti" possono essere definiti "gestioni protette accompagnate da una garanzia".

Dinnanzi a tale quadro di riferimento, la Commissione ha ribadito la centralità dell'impegno prioritario richiesto agli intermediari, al fine di ottemperare ai principi generali di trasparenza, correttezza e idonea informativa, di rappresentare, nei messaggi pubblicitari e nei rapporti precontrattuali, con la massima chiarezza, le caratteristiche della gestione offerta, affinché gli investitori possano assumere scelte consapevoli. In tale contesto, è stata segnalata la necessità di qualificare e "vendere" i singoli "prodotti" utilizzando denominazioni appropriate.

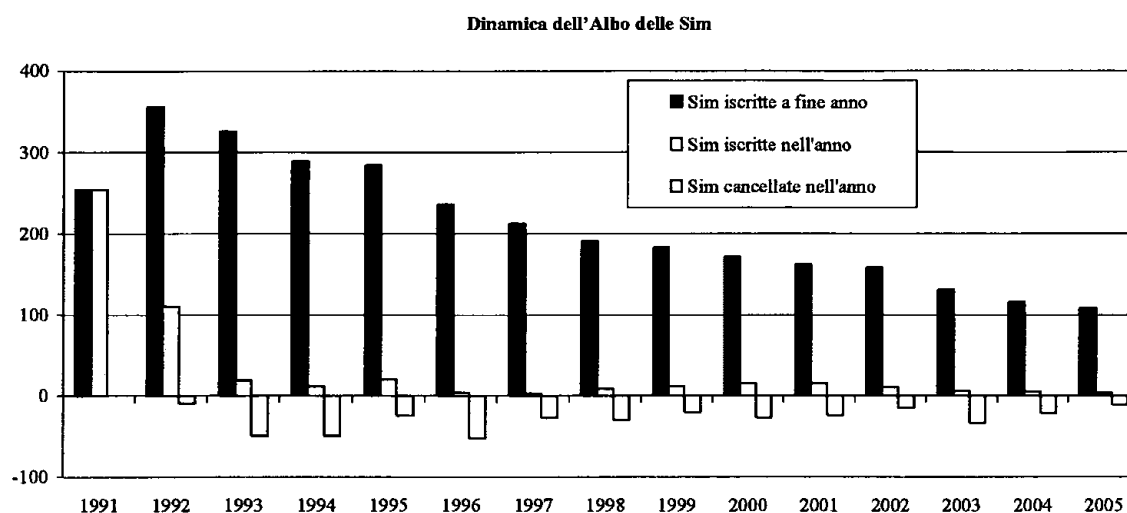
Con riferimento specifico alle "gestioni accompagnate da una garanzia" si è osservato che l'assunzione di un impegno di "restituzione" del patrimonio inizialmente conferito, in caso di rendimento negativo della gestione, non rientra nella causa tipica del contratto di gestione su base individuale: la relativa disciplina è, infatti, dettata nel presupposto che il rischio di posizione per gli investimenti disposti risulti a carico del gestito. Peraltro, la valutazione circa l'estraneità dell'impegno alla restituzione rispetto al servizio di gestione individuale, non determina necessariamente la conseguenza dell'assoluta e oggettiva incompatibilità di tale impegno rispetto al menzionato servizio. L'abbinamento dell'obbligazione a gestire il portafoglio con quella di restituire quanto meno il capitale inizialmente conferito in caso di rendimento negativo della gestione può, infatti, realizzarsi attraverso due diversi negozi che, pur rimanendo ciascuno pienamente fedele alla rispettiva area di riferimento, si colleghino in un unitario interesse sotteso. L'ambito e le caratteristiche della gestione rimangono esclusivamente — è stato chiarito — quelli rappresentati nel contratto gestorio concluso con il cliente in termini di profilo di rischio-rendimento. Resta, pertanto, fermo in capo al gestore l'obbligo di effettuare dinamiche scelte di investimento e disinvestimento nel rispetto del principio generale di diligenza professionale. La Commissione ha, in particolare, precisato che le scelte di investimento e lo stile gestionale non possono essere influenzate dalle esigenze di controllo del rischio finanziario derivanti dal rilascio della garanzia. Ogni forma di "predeterminazione" dell'attività del gestore che, in sede di strutturazione del prodotto, fosse prevista a seguito della collaterale presenza di un impegno di "garanzia" configura, infatti, una gestione "protetta accompagnata da una garanzia" e richiede pertanto che tali forme di "predeterminazione" siano oggetto di esplicita convenzione con l'investitore nello stesso contratto di gestione.

La Commissione ha quindi fornito ulteriori, specifici "criteri-guida" in grado di orientare gli operatori al pieno rispetto dei principi di correttezza e trasparenza nella vendita e nella conduzione degli indicati servizi, precisando, fra l'altro, in relazione al caso delle gestioni accompagnate da una garanzia, che i predetti principi impongono, non solo una piena rappresentazione al cliente delle caratteristiche della gestione, ma anche una chiara illustrazione degli effetti complessivi dell'operazione finanziaria proposta, risultanti dal collegamento del contratto di gestione con quello "di garanzia".

Con riguardo alle "gestioni protette accompagnate da una garanzia", particolarmente diffuse nel mercato, si è in specie segnalata la necessità che il contratto di gestione debba chiaramente illustrare le modalità gestionali adottate per la "protezione". In relazione all'ipotesi in cui le tecniche gestionali utilizzate prevedano che, in determinati scenari di mercato, il gestore investa, in tutto o in parte, il portafoglio del cliente in titoli cosiddetti *risk free*, senza ulteriore e successiva possibilità di smobilizzo dell'investimento fino alla data prevista per l'operare della garanzia, si è precisata la necessità che il gestore dia tempestiva comunicazione al cliente del verificarsi di tale eventualità e preveda meccanismi di revisione della struttura commissionale del servizio che consentano una remunerazione dello stesso rapportata al ridimensionamento subito dall'attività gestoria.

L'attività istituzionale di gestione dell'Albo delle Sim ha messo in luce il persistente processo di riduzione del numero di soggetti iscritti, passato da 115 a fine 2004 a 108 a fine 2005, a conferma del ruolo ormai marginale che hanno assunto tali intermediari (si veda il Capitolo III della precedente parte B) (Fig 52).

Fig. 52



La ridotta numerosità delle nuove iscrizioni all'Albo può essere spiegata con lo scarso interesse del mercato verso il "modello Sim", mentre le uscite dipendono dal processo di consolidamento in atto, caratterizzato dalla progressiva eliminazione di soggetti marginali e dalla razionalizzazione interna ai gruppi bancari.

Nel 2005 la Consob ha reso il parere di propria competenza in merito all'aggiornamento annuale del piano per la copertura finanziaria della gestione speciale del Fondo Nazionale di Garanzia, relativa alle insolvenze anteriori al 1° febbraio 1998. Il Fondo rappresenta, infatti, 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.

Il Fondo 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. In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per 19 casi di insolvenza (11 Sim e 8 agenti di cambio; Tav. 47). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell'economia e delle finanze, disciplinata dal regime anteriore al Tuf; essa riguarda 25 insolvenze con stato passivo depositato anteriormente al 1° febbraio 1998.

Tav. 47

Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2005; valori monetari in migliaia di euro)

	Insolvenze ¹		
	Sim	Agenti di cambio	Totale
1997	4	1	5
1998	2	3	5
1999	1	1	2
2000	1	--	1
2001	1	--	1
2002	--	2	2
2003	2	1	3
2004	--	--	--
2005	--	--	--
<i>Totale insolvenze</i>	<i>11</i>	<i>8</i>	<i>19</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>11</i>	<i>8</i>	<i>19</i>
Numero creditori ammessi	1.148	874	2.022
Importo crediti ammessi²	30.330	38.040	68.370
Interventi del fondo³	7.989	10.932	18.921

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 al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. ³ Interventi correlati ai crediti iscritti, di cui circa 90.000 euro accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso.

2. Le società di gestione del risparmio

Nel corso del 2005 è proseguita l'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale delle Sgr che gestiscono fondi comuni di investimento di tipo aperto. I profili di attenzione emersi dalle analisi svolte hanno riguardato principalmente gli aspetti relativi alla formalizzazione delle linee strategiche generali di investimento e ai presidi procedurali per il monitoraggio, di primo e/o secondo livello, dell'attività gestionale (limiti operativi posti al *front-office*, modalità di alimentazione del registro elettronico degli ordini e degli eseguiti, reportistica al Cda).

In 5 casi sono stati convocati gli esponenti aziendali delle Sgr e, successivamente, sono state acquisite informazioni dalle società incaricate della revisione contabile. La convocazione degli esponenti aziendali delle Sgr è stata finalizzata a sollecitare la tempestiva predisposizione di un programma di interventi correttivi volti al superamento di carenze organizzativo-procedurali individuate. Si sono tenuti incontri con le società incaricate della revisione contabile delle Sgr per verificare l'effettiva implementazione dei piani di intervento summenzionati, soprattutto con riguardo alle valutazioni sull'adeguatezza dei sistemi di controllo interno adottati.