

In 3 casi gli elementi di criticità riscontrati sono stati tali da implicare l'avvio di verifiche ispettive. Tali verifiche si sono concentrate: (i) sui meccanismi organizzativi e procedurali adottati per la prestazione del servizio; (ii) sul processo decisionale di investimento e sulla coerenza tra scelte strategiche deliberate dai vertici aziendali e attività gestoria concretamente posta in essere; (iii) sui presidi volti a garantire il rispetto delle norme in materia di conflitto di interessi, nonché il rispetto del principio di indipendenza.

In un caso è stato avviato un procedimento sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali per inadeguatezza del processo decisionale di investimento, per carenze nelle procedure di front-office e per comportamento non corretto relativamente alla prestazione del servizio di gestione individuale afferente a una linea cosiddetta "protetta".

Sempre nel corso del 2005 è stata ultimata una verifica ispettiva iniziata nei confronti di una primaria Sgr per massa gestita. Anche in questo caso le risultanze hanno condotto all'avvio di un procedimento sanzionatorio nei confronti di taluni esponenti aziendali, per carenze delle analisi a supporto di un investimento rilevante in obbligazioni, per modalità di disinvestimento dello stesso ritenute non compatibili con il rispetto dell'integrità dei mercati e per carenze nelle procedure relative alla gestione di fondi immobiliari.

La Commissione ha esercitato un'attenta azione di controllo anche sul mercato dei fondi chiusi immobiliari. L'azione si è esplicata in sede di istruttoria per l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività gestoria. In tale fase l'attenzione è stata posta sulle regole di *governance* adottate dalle Sgr e, nello specifico, sui meccanismi decisionali d'investimento in situazione di potenziale conflitto d'interessi.

Nei casi di quotazione dei fondi, il processo di analisi ha riguardato le determinanti della redditività del portafoglio immobiliare (canoni di locazione, durata dei contratti, tipologia dei conduttori, area geografica, destinazione d'uso), nonché i criteri adottati dagli esperti indipendenti per la valutazione del patrimonio immobiliare (limiti e precisazioni delle valutazioni di stima, metodologia di calcolo della morosità, ragguagli effettuati, fattori di correzione utilizzati per la valorizzazione dei cespiti, etc.).

Nel corso del 2005 sono state prospettate da parte di diverse Sgr iniziative per l'istituzione di "fondi immobiliari riservati ad apporto" per i quali la società di gestione avrebbe dovuto svolgere un'attività di mera amministrazione del patrimonio immobiliare apportato in vista della sua progressiva dismissione, anziché svolgere una concreta attività di gestione del patrimonio stesso. Nelle suddette operazioni gli apportanti (generalmente società immobiliari) acquisiscono la veste di unici investitori nel fondo, e quindi di unici detentori delle quote ricevute. In proposito si è ritenuto che in tali casi le modalità gestionali fossero asservite a finalità estranee alla prestazione del servizio di gestione collettiva nei confronti del pubblico ed è stato quindi dissuaso un utilizzo improprio dello schema finanziario posto alla base del fondo comune di investimento.

L'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale delle Sgr ha riguardato anche la gestione dei fondi mobiliari chiusi, specializzati in azioni non quotate di società di medio-piccola dimensione con difficoltà di accesso al mercato del capitale di rischio (cosiddette Sgr di *private equity*), con particolare riguardo all'individuazione di misure adeguate alla prevenzione e gestione delle situazioni di conflitto di interessi insite nelle peculiarità caratteristiche dell'attività svolta.

Le situazioni di conflitto di interessi che vengono in rilievo nella gestione dei fondi mobiliari chiusi sono riconducibili prevalentemente a rapporti di gruppo o a rapporti di affari propri della Sgr o di società del gruppo di appartenenza della stessa. Si ricordano, in particolare, i conflitti di interessi che si originano a seguito del ricorso da parte di una Sgr ad advisor di gruppo, ovvero nel caso in cui una Sgr investa il patrimonio del fondo in una società-target finanziata da un soggetto del gruppo dello stesso gestore ovvero decida di “co-investire” il patrimonio del fondo insieme a tale soggetto in momenti differenti. In quest’ottica, l’attività di vigilanza è stata focalizzata sull’esistenza di adeguate misure organizzative atte a guidare il comportamento dei gestori in presenza di situazioni di conflitto di interessi. A tale scopo sono risultati significativi gli interventi delle Sgr volti all’individuazione di meccanismi procedurali ad hoc (si pensi, ad esempio, alla previsione di una “griglia” di situazioni valutate ex ante come potenzialmente critiche, all’insorgere delle quali diviene obbligatoria l’attivazione di una procedura di segnalazione a un Supervisory Board, ovvero all’individuazione di un congruo numero di amministratori indipendenti con il compito di esprimere pareri vincolanti, qualora nel corso del processo decisionale d’investimento si prospettassero situazioni di conflitto d’interessi).

Le iniziative assunte in merito dalle Associazioni rappresentative dei gestori di private equity sono state volte alla definizione di “protocolli di autonomia”, contenenti un corpus di best practices, valutati positivamente in vista della stesura di codici di autodisciplina. In tale prospettiva la Consob ha avviato con dette Associazioni di categoria un proficuo confronto sul tema.

Per ciò che riguarda il profilo dell’informativa ai sottoscrittori, i Regolamenti Consob sono stati modificati nella parte relativa agli schemi di prospetto dei fondi comuni a seguito del recepimento delle direttive in materia (si veda il successivo Capitolo V) e dell’emanazione della normativa di secondo livello (Raccomandazione sul *Simplified prospectus* della Commissione Europea dell’aprile 2004 e Regolamento della Commissione Europea del marzo 2004).

La Commissione è stata chiamata, quindi, a svolgere nel corso dell’anno controlli aggiuntivi sulla corretta applicazione dei nuovi schemi di prospetto, essenzialmente al fine di evitare descrizioni generiche delle politiche di investimento e un’informativa incompleta circa le peculiarità strutturali degli Oicr stessi.

Nell’ambito dell’attività istruttoria per la pubblicazione dei prospetti di fondi comuni aperti, particolare attenzione è stata posta alla rappresentazione della quota di commissioni retrocessa in media ai collocatori. La scelta di accrescere la trasparenza sulla remunerazione dei collocatori persegue l’obiettivo di rendere edotto l’investitore circa il fatto che l’attività di assistenza/consulenza prestata allo stesso in fase di “vendita” non si esaurisce con il pagamento della commissione di sottoscrizione, ma continua nel corso del periodo di investimento nel fondo con la retrocessione da parte della Sgr di una quota preponderante delle commissioni di gestione. Le analisi condotte nel 2004 avevano evidenziato, infatti, che la remunerazione dei soggetti collocatori rappresenta circa il 70 per cento del costo del “prodotto-fondo” sostenuto dall’investitore.

L’importanza della scelta compiuta dalla Consob trova conferma nell’evidenza data alle problematiche connesse alle modalità di distribuzione dei fondi comuni dalla Commissione Europea nel “Libro verde sul miglioramento del quadro normativo relativo ai fondi comuni d’investimento nell’Unione

Europea" del 12 luglio 2005. Secondo la Commissione Europea, infatti, un miglioramento nella trasparenza dei costi complessivi dei fondi, mediante una specifica evidenza dei costi di distribuzione, può aumentare la competizione tra i partecipanti al processo di distribuzione a vantaggio degli investitori finali. Nel "Feedback Statement" del 13 febbraio 2006, contenente le risposte inviate dagli attori del mercato del risparmio gestito europeo sulle questioni sollevate nel "Libro verde", risulta confermata l'importanza della tematica dei costi di distribuzione per una migliore competitività del mercato. Di recente anche la Securities and Exchange Commission americana (Sec) ha proposto regole che aumentano la trasparenza concernente i costi connessi all'investimento nei mutual funds statunitensi, richiedendo un maggior dettaglio anche dei costi di distribuzione sia nel prospetto informativo sia nella lettera di conferma dell'investimento.

Sempre in tema di vigilanza sull'informativa ai sottoscrittori di fondi, la Commissione ha dedicato un'attenzione specifica ai cosiddetti fondi flessibili o "a gestione del rischio" (Riquadro 10).

Riquadro 10

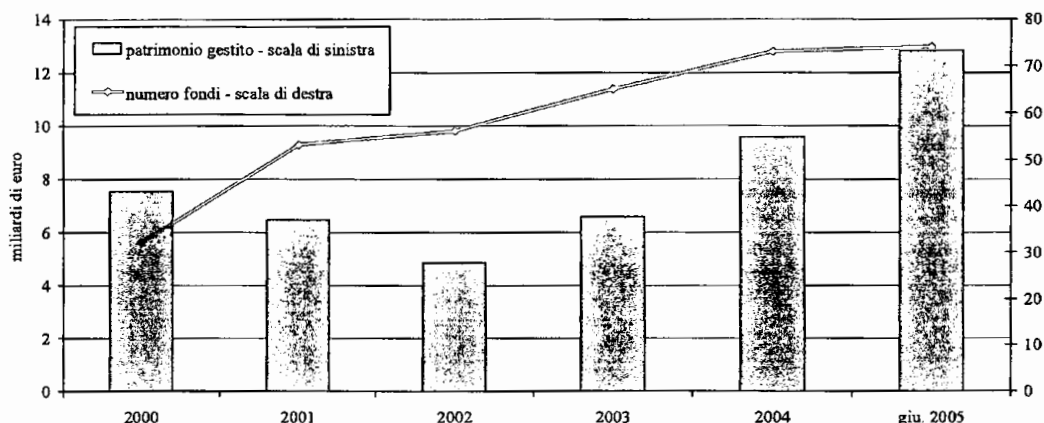
I fondi comuni aperti "a gestione del rischio" e i profili di trasparenza

Nell'ultimo decennio il mercato del risparmio gestito è stato interessato da un intenso processo di innovazione finanziaria che ha portato all'aumento di prodotti gestiti tramite tecniche sempre più sofisticate.

I vincoli fissati dalla direttiva 85/611/CEE con riguardo alle tipologie di strumenti finanziari selezionabili dai fondi cosiddetti armonizzati, ovverosia ammessi alla libera circolazione negli Stati membri, sono però risultati parzialmente ostativi all'impiego delle suddette tecniche. Con le Direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE il legislatore comunitario ha ampliato gli strumenti finanziari ammissibili, includendovi anche i derivati, nel presupposto che la tutela degli investitori sia comunque garantita dall'innalzamento del livello di *disclosure* (informazioni circostanziate nell'ambito del prospetto informativo sulla rischiosità del prodotto) e dal potenziamento della struttura organizzativa dell'intermediario (previsione di una procedura di gestione dei rischi di portafoglio).

In ambito nazionale, ai tradizionali fondi il cui livello di rischio è definito in relazione a quello di un portafoglio stilizzato di riferimento (cosiddetti fondi a *benchmark*), si è affiancato, anche in risposta all'ampliamento delle esigenze degli investitori, un numero crescente di prodotti caratterizzati da un livello di rischio espresso in valore assoluto. Si tratta, in particolare, dei fondi cosiddetti flessibili, protetti, garantiti.

I fondi flessibili sono gestiti con l'obiettivo di massimizzare il rendimento nell'ambito di un livello di rischio definito *ex ante*, senza alcun vincolo in ordine agli strumenti finanziari e ai mercati di riferimento. Da dicembre 2000 a giugno 2005, tali fondi sono più che raddoppiati (da 32 a 74), con un incremento della massa gestita di circa il 70 per cento.



Il profilo di rischio dei fondi flessibili appare particolarmente eterogeneo e, nel contempo, pone problemi di rappresentazione, vista l'impossibilità di identificare un indice che riassume i tratti, per loro natura mutevoli, di una gestione flessibile. Si è, dunque, consentita l'indicazione nel prospetto di misure di rischio alternative al *benchmark*, quali ad esempio il cosiddetto VaR (*Value at Risk*). Il VaR rappresenta la massima perdita potenziale cui è soggetto un portafoglio finanziario in un determinato arco temporale e nell'ambito di un predefinito livello di confidenza.

A fianco ai fondi flessibili, anche i fondi "protetti" e quelli "protetti e garantiti" presentano delle peculiarità per ciò che riguarda i profili di rischio. La modalità di gestione protetta mira, infatti, a contenere l'esposizione al rischio tramite l'impiego di tecniche quantitative che regolano i limiti d'investimento nei diversi strumenti finanziari. Nel caso in cui alla protezione si accompagna una garanzia prestata da una controparte terza, il risparmiatore acquisisce invece un vero e proprio diritto alla restituzione del capitale investito.

I fondi qualificati come protetti e garantiti sono quasi raddoppiati numericamente dal 2003, anno in cui furono introdotti, e sono cresciuti di circa il 70 per cento in termini di massa gestita. I fondi protetti sono caratterizzati da un ampio ricorso, al pari di molti fondi flessibili, a tecniche quantitative di monitoraggio e misurazione del rischio. Tuttavia, la modalità protetta rappresenta una qualifica gestionale e non una categoria di prodotto, pertanto, sarà sempre possibile che nell'ambito dei "protetti" vi siano fondi, ancorati alla composizione di portafoglio espressa da un *benchmark*, rispetto ai quali la protezione esprime un obiettivo di contenimento del solo rischio relativo. In ogni modo, la recente tendenza del mercato ha mostrato una predilezione per la scelta di un *asset allocation* flessibile anche per i fondi protetti.

Il pericolo di una non immediata fruibilità per l'investitore dell'informazione sulle tecniche quantitative utilizzate ha reso necessario uno specifico intervento di vigilanza in fatto di trasparenza. A tal fine, le modifiche apportate nel 2005 al Regolamento 11971/1999 hanno consentito di prevedere l'inserimento di una rappresentazione probabilistica del rendimento potenziale, da confrontarsi con il possibile risultato di un investimento di analoga durata in obbligazioni prive di rischio, all'interno della documentazione d'offerta dei fondi protetti.

A seguito delle nuove disposizioni regolamentari, l'attività di vigilanza è stata dunque particolarmente attenta a che le simulazioni espresse negli scenari di rendimento offerti agli investitori fossero svolte nel rispetto di un criterio di accuratezza scientifica, e nell'ambito di processi di stima atti a cogliere dinamiche del mercato finanziario diversificate, ma altresì ragionevoli rispetto alle condizioni attuali e prospettiche.

In tema di *corporate governance*, è proseguita l'analisi sulla struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e sulla presenza dei requisiti di indipendenza degli amministratori. Si è, in particolare, analizzata la composizione dei consigli di amministrazione delle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito al 31 dicembre 2005 (le quali, con un patrimonio complessivo di 318 miliardi di euro, rappresentavano l'83 per cento del totale del patrimonio gestito dei fondi armonizzati di diritto italiano), mettendola a confronto con l'omologo dato 2004 (Tav. 48).

Tav. 48

Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo
(numero di consiglieri)

Cariche ricoperte nelle Sgr	Cariche ricoperte nella capogruppo					Cariche in altre società del gruppo	Senza cariche nelle società del gruppo	Totale complessivo
	Presidente	Amministratore Delegato	Consigliere	Direttore Generale	Dirigente			
2005								
Amministratore Delegato						12		12
Consigliere	2	1	13	7	20	55	11	109
Consigliere esecutivo					1	7	4	12
Consigliere indipendente			2			8	13	23
Presidente	2	1	3		4	1	1	12
Presidente consigliere esecutivo			1	1		3		5
Presidente consigliere indipendente			1				3	4
Totale	4	2	20	8	25	86	32	177
2004								
Amministratore Delegato						10	1	11
Consigliere	2	2	14	8	12	54	19	111
Consigliere esecutivo		1		1		9	2	13
Consigliere indipendente						2	15	17
Presidente	1	1	3	2		6	1	14
Presidente consigliere esecutivo			1					1
Presidente consigliere indipendente			1	1		2	1	5
Totale	3	4	19	12	12	83	39	172

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi alle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito. Dati di fine periodo.

Con riferimento alle 20 Sgr del campione esaminato, nel 2005 il numero complessivo dei consiglieri è aumentato di 5 unità rispetto all'anno precedente, passando da 172 a 177; in particolare, la dinamica

riflette un aumento del numero di consiglieri che ricoprono cariche importanti nella capogruppo (+9) o nelle altre società del gruppo (+3) e una diminuzione dei consiglieri senza cariche (-7). Il numero di consiglieri esecutivi rimane molto basso in entrambi i periodi: il rapporto medio è di 1 consigliere esecutivo ogni 15 consiglieri; anche il numero di consiglieri indipendenti è basso, con una media di 1 consigliere indipendente ogni 8, contro un rapporto di 1 ogni 3 suggerito dai Codici di Autodisciplina per le società quotate; il rapporto predetto segna, tuttavia, un miglioramento rispetto all'anno precedente, in cui lo stesso era di 1 consigliere indipendente ogni 11.

Se dal punto di vista strutturale appare quantomeno sbilanciato il numero di consiglieri che non svolgono funzioni di gestione né di monitoraggio sul management, anche sotto il profilo qualitativo vi sono degli aspetti che denotano una certa arretratezza del sistema di corporate governance. In particolare, il concetto di indipendenza non sembra essere applicato appieno, se si considera quali sono i requisiti richiesti dai protocolli di autonomia dell'associazione di categoria ai fini dell'attribuzione della qualifica di indipendenza (l'assenza di deleghe operative nella società, di rapporti di affari o professionali con la Sgr o con società del gruppo). Rispetto ai requisiti auspicati, si riscontrano dei casi particolari: (i) un caso in cui un consigliere indipendente è anche esecutivo; (ii) 2 casi in cui i consiglieri indipendenti sono anche presenti nel Cda della capogruppo; (iii) 8 casi in cui i consiglieri indipendenti ricoprono altre cariche nelle società del gruppo; (iv) 7 casi in cui non vi sono consiglieri segnalati come indipendenti. Il mancato rispetto formale del requisito di indipendenza si riscontra in molte Sgr di gruppi di banche popolari.

3. I promotori finanziari

L'azione di vigilanza sui promotori finanziari nel corso del 2005 ha preso impulso, come in passato, da esposti provenienti da investitori, dall'esito di verifiche ispettive effettuate presso gli intermediari, da comunicazioni dell'Autorità Giudiziaria o della Polizia Giudiziaria e da segnalazioni degli intermediari.

Si è registrata una diminuzione delle segnalazioni di presunte irregolarità a carico di promotori finanziari. Il numero complessivo di esposti e segnalazioni esaminati nell'anno (pari a 378) è diminuito del 15 per cento rispetto al 2004 (445) e del 18 per cento rispetto al 2003 (461). Dei 378 esposti esaminati nel 2005, 112 non presentavano elementi sufficienti per avviare procedimenti sanzionatori.

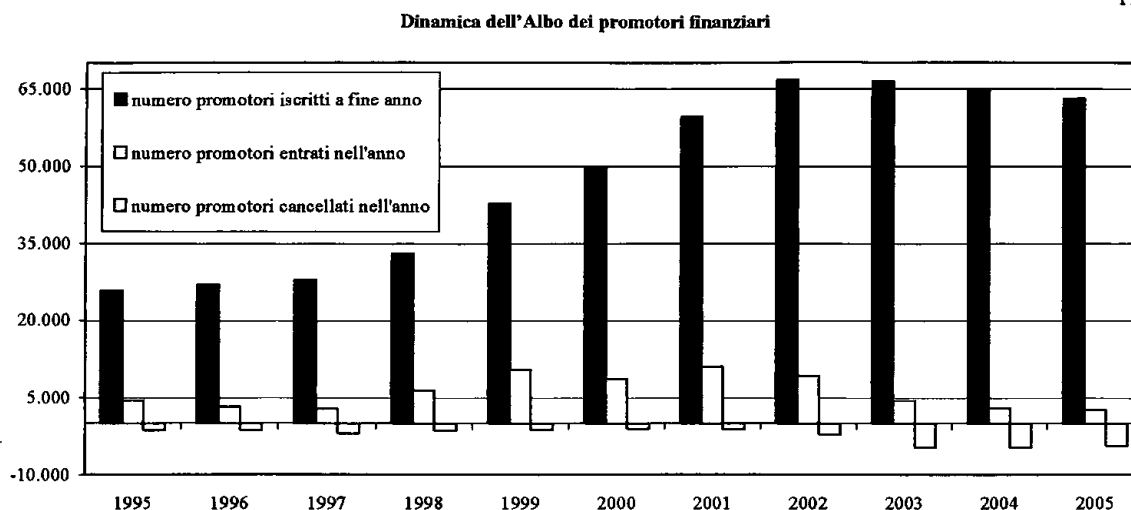
Fra queste segnalazioni vi erano, ad esempio, esposti anonimi, non attinenti alle materie di competenza dell'Istituto, assolutamente generici o riguardanti fattispecie in relazione alle quali il termine quinquennale di prescrizione risultava già decorso al momento del ricevimento della segnalazione.

La diminuzione del numero delle segnalazioni sembra correlata al migliore andamento dei mercati finanziari, che se, da un lato, ha attenuato la litigiosità degli investitori e migliorato le aspettative di buon esito degli investimenti effettuati, dall'altro, ha favorito la propensione degli operatori a tenere comportamenti coerenti con i dettami della normativa di settore.

Nel 2005 è proseguita la tendenza alla diminuzione del numero dei promotori iscritti all'Albo. A fine anno, infatti, risultavano iscritti all'Albo 63.168 promotori finanziari, a fronte dei 64.894

iscritti alla data del 31 dicembre 2004. Dal 2003 si continua dunque a registrare una progressiva flessione del numero totale dei promotori iscritti all'Albo, in controtendenza rispetto a quanto avvenuto nel periodo compreso fra il 1991 (anno di istituzione dell'Albo) e il 2002 (Fig. 53).

Fig. 53



Si segnala che, nell'ambito dei 2.692 nuovi iscritti all'Albo nel 2005 (2.982 nel 2004), 797 sono stati iscritti di diritto, ossia in regime di esenzione dalla prova valutativa, ai sensi dell'art. 3 del D.M. 11 novembre 1998, n. 472.

Il numero delle cancellazioni (pari a 4.402) è leggermente diminuito rispetto a quello dell'anno precedente (pari a 4.644). Le cancellazioni per perdita dei requisiti sono state 4, quelle per omesso pagamento del contributo di vigilanza 2.112, quelle a domanda dell'interessato 2.167, quelle per decesso 77 e quelle a seguito di radiazione 42.

IV – I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

1. I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

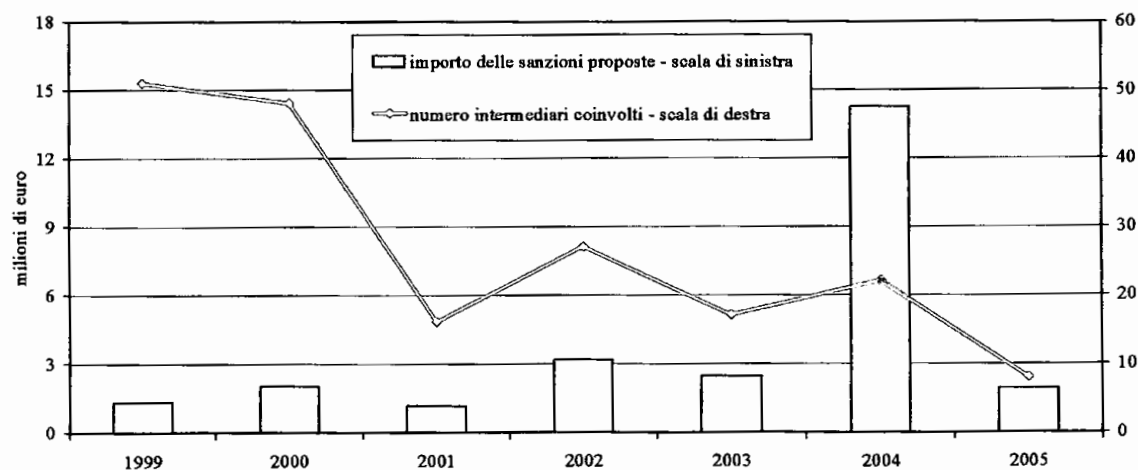
Nel 2005 l'attività di *enforcement* delle regole di condotta degli intermediari è stata caratterizzata quasi per intero dalla chiusura di una serie di procedimenti sanzionatori aventi ad oggetto la vendita di obbligazioni di società in prosieguo dichiarate in *default* o entrate in situazione di grave tensione finanziaria. Nell'anno sono stati avviati anche alcuni importanti procedimenti sanzionatori nei confronti di Sgr, che però risultavano ancora in corso a fine 2005 (si veda il precedente Capitolo III).

Essendo state inoltrate, nel corso del 2004, al Ministero dell'economia e delle finanze le proposte di sanzioni relative al caso Cirio, nonché parte delle proposte sanzionatorie relative alle obbligazioni Argentina, nel 2005 è stato completato l'invio delle proposte relative al caso Argentina, con riferimento ad altri intermediari coinvolti nella vicenda, e sono state inoltrate le proposte relative alla vendita di obbligazioni Parmalat, Giacomelli, Italtractor, Giochi Preziosi e di obbligazioni della società di telecomunicazioni americana Viatel.

Nel 2005 è stata proposta l'irrogazione di sanzioni pecuniarie per 1,9 milioni di euro, valore nettamente inferiore a quello del 2004 (che risentiva delle sanzioni relative al caso Cirio), ma sostanzialmente in linea con i valori del biennio 2002-2003. Gli intermediari sanzionati sono in larga prevalenza banche (Fig. 54 e Tav. 49).

Fig. 54

Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze nei confronti di intermediari mobiliari



Tav. 49

Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze nei confronti di intermediari mobiliari¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero intermediari coinvolti					Numero esponenti sanzionati					Importo delle sanzioni proposte				
	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale
1999	23	25	3	--	51	71	71	3	--	145	647	566	120	--	1.333
2000	13	21	14	--	48	71	88	14	--	48	986	901	100	--	1.987
2001	5	10	1	--	16	31	52	1	--	84	252	860	39	--	1.151
2002	5	12	5	5	27	90	161	6	61	318	557	1.319	136	1.147	3.159
2003	7	3	1	6	17	114	25	3	73	215	1.847	172	54	369	2.441
2004	18	3	1	--	22	504	11	1	--	516	14.087	108	55	--	14.250
2005	7	1	--	--	8	126	11	--	--	137	1.849	61	--	--	1.910

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

L'importo complessivo delle sanzioni relative alle Sim è marginale rispetto a quello riferito alle banche. Nel caso di queste ultime, i soggetti sanzionati sono stati in prevalenza gli amministratori, sebbene siano state numerose anche le contestazioni nei confronti di singoli dipendenti. Sempre con riferimento alle banche, le contestazioni hanno avuto ad oggetto pressoché in eguale misura violazioni di tipo procedurale e violazioni di tipo comportamentale; inoltre, l'importo complessivo delle sanzioni ha riguardato principalmente irregolarità nella prestazione dei servizi di negoziazione in conto proprio e di raccolta di ordini (Tav. 50).

Tav. 50

Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di esponenti aziendali di intermediari nel 2005¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	Sim		Banche		Agenti di cambio		Sgr	
	N.	Importi	N.	Importi	N.	Importi	N.	Importi
Esponenti aziendali								
Amministratori esecutivi	3	20,5	33	647,3	--	--	--	--
Amministratori non esecutivi	4	19,5	35	374,9	--	--	--	--
Presidente collegio sindacale	1	5,8	7	127,9	--	--	--	--
Altri sindaci	2	9,0	16	231,6	--	--	--	--
Direttore Generale	--	--	6	124,3	--	--	--	--
Controller	1	6,5	7	90,7	--	--	--	--
Dipendenti	--	--	22	251,8	--	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>11</i>	<i>61,3</i>	<i>126</i>	<i>1.848,5</i>	--	--	--	--
Sanzioni già irrogate con decreto ministeriale^{2,3}								
Proposte	21	61,3	439	2.883,3	--	--	--	--
Irrogate	21	61,3	439	2.883,3	--	--	--	--
Tipologia di violazione⁴								
Procedurale	11	39,2	201	1.490,6	--	--	--	--
Comportamentale	10	22,1	238	1.392,7	--	--	--	--
Servizio di investimento/Gestione⁴								
Collocamento	--	--	171	1.165,0	--	--	--	--
Raccolta ordini	--	--	257	1.496,3	--	--	--	--
Negoziiazione conto terzi	21	61,3	169	833,7	--	--	--	--
Negoziiazione conto proprio	--	--	248	1.633,6	--	--	--	--
Gestione collettiva	--	--	--	--	--	--	--	--
Gestione individuale e collettiva	--	--	--	--	--	--	--	--
Gestione individuale	21	61,3	31	227,8	--	--	--	--

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati si riferiscono esclusivamente alle sanzioni che risultavano effettivamente irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze. ³ Gli importi riportati differiscono dai precedenti per effetto dell'applicazione del cumulo giuridico e il numero si riferisce al numero di violazioni commesse dagli esponenti aziendali. ⁴ I dati differiscono dai precedenti in quanto la stessa violazione può riferirsi a più servizi.

Le fattispecie più ricorrenti oggetto di contestazione hanno riguardato: (i) il mancato rispetto dei principi e delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e ad assicurare un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari; (ii) l'omessa comunicazione ai clienti di informazioni adeguate sulla natura e i rischi degli strumenti o dei prodotti oggetto di investimento (Tavv. 51 e 52).

Tav. 51

**Prime cinque tipologie di violazione, in termini di importi sanzionatori proposti,
nell'attività di vigilanza sugli intermediari mobiliari nel 2005¹**
(valori monetari in migliaia di euro)

Fattispecie di violazione	Combinato disposto	Numero violazioni	Importo sanzioni	Quota ²
Mancato rispetto dei principi e delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.	Art. 21, comma 1, lett. d), Tuf e Art. 56, Reg. Intermediari	52	553,5	19
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e ad assicurare un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari.	Art. 21, comma 1, lett. d), Tuf e Art. 56, comma 2, lett. b), Reg. Intermediari	54	436,5	15
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati, determinato dalla omessa comunicazione agli stessi di informazioni adeguate sulla natura, i rischi e le implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento.	Art. 21, comma 1, lett. b), Tuf e Art. 28, comma 2, Reg. Intermediari	56	430,6	15
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, di agire in modo da assicurare trasparenza ed equo trattamento, determinato da mancata vigilanza, per l'individuazione dei conflitti, da omessa/irregolare informativa per iscritto ai clienti su situazioni di conflitto e dall'utilizzo di moduli e formulari inadeguati.	Art. 21, comma 1, lett. c), Tuf e Art. 27, Reg. Intermediari	65	310,2	11
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati, determinato dal non avere acquisito una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi, nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire.	Art. 21, comma 1, lett. a), Tuf e Art. 29, comma 1, lett. e), Reg. Intermediari	75	308,9	10
Totale				69

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Valori in percentuale sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte.

Tav. 52

Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza nel 2005 per tipologia di intermediario
(valori monetari in migliaia di euro)

Categoria intermediario	Fattispecie di violazione	Combinato disposto	Numero violazioni	Importo sanzioni	Quota ¹
Sim	Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure di controllo interno idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.	Art. 21, comma 1, lett. d), Tuf e Art. 57, Reg. Intermediari	11	39,2	64
Banche	Mancato rispetto dei principi e delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.	Art. 21, comma 1, lett. d), Tuf e Art. 56, Reg. Intermediari	52	553,5	19

¹ Incidenza percentuale della fattispecie di violazione sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte per tipologia di intermediario. Valori in percentuale.

Per ciò che concerne i promotori finanziari, nel corso del 2005 la Commissione ha adottato complessivamente 88 provvedimenti sanzionatori e 24 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività. Inoltre, sono state trasmesse all'Autorità Giudiziaria 59 segnalazioni relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore (Tav. 53).

Tav. 53

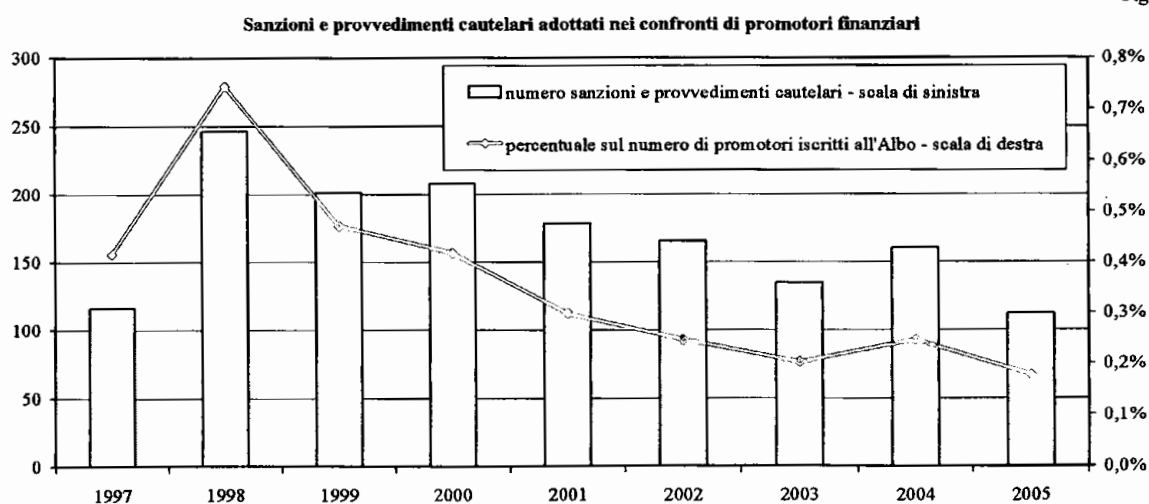
Provvedimenti nei confronti dei promotori e segnalazioni all'Autorità Giudiziaria

Tipo di provvedimento							
Richiamo	Radiazione dall'Albo	Sanzioni		Totale	Provvedimenti cautelari	Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	
		Sospensione dall'Albo a tempo determinato	Sanzione amministrativa pecuniaria		Sospensione dell'attività a tempo determinato ¹		
1997	8	39	5	--	52	64	58
1998	11	86	73	--	170	76	137
1999	2	70	51	4	127	74	106
2000	21	49	73	26	169	39	134
2001	29	36	48	15	128	50	72
2002	33	58	37	6	134	31	72
2003	1	56	47	5	109	26	77
2004	3	68	46	7	125	35	78
2005	1	42	41	4	88	24	59

¹ Per gli anni 1997 e 1998 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 del Tuf.

Nel complesso, il numero dei provvedimenti sanzionatori e cautelari risulta in diminuzione rispetto agli anni precedenti, così come l'incidenza sul totale dei promotori iscritti all'Albo (pari nel 2005 a circa lo 0,2 per cento; Fig. 55).

Fig. 55



La riduzione dei provvedimenti sanzionatori (da 125 nel 2004 a 88 nel 2005) è ascrivibile essenzialmente al minore numero di segnalazioni di irregolarità e al progressivo maggiore rigore nell'attivazione dei controlli da parte degli intermediari di riferimento. La diminuzione dei

provvedimenti cautelari (da 35 del 2004 a 24 del 2005) è da ricondurre alla costante flessione dei provvedimenti di interdizione dall'attività sino a un anno (pari a 3 nel 2005).

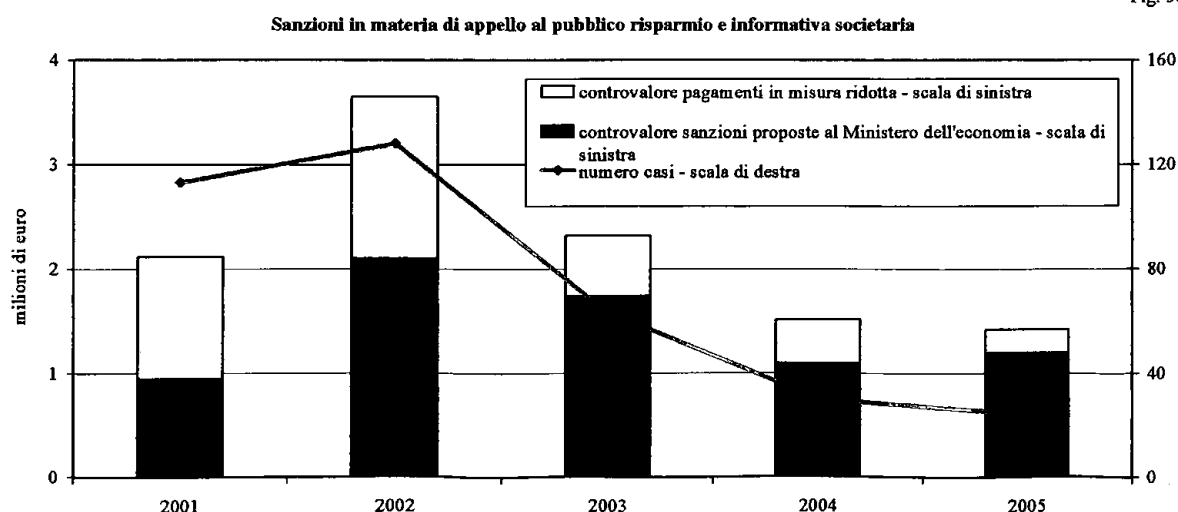
Le tipologie più gravi e ricorrenti di violazione continuano a essere: (i) l'acquisizione di mezzi finanziari di pertinenza degli investitori associata all'accettazione di mezzi di pagamento difformi da quelli previsti dalla normativa di settore; (ii) le operazioni non autorizzate dalla clientela; (iii) la simulazione di operazioni d'investimento inesistenti e il rilascio alla clientela di falsa rendicontazione, sovente proprio al fine di mascherare la sottrazione di somme di danaro. Le irregolarità relative all'acquisizione di mezzi finanziari vengono sempre più spesso poste in essere mediante il ricorso, da parte dei promotori, all'indebito utilizzo di codici segreti e password di accesso ai canali telematici riservati agli investitori.

2. I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

Nel corso del 2005 l'attività di *enforcement* delle norme in materia di sollecitazione e di informativa societaria è stata particolarmente intensa, anche se a fine anno risultavano conclusi solo alcuni dei procedimenti avviati. Nello specifico, sono stati avviati, ma non ancora conclusi, i procedimenti sanzionatori relativi alla mancata comunicazione di patti parasociali in relazione alla vicenda della scalata su Banca Antonveneta (si veda il precedente Capitolo I). Tali procedimenti sono stati avviati successivamente all'entrata in vigore della legge di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato (legge 18 aprile 2005, n. 62) che, tra l'altro, ha attribuito alla Consob la funzione decisoria in merito all'irrogazione della sanzione (oltre a escludere, per le sanzioni irrogate dalla Consob, l'applicazione delle disposizioni sul pagamento in misura ridotta contenute nell'articolo 16 della legge n. 689 del 24 novembre 1981).

L'importo complessivo delle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze e dei pagamenti in misura ridotta è stato pari a circa 1,4 milioni di euro, valore inferiore alla media degli anni precedenti (Fig. 56).

Fig. 56



I procedimenti sanzionatori conclusi nel 2005 hanno riguardato in prevalenza ipotesi di sollecitazione abusiva da parte di piccole società e banche cooperative non quotate (Tavv. 54 e 55), cui hanno fatto seguito provvedimenti di sospensione o di divieto (Tav. 56). Fra questi provvedimenti si segnalano per importanza quelli relativi all'Opa sulla Banca Antonveneta, illustrati più diffusamente nel precedente Capitolo I.

Tav. 54

Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto
(valori monetari in migliaia di euro)

Numero casi							Numero soggetti sanzionati						Importo delle sanzioni proposte					
Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale		Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	27	--	6	3	--	36	35	--	5	4	--	44	545	--	160	238	--	943
2002	14	--	12	11	--	37	24	--	18	43	--	85	1.404	--	400	300	--	2.104
2003	3	1	5	22	--	31	7	5	7	13	--	32	702	464	216	359	--	1.741
2004	4	--	2	1	--	7	7	--	2	1	--	10	1.023	--	57	10	--	1.090
2005	5	--	3	2	--	10	13	--	9	1	--	23	1.120	--	52	20	--	1.192

Tav. 55

Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni di norme in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti sanzionati						Importo delle sanzioni proposte					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	13	2	11	51	--	77	19	3	20	53	--	95	344	31	258	537	--	1.170
2002	6	1	6	78	--	91	6	1	6	77	--	90	207	103	392	845	--	1.547
2003	1	3	6	22	--	32	8	4	6	29	--	47	83	41	155	300	--	579
2004	4	6	7	6	--	23	31	6	7	6	--	50	203	62	72	83	--	420
2005	5	1	1	7	--	14	9	2	5	7	--	23	80	20	52	70	--	222

Tav. 56

Provvedimenti relativi a operazioni di sollecitazione

	Provvedimenti di sospensione cautelare	Provvedimenti di divieto	Provvedimenti di decadenza	Totale
2001	3	3	--	6
2002	2	6	--	8
2003	9	2	2	13
2004	9	7	3	19
2005	5	6	--	11

Per quanto riguarda l'informativa societaria, i procedimenti sanzionatori di maggiore rilievo hanno riguardato un emittente strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, per violazione degli obblighi di informazione societaria, e un intermediario abilitato, per violazioni della disciplina relativa alla corretta diffusione e presentazione di studi su emittenti quotati.

Sempre nel corso del 2005 e sul fronte delle società di revisione, la Commissione dopo complesse istruttorie ha adottato due provvedimenti relativi a *partner* della Deloitte & Touche Spa, con riferimento ai lavori di revisione su Parmalat Finanziaria Spa e su Tiscali Spa.

Nel primo caso, la Commissione, ai sensi dell'art. 163, comma 1, lett. a), del Tuf, ha intimato alla Deloitte & Touche Spa di non avvalersi, per un periodo di due anni, dell'attività di revisione di due *partner* responsabili della revisione svolta sui bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2001 e al 31 dicembre 2002 della Parmalat Finanziaria Spa. La sanzione è stata commisurata alla misura massima a seguito dell'accertamento di irregolarità particolarmente gravi con riferimento a diversi aspetti.

In primo luogo, la Deloitte & Touche ha erroneamente ritenuto di poter mantenere e svolgere l'incarico di revisione contabile sul bilancio d'esercizio e sul bilancio consolidato della Parmalat Finanziaria Spa al 31 dicembre 2001 e 2002 in qualità di revisore principale, pur senza svolgere la revisione dei bilanci di società rappresentanti una parte fondamentale, per la natura delle attività da queste svolte, del gruppo Parmalat.

In secondo luogo, nella fase di pianificazione dei lavori di revisione, la Deloitte & Touche, avendo sottovalutato numerosi fattori di rischio, ha effettuato un'errata valutazione del rischio globale dell'incarico; in particolare, il revisore ha valutato il rischio "greater than normal" (vale a dire un livello medio secondo la metodologia della stessa società di revisione) invece che "much greater than normal", (cioè un livello alto). Il che ha impedito l'attivazione di una misura particolarmente prudentiale per il mantenimento e lo svolgimento dell'incarico di cui si tratta, quale il coinvolgimento, nei momenti più importanti dell'incarico stesso, di figure particolarmente competenti, nonché indipendenti rispetto al partner responsabile e al team incaricato dei lavori. Conseguentemente, la sottovalutazione del rischio ha inciso su tutto il processo di revisione.

Infine, anche laddove erano stati rilevati alcuni fattori di rischio a fronte dei quali il revisore aveva individuato, quale risposta di audit, l'applicazione di un maggiore scetticismo professionale, tale approccio non risultava essere stato in concreto messo in pratica. Riprova di ciò risultavano essere le gravi carenze accertate rispetto alle verifiche svolte dal revisore sulle rettifiche di consolidamento relative alle poste "debiti verso banche e istituti finanziari" e "debiti verso altri finanziatori", carenze che sono risultate di natura ricorrente e pervasiva e che non hanno consentito alla Deloitte & Touche di acquisire gli elementi probatori sufficienti per esprimere le proprie conclusioni sulla correttezza delle citate poste nel bilancio consolidato del gruppo Parmalat.

Nel secondo caso, la Commissione ha intimato, sempre alla Deloitte & Touche Spa, di non avvalersi, per un periodo di tre mesi, dell'attività di revisione del *partner* responsabile della revisione contabile svolta sul bilancio consolidato della Tiscali Spa chiuso al 31 dicembre 2002. Tale provvedimento è stato assunto a seguito della violazione della comunicazione Consob DAC/99088450 del 1° dicembre 1999 relativa alle modalità di redazione della relazione di revisione prevista dall'art. 156 del Tuf.

In particolare, il revisore, pur avendo correttamente individuato l'inesatta iscrizione in bilancio della rettifica incrementativa della differenza di consolidamento, che avrebbe dovuto essere contabilizzata a conto economico anziché imputata direttamente a patrimonio netto, non ha rilevato e opportunamente evidenziato nella propria relazione sul bilancio consolidato 2002 della Tiscali Spa, che l'informativa resa al mercato riguardo alle motivazioni sottostanti la predetta rettifica non era aderente alla realtà conosciuta sia dagli amministratori sia dallo stesso revisore.

3. L'attività di enforcement su internet

Il 2005 è stato caratterizzato da un'intensa attività di vigilanza su *internet* e da un ulteriore affinamento dei metodi quantitativi per l'individuazione di anomalie.

Il crescente utilizzo della rete internet quale mezzo di promozione di offerte di strumenti finanziari e di servizi di investimento ovvero quale mezzo per accedere a mercati di strumenti finanziari, da un lato, e la specificità degli accertamenti di vigilanza web quanto al tecnicismo e alla strumentazione occorrenti, dall'altro, hanno reso necessario un costante affinamento della procedura di vigilanza, oltre a una intensa collaborazione in materia con altre Autorità di vigilanza, italiane ed estere. La procedura di vigilanza prevede, tra l'altro, un modello di web spidering che si basa su algoritmi di intelligenza artificiale in grado di scansionare lo spazio web sulla base di appositi criteri semantici di addestramento e, quindi, di ricercare sulla rete l'informativa inerente al caso oggetto di verifica.

Nel corso del 2005 la vigilanza ha riguardato l'esame di 432 siti *internet* e ha dato luogo a 498 azioni di *enforcement*, oltre a 264 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria e 523 segnalazioni ad altre Autorità (Tav. 57).