

all'integrità del mercato, da liquidare in favore della Consob, in qualità di Autorità di vigilanza titolare dell'interesse pubblico all'integrità del mercato.

In altri termini, la norma del Tuf, lungi dall'individuare una nuova e diversa tipologia di danno, enuclea taluni criteri, quali l'offensività del fatto, le qualità personali del colpevole e l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, che il giudice può utilizzare al fine di quantificare in via pecuniaria l'entità del danno cagionato dagli imputati nell'ambito di una valutazione eventualmente equitativa.

Tale impostazione ha di recente trovato pieno accoglimento giurisprudenziale in un caso di manipolazione del mercato. Infatti, il Tribunale di Milano, Sezione III penale, con sentenza del 27 marzo 2006, n. 3406, ha accolto la domanda risarcitoria avanzata dalla Consob e ha liquidato (quantificandolo in 30.000 euro) il danno, a essa riferibile, consistente nella lesione dell'integrità del mercato, applicando i criteri previsti dall'art. 187-undecies, comma 2 del Tuf.

Quest'ultima sentenza, ha precisato che: "Il termine danno all'integrità del mercato riportato nella formulazione dell'art. 187 undecies Tuf, va quindi riferito alla lesione arrecata alla omonima finalità istituzionale di tutela in capo alla Consob"; "spetta all'Autorità quale soggetto titolare di diritti"; "discende, di per sé, dalla consumazione del reato e attiene a un danno non patrimoniale risarcibile (anche) in via equitativa".

Negli ultimi mesi del 2006 il Tribunale di Milano ha pronunciato oltre 3 sentenze di condanna al risarcimento del danno non patrimoniale cagionato alla Consob da reati di abuso di mercato.

In primo luogo, la Sezione II penale, con sentenza n. 10580 del 25 ottobre 2006, ritenuta la responsabilità penale degli imputati per insider trading, ha liquidato in favore della Consob la somma complessiva di € 92.767,00 a titolo di danno patrimoniale e non patrimoniale. Inoltre, la Sezione III penale, con sentenza del 25 ottobre 2006, ritenuta la responsabilità penale dell'imputata per insider trading, ha quindi liquidato in € 30.000,00 il danno non patrimoniale patito dalla Consob. Da ultimo, la sentenza n. 11400 del 23 novembre 2006, emessa dalla Sezione I penale, ritenuta la responsabilità dei due imputati per aggrottaggio su strumenti finanziari, ha liquidato in favore della Consob la somma complessiva di € 6.000.000,00, a titolo di danno, patrimoniale e non patrimoniale.

Nel 2006 sono state pronunciate 6 sentenze di condanna per abusi di mercato, 7 di patteggiamento, 2 di assoluzione e 2 di non luogo a procedere (Tav. C2.6).

Nel corso del 2006 si è celebrata presso il Tribunale di Milano l'udienza preliminare del procedimento penale avviato nei confronti di numerosi esponenti aziendali, dipendenti e revisori dell'intermediario Bipop-Carire, imputati, tra l'altro, del reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob e della Banca d'Italia. Il Giudice per l'udienza preliminare ha emesso sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti ex art. 444 c.p.p. nei confronti di alcuni degli imputati nonché sentenza di non luogo a procedere ex art. 425 c.p.p., nei confronti di due imputati.

Tav. C2.6

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
2006	–	–	16 ⁵	7	6 ⁶	2 ⁷	2 ⁸	–	33

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. ⁵ In 2 casi la Consob non si è costituita parte civile. ⁶ In 2 casi la sentenza di primo grado è stata impugnata. In un caso, la sentenza è stata pronunciata dalla Suprema Corte di Cassazione. ⁷ Il giudice ha emesso sentenza di assoluzione per non aver commesso il fatto e ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini della eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf. Un'altra sentenza è stata emessa dalla Suprema Corte perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato. ⁸ Le sentenze sono state emesse con formula "per non aver commesso il fatto" e perché il fatto non costituisce reato.

La Consob si è costituita parte civile nell'ambito del procedimento penale instaurato, innanzi al Tribunale di Milano, nei confronti di taluni esponenti aziendali o dipendenti di banche, di branch italiane di banche estere e di una società di gestione del risparmio italiana, persone giuridiche imputate ex legge n. 231/2001, le cui condotte descritte nei capi di imputazione sono state ritenute tutte riconducibili all'unica fattispecie di aggio informativo consumata nell'ambito del caso Parmalat. In relazione a tale vicenda, prosegue innanzi al medesimo Tribunale la fase dibattimentale del procedimento penale instaurato nei confronti di esponenti aziendali, revisori e consulenti del gruppo Parmalat, imputati dei reati di aggio, falso in bilancio e ostacolo alle funzioni di vigilanza, ove la Consob si è ugualmente costituita parte civile.

Di particolare rilievo è l'ordinanza con cui il Tribunale di Milano, Sezione III penale, in data 16 marzo 2006, ha ritenuto di includere tra gli insiders primari anche un soggetto che rivestiva la carica di componente del consiglio di amministrazione di una società diversa dall'emittente dei titoli oggetto di insider trading. Sul punto, è stato rilevato che «la previsione normativa dell'insider in possesso dell'informazione privilegiata in ragione dell'esercizio di una funzione pubblica» è «evidentemente irriducibile al novero degli emittenti quotati e dei soggetti che li controllano. La disposizione contempla, piuttosto, la trasmissione della qualifica di insider primario anche ai soggetti esterni all'emittente che ricevano informazioni ancora privilegiate per ragioni di esercizio di una funzione, un ufficio, una professione».

Giova evidenziare che l'interpretazione appena esposta è stata avallata anche dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione, la quale ha specificato che «Il nuovo art. 184 del d.lgs.

n. 58 del 1998, prevede infatti che soggetto attivo del reato di abuso di informazioni privilegiate possa essere non solo chi abbia un ruolo all'interno della società emittente dei titoli cui le informazioni si riferiscono, ma anche chi sia in possesso di tali informazioni in ragione "dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio". Ed è indiscusso che debba qualificarsi come un ufficio privato il ruolo di amministratore (...)» (Cass. Pen., Sez. V, 31 luglio 2006, n. 1465).

Degna di nota è anche l'ordinanza resa dal Tribunale Milano, Sezione III penale, resa in data 25 ottobre 2006, ove, con riguardo al reato di cui all'art. 184 del Tuf, è stata espressamente ammessa la configurabilità del concorso in insider trading primario, che «si realizza come figura di concorso dell'extraneus nel reato proprio. Ciò accade quando l'outsider, nella consapevolezza della qualifica rivestita e delle funzioni svolte dall'insider, lo istiga, lo determina (concorso morale) o lo aiuta – ponendo in essere una parte della condotta tipica o una condotta atipica di efficace supporto rispetto alla realizzazione della condotta tipica (concorso materiale) – consapevolmente a realizzare una delle condotte di abuso di informazioni privilegiate previste dall'art. 184».

In tal modo, è stata ammessa, in via generale, la possibilità che un soggetto (extraneus), ancorché privo della qualità personale richiesta dalla legge per un determinato reato, concorra con il cosiddetto soggetto qualificato (intraneus) alla commissione del medesimo reato, risultandone penalmente responsabile ex art. 110 c.p..

In un'ulteriore pronuncia, la Corte di Cassazione ha annullato senza rinvio una sentenza di condanna resa dalla Corte di Appello di Brescia nei confronti di un imputato per il reato di insider trading di cui al previgente art. 180, comm. 1, del Tuf (oggi art. 184, comma 1), "perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato". In tale sentenza è stato, in particolare, chiarito che il predetto reato di insider trading è, alla luce delle profonde modifiche innovate dalla legge n. 62/2005, ora effettivamente configurabile soltanto «nei confronti di chi partecipi alla società emittente, oltre che nei confronti di soggetti investiti di particolari uffici (...). Il socio partecipe del capitale di altre società, diverse da quella emittente i titoli oggetto delle informazioni privilegiate, può rispondere ora solo di un illecito amministrativo (art. 187-bis del d.lgs. n. 58 del 1998)».

2. La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel corso del 2006 la Commissione ha approvato, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf, diverse modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e alle relative Istruzioni.

Nel mese di febbraio, la Consob ha approvato alcune modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e alle relative Istruzioni riguardanti: (i) l'estensione della funzionalità dei cross-order per i mercati Mta, Mot e Sedex; (ii) l'introduzione delle proposte combinate "tailor made"; (iii) i requisiti per l'ammissione a quotazione dei covered warrant, dei certificates e delle obbligazioni strutturate; (iv) l'introduzione di una specifica disciplina della procedura di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari già ammessi in un altro mercato; (v) la disciplina della sospensione e della revoca degli emittenti nonché alcune modifiche conseguenti al recepimento della direttiva sugli abusi di mercato.

Successivamente, la Consob ha approvato modifiche alle Istruzioni al Regolamento relative:

- (i) alla disciplina delle rettifiche alle operazioni non regolate, in caso di pagamento di dividendi;*
- (ii) alla rettifica dei contratti di opzione su azioni e futures su azioni, in caso di distribuzione di dividendo straordinario;*
- (iii) alla disciplina del buy-in volontario per operazioni non garantite da controparte centrale.*

La Consob ha poi approvato ulteriori modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana concernenti: (i) la disciplina delle analisi finanziarie; (ii) il recepimento della direttiva prospetti e gli obblighi informativi degli Oicr; (iii) la disciplina degli specialisti; (iv) il mercato Sedex e il mercato Tah (after hours) in relazione, rispettivamente, alla nuova definizione di certificate e alla limitazione della negoziabilità sul mercato after hours di alcune tipologie di covered warrant e di certificates.

Nel giugno 2006 la Consob ha approvato le modifiche alle Istruzioni del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana concernenti: (i) la disciplina dei "block traders" su future sull'indice S&P/Mib; (ii) l'introduzione di opzioni a lungo termine su azioni; (iii) gli obblighi degli operatori market maker su opzioni. Ulteriori modifiche alle Istruzioni hanno avuto ad oggetto gli schemi di comunicati price sensitive aggiornati a seguito dell'adozione, da parte della Consob, di una specifica comunicazione in materia. Infine, nel dicembre 2006, la Consob ha approvato altre modifiche alle Istruzioni in materia di ampliamento delle condizioni di illiquidità delle azioni sottostanti i contratti futures e di opzione in occasione delle quali Borsa Italiana può disporre la chiusura e la liquidazione delle relative posizioni aperte.

In seguito a una modifica dell'assetto proprietario della società di gestione dei mercati regolamentati Tlx Spa, che ha visto l'ingresso di un secondo socio che riveste il ruolo di market maker, sono state apportate modifiche allo statuto della società stessa, con particolare riferimento alle clausole aventi ad oggetto la circolazione delle azioni, la disciplina della governance societaria e l'ingresso di nuovi soci.

La Consob ha quindi approvato modifiche al Regolamento e alle Istruzioni del mercato regolamentato organizzato e gestito da Tlx Spa conseguenti l'ingresso del nuovo market maker.

In particolare, è stata introdotta la differenziazione fra strumenti "branded" (emessi da un market maker o da società appartenenti allo stesso gruppo della società di gestione) e "non branded". Per i branded l'attività di market making può essere svolta esclusivamente dal socio che ha emesso (o la cui società collegata ha emesso) il relativo strumento finanziario, mentre per i non branded l'attività di market making deve essere svolta da almeno un operatore o, qualora sul mercato Tlx operino più di due market maker, da almeno due operatori. Altre modifiche hanno riguardato gli orari di negoziazione e le modalità di esecuzione degli ordini.

In precedenza la Consob aveva approvato modifiche al Regolamento e alle Istruzioni del mercato Tlx in conseguenza dell'implementazione della nuova piattaforma di negoziazione "Click XT", relativa ai mercati Tlx e EuroTlx. Ulteriori modifiche erano state approvate con riferimento all'estensione alle azioni, ai certificati rappresentativi di azioni e agli altri titoli di capitale di rischio, della possibilità (già prevista nel caso di titoli obbligazionari) di ammettere alle negoziazioni tali strumenti finanziari in assenza di domanda da parte dell'emittente.

La Consob ha esercitato un'attenta azione di vigilanza anche sui sistemi di scambi organizzati.

L'espletamento delle funzioni di vigilanza si è svolto nell'ambito dell'ordinario controllo sull'attività svolta dai singoli sistemi di scambi organizzati; specifici controlli sono stati, tuttavia, effettuati su un sistema gestito da un soggetto sprovvisto della qualità di intermediario abilitato, al fine di verificarne l'adeguatezza delle modalità operative. La società di gestione del sistema, nelle more dell'adeguamento delle proprie procedure di funzionamento, ha deciso di sospendere l'attività di negoziazione.

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

Nell'ambito dell'attività di vigilanza nei confronti della Cassa di Compensazione e Garanzia Spa, per quanto attiene ai servizi di controparte centrale, e di Monte Titoli Spa, per quanto attiene ai servizi di gestione accentrata e di liquidazione, la Consob ha dato la propria intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione di alcune modifiche ai regolamenti che disciplinano l'operatività di tali società.

Nel mese di marzo sono state approvate modifiche concernenti il Regolamento dei sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari della Cassa di Compensazione e Garanzia e il Regolamento operativo dei servizi di liquidazione (Express II) e delle attività accessorie di Monte Titoli, motivati dalla necessità di rispettare l'impegno assunto nei confronti dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, a conclusione dell'indagine da quest'ultima svolta nel corso del 2005 in merito all'operazione di concentrazione tra Borsa Italiana Spa, Euronext ed Mts Spa.

Nel mese di agosto, il Regolamento dei servizi di compensazione e garanzia è stato oggetto di modifiche al fine di: (i) precisare i termini di irrevocabilità e definitività delle operazioni immesse nel sistema di garanzia a controparte centrale, alla luce delle variazioni intervenute in materia di sistema di liquidazione; (ii) rettificare i rapporti contrattuali nei confronti dei partecipanti, sotto il profilo dell'adesione, sospensione ed esclusione dal sistema a controparte centrale.

Il Regolamento operativo dei servizi di liquidazione è stato oggetto di modifiche nei mesi di agosto e ottobre, con riferimento a: (i) l'unificazione delle piattaforme tecnologiche di riscontro e rettifica giornalieri delle operazioni; (ii) l'introduzione di nuovi criteri di determinazione del momento di irrevocabilità e definitività, in conformità di quanto previsto dal d.lgs. n. 210 del 2001; (iii) l'introduzione di una penalizzazione, a carico dei partecipanti al sistema, in caso di ritardi nel pagamento del saldo contante della liquidazione netta; (iv) l'introduzione della procedura cosiddetta di mini-netting, la quale, limitatamente alle operazioni garantite da controparte centrale, consente, nell'ambito della liquidazione lorda, di abbinare coppie di operazioni di pari quantità di titoli in acquisto e in vendita, in modo da determinare i corrispondenti saldi netti di contante inerenti alle sole controparti centrali.

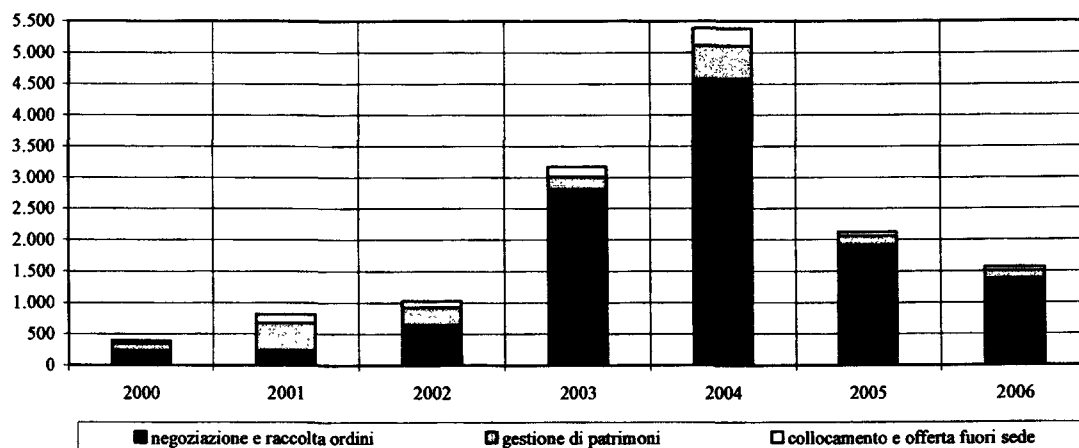
III – LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

1. Banche, Sim e agenti di cambio

Nel 2006 si è ulteriormente ridotto il numero di esposti ricevuti dalla Consob in materia di prestazione di servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio (da oltre 2.000 nel 2005 a circa 1.500; Fig. C3.1). Come negli anni passati, le controversie fra intermediari e clienti hanno riguardato in larga misura il servizio di negoziazione e, in particolare, l'informativa preventiva sulle caratteristiche degli strumenti finanziari (Tav. C3.1).

Fig. C3.1

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



Tav. C3.1

Tipologia degli esposti in materia di servizi di investimento

Oggetto dell'esposto															
Negoziazione e raccolta ordini						Gestione di patrimoni				Collocamento e offerta fuori sede					Totale
Informativa preventiva su strumenti finanziari	Oneri commissionali	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		
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
2006	881	4	27	156	317	11	33	35	40	11	29	7	—	17	1.568

Nel 2006, dopo le incisive azioni di *enforcement* poste in essere nei confronti di intermediari coinvolti nelle vicende relative ai collocamenti di obbligazioni di emittenti successivamente dichiarati in *default*, l'azione di vigilanza della Commissione è stata tesa a sensibilizzare degli operatori verso l'adozione di comportamenti virtuosi nei rapporti con gli investitori.

In questa ottica, l'attività di vigilanza continuativa sulla generalità dei soggetti abilitati è stata affiancata da iniziative mirate su specifiche aree di attività. In particolare, in ragione del peso assunto da determinati canali commerciali nella distribuzione dei prodotti finanziari e dei servizi di investimento, specifica attenzione è stata riservata al settore delle reti di vendita. In questo ambito, la vigilanza ha riguardato essenzialmente il profilo delle generali procedure di controllo interno, in particolare sull'attività dei promotori finanziari.

L'azione di vigilanza si è avvalsa di attività ispettive focalizzate sulla verifica delle procedure adottate dagli intermediari dirette a garantire, nell'ambito dell'offerta fuori sede e della prestazione del servizio di ricezione e trasmissione ordini da parte dei promotori finanziari, il rispetto degli obblighi di informativa all'investitore sulla natura e i rischi delle operazione e di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti, nonché il rispetto dei doveri dell'intermediario in tema di conflitti di interessi. Sempre con riguardo all'offerta fuori sede, è stata posta particolare attenzione anche ai controlli effettuati nei confronti delle rete distributiva.

Le procedure, costituendo la formula attraverso la quale la banca o la Sim si predispone al rispetto delle regole di condotta, individuano il "modo d'essere" dell'intermediario a prescindere dalla tipologia specifica dello strumento finanziario trattato, consentendo alla vigilanza di avere un quadro di sintesi, ma estremamente significativo e caratterizzante, della correttezza del soggetto. Infatti, in realtà operative comunque complesse, le regole di condotta non si estrinsecano soltanto nel comportamento tenuto dal personale dell'intermediario in contatto con la clientela. Il rispetto delle regole di condotta finalizzate a garantire la correttezza e trasparenza nei rapporti con i clienti presuppone la predisposizione da parte dell'intermediario (con il coinvolgimento degli organi di vertice) di criteri e meccanismi idonei a guidare e a verificare i diversi momenti di concreta interrelazione con l'investitore.

Un'altra importante area oggetto di specifiche iniziative di vigilanza ha riguardato l'attività di negoziazione in strumenti finanziari derivati non quotati con imprese non finanziarie da parte di alcuni fra i maggiori gruppi bancari italiani.

Le indagini sono state effettuate sia tramite richieste di dati e notizie ai soggetti direttamente interessati e alle società incaricate del controllo contabile, sia attraverso verifiche ispettive, ovvero richiedendo accertamenti alla Banca d'Italia (ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf). Le verifiche hanno portato alla contestazione di violazioni della disciplina sulla prestazione dei servizi di investimento e quindi all'apertura di procedimenti sanzionatori e all'attivazione di specifiche iniziative, quali la convocazione degli organi sociali, tese a garantire l'adozione di opportune misure correttive da parte degli intermediari.

Il complesso delle citate iniziative di vigilanza ha portato la Commissione ad avviare 5 ispezioni nei confronti di intermediari nel 2006 (3 Sim e 2 banche; Tav. C3.2); in 2 casi la Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf, ha richiesto alla Consob di effettuare accertamenti su profili di propria competenza. Escludendo le ispezioni su società quotate connesse a profili diversi dal rispetto della disciplina dell'intermediazione mobiliare, le verifiche ispettive concluse nel 2006 sono state 9 (di cui 7 avviate nel corso del 2004), e hanno interessato 2 Sgr (si veda anche il successivo §2), 5 Sim e 2 banche. Dei 5 accertamenti nei confronti di Sim, 3 hanno riguardato anche il rispetto della normativa in tema di antiriciclaggio, sulla base del protocollo d'intesa stipulato con l'Ufficio Italiano dei Cambi.

Tav. C3.2

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
2006	6	5	9	3	2	--	--	--	2	7	5	2	2	--	--	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, legge 157/1991. ⁵ Di cui un accertamento ai sensi dell'art. 8, legge 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.

La Commissione ha continuato a sviluppare modelli *risk based* per la definizione di piani di vigilanza e per l'individuazione degli intermediari che possono porre maggiori rischi per il conseguimento degli obiettivi istituzionali, tenendo presente anche il diverso livello di concentrazione che caratterizza l'offerta dei vari servizi di investimento e i legami di gruppo esistenti fra diverse tipologie di intermediari (Riquadro 2).

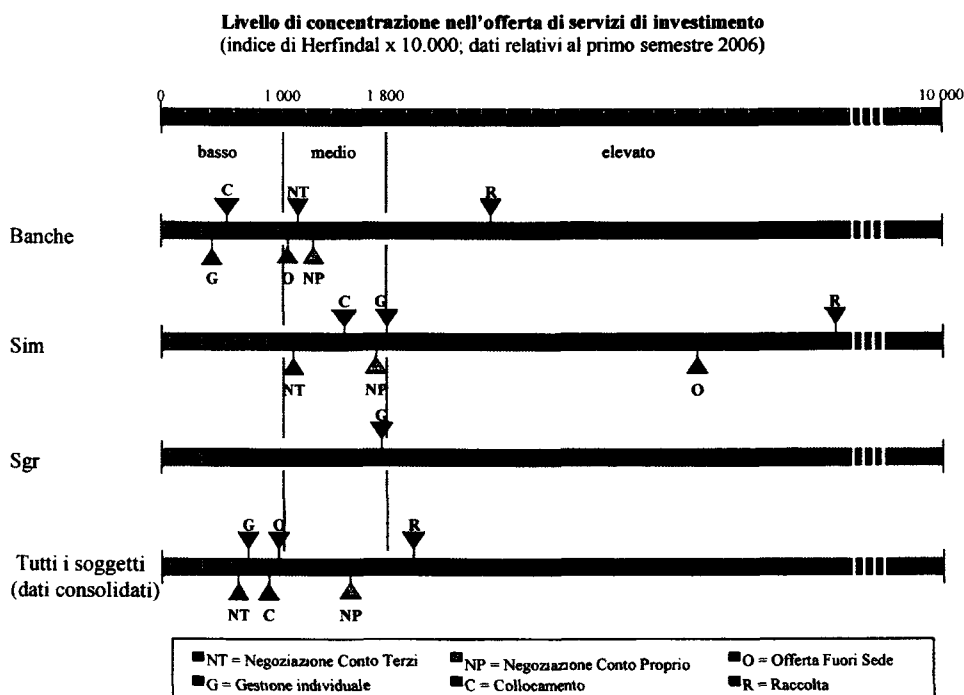
*Riquadro 2****La concentrazione nel settore dei servizi di investimento***

I dati sui volumi di operatività del primo semestre 2006 indicano che la concentrazione nell'offerta dei diversi servizi di investimento è mediamente ridotta; le sole rilevanti eccezioni sono rappresentate dai servizi di negoziazione in conto proprio e dalla ricezione e trasmissione ordini. In termini complessivi, la concentrazione rimane comunque più elevata nel comparto delle Sim rispetto a quello delle banche, poiché fra le Sim vi sono numerosi soggetti caratterizzati da dimensioni operative molto ridotte che convivono con pochi soggetti di grandi dimensioni in grado anche di competere con i maggiori intermediari bancari.

Quanto ai singoli servizi, l'elevato grado di concentrazione per la ricezione e trasmissione ordini dipende dalla presenza di alcuni intermediari specializzati nell'attività di mediazione fra investitori istituzionali relativamente a operazioni in derivati per valori nozionali particolarmente rilevanti. Per quanto riguarda la negoziazione in conto proprio, l'elevata concentrazione è ricollegabile al maggiore assorbimento di patrimonio di vigilanza generato dalla prestazione di tale servizio, che determina la presenza nel comparto di soggetti di maggiori dimensioni.

Con riferimento al servizio di gestione su base individuale, si rileva la significativa differenza fra il grado di concentrazione rilevabile per le sole banche, da un lato, e quello rilevabile per Sim e Sgr, dall'altro. Analizzando le sole banche, il livello di concentrazione risulta molto basso, mentre analizzando le sole Sim o le sole Sgr la concentrazione risulta molto più elevata. Una spiegazione del fenomeno si può ritrovare nella differente configurazione che il processo produttivo/distributivo assume per le diverse categorie di intermediari. Per Sim e Sgr l'attività di gestione è interamente svolta all'"interno" con strutture dedicate e la presenza di elevate economie di scala nella "produzione" spiega l'elevata concentrazione; Sim e Sgr dipendono però in larga parte dal sistema bancario per la distribuzione. Per le banche, al contrario, la fase commerciale riveste un ruolo preminente e si concretizza nell'instaurazione e nella cura del rapporto con la clientela che spesso è funzionale o deriva dall'instaurazione di altri rapporti commerciali. Le banche tendono dunque a focalizzarsi sugli aspetti distributivi e frequentemente delegano l'attività di concreta gestione ad altri soggetti (spesso Sgr del gruppo). In tal modo, anche le banche di minori dimensioni, tipicamente non in grado di sfruttare le economie di scala nella fase della "produzione", riescono a essere competitive nell'offerta del servizio di gestione su base individuale (oltre a potere sfruttare eventuali economie di scopo rispetto all'offerta di altri servizi investimento).

Il basso grado di concentrazione nel servizio di collocamento, con particolare riferimento alle banche, riflette sia il grado di concentrazione "a monte" nel livello di capillarità delle reti distributive delle banche (sportelli e promotori finanziari) sia la crescente rilevanza assunta dall'attività distributiva nell'ambito dei piani strategici degli intermediari mobiliari italiani. La focalizzazione di molti intermediari su questa attività spiega il fatto che l'80% delle commissioni attive incassate di banche e Sim derivano dalla distribuzione.



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

Nel 2006 la Commissione ha trasmesso al Ministero dell'economia e delle finanze le proprie valutazioni con riguardo a proposte di modifica dello statuto e del regolamento operativo del Fondo Nazionale di Garanzia deliberate dal Comitato di gestione del Fondo stesso nel corso del 2006. La Consob ha provveduto, altresì, a trasmettere al Ministero il proprio parere circa l'interpretazione della disciplina statutaria con riferimento all'avvio di una procedura di esclusione dal sistema di indennizzo per mancato pagamento di una sanzione irrogata dal Fondo a un proprio aderente.

Il Fondo Nazionale di Garanzia ha proseguito la nuova gestione avviata 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 in 23 casi di insolvenza (15 Sim e 8 agenti di cambio; Tav. C3.3).

Tav. C3.3

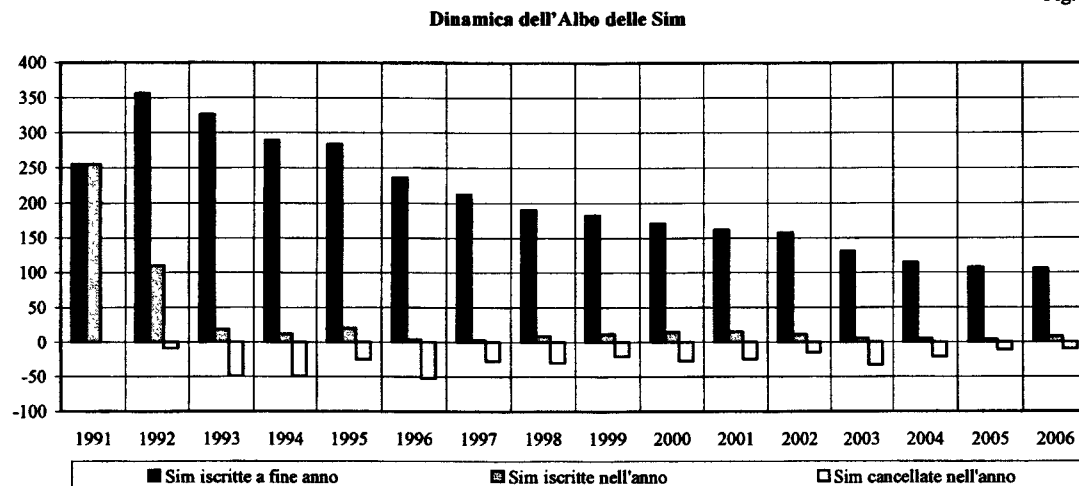
Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2006; valori monetari in migliaia di euro)

	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	—	—	—
2006	4	—	4
<i>Totale insolvenze</i>	<i>15</i>	<i>8</i>	<i>23</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>12</i>	<i>8</i>	<i>20</i>
Numero creditori ammessi	1.538	874	2.416
Importo crediti ammessi ²	32.138	37.378	69.516
Interventi del fondo ³	8.084	10.777	18.861

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.

Con riferimento alla gestione dell'Albo delle Sim, nel 2006 è proseguita la tendenza alla diminuzione dei soggetti iscritti (da 108 a fine 2005 a 106; Fig. C3.2), tendenza in atto ormai da numerosi anni.

Fig. C3.2



Vi è stata, tuttavia, una vivace dinamica delle nuove iscrizioni (8 nel 2006, contro 4 nel 2005), ancorché quasi tutte le Sim di nuova iscrizione risultassero autorizzate alla prestazione di un solo servizio di investimento (cosiddette Sim “monoservizio”). Le uscite dall'Albo, il cui numero è in linea con quello degli anni precedenti, sono dovute, invece, a cause in parte differenti da quelle riscontrate in passato; in particolare, alcune uscite sono da ricondurre all'adozione di provvedimenti amministrativi di liquidazione coatta nei confronti di intermediari molto piccoli e non appartenenti a gruppi bancari o assicurativi, a seguito di condotte irregolari eccezionalmente gravi (Tav. C3.4).

Tav. C3.4

Sim: cancellazioni dall'Albo¹

	Motivazioni								Totale
	Crisi dell'intermediario ²	Fusioni e scissioni	Liquidazione volontaria - Variazione dell'attività	Trasformazione in banca	Trasformazione in Sgr	Trasformazione da fiduciaria a sim	Non operativa ⁵	Mancato esercizio servizi autorizzati	
1992-1997	37	29	100	5	—	2	38	—	211
1998	2	7	16	4	—	—	—	1	30
1999	1	9 ³	4	—	4	2	—	—	20
2000	1	3	11	3	7	1	—	1	27
2001	1	3	6	10 ⁴	3 ⁵	—	—	—	23
2002	—	3	5	4	—	1	—	2	15
2003	2	21	8	1	1	—	—	—	33
2004	—	10	8	2	—	1	—	—	21
2005	—	3	6	1	—	—	1	—	11
2006	4	3	2	—	—	—	—	1	10

Fonte: Consob. ¹ Il dato si riferisce al numero totale delle delibere di cancellazione dall'Albo e include anche i provvedimenti relativi alla sezione speciale dell'Albo riguardante le società fiduciarie. ² Sono inclusi i decreti del Ministero dell'economia e delle finanze, i provvedimenti Consob, i fallimenti e le liquidazioni coatte amministrative. ³ È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d'azienda a una società del gruppo. ⁴ In 3 casi si tratta di operazioni di fusione per incorporazione in banche. ⁵ Si tratta di 3 operazioni di fusione per incorporazione in Sgr. ⁶ Al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).

2. Le società di gestione del risparmio

Nel corso del 2006 l'attività di vigilanza sulle Sgr è stata volta a favorire la definizione di assetti operativi finalizzati alla corretta e ordinata prestazione del servizio di gestione. La vigilanza si è concentrata sui profili della trasparenza e della correttezza dei comportamenti, con particolare riferimento al processo decisionale d'investimento (dalla fase di formulazione delle strategie generali d'investimento a quella di esecuzione delle stesse, passando attraverso la valutazione della reportistica al consiglio di amministrazione e il controllo del profilo di rischio dei fondi), alla gestione dei conflitti di interesse e alle procedure, anche di controllo interno, volte a supportare l'operatività gestoria.

I profili più critici posti in luce dall'attività di vigilanza hanno riguardato la capacità organizzativa e tecnica delle Sgr in relazione all'ampiezza della gamma di fondi offerta e il grado di indipendenza nella definizione delle strategie produttive e commerciali rispetto alle logiche dei gruppi bancari di appartenenza. Tuttavia, rispetto al primo problema, negli anni più recenti si è osservata una chiara tendenza a razionalizzare e rivedere l'offerta complessiva da parte delle Sgr (Riquadro 3).

Riquadro 3

Liquidazione, incorporazione e istituzione di nuovi fondi comuni aperti di diritto italiano nel periodo 2002-2005

Nel quadriennio 2002-2005 il panorama dei fondi italiani aperti offerti al pubblico è stato interessato da un intenso processo di trasformazione dei prodotti offerti, con liquidazioni o fusioni fra fondi e istituzione di molti nuovi fondi. La somma dei fondi liquidati o incorporati e di quelli di nuova istituzione è pari al 58% della media dei fondi esistenti fra inizio 2002 e fine 2005; il tasso di *turnover* dei prodotti è risultato quindi molto intenso.

Tasso di *turnover* dei fondi comuni aperti di diritto italiano nel periodo 2002-2005

	Fondi incorporati / liquidati	Nuovi fondi	Tasso di turnover (%)
Azionari	195	73	55,9
Bilanciati	41	45	61,0
Flessibili	21	45	90,4
Obbligazionari	124	73	50,7
Fondi di liquidità	10	6	40,5
<i>Totale</i>	<i>391</i>	<i>242</i>	<i>58,0</i>

Nota: il tasso di *turnover* è dato dal rapporto fra la somma dei fondi incorporati/liquidati e dei nuovi fondi e il numero medio di fondi esistenti nel periodo.

Complessivamente, il numero totale dei fondi si è ridotto del 12,7%, passando dai 1.166 a inizio 2001 a 1.017 a fine 2005; gran parte di questa dinamica è però concentrata nel biennio 2004-2005. La riduzione è in parte attribuibile a operazioni di fusione tra Sgr che hanno portato a una razionalizzazione della gamma dei prodotti e alla eliminazione di duplicazioni; sono però altrettanto rilevanti i casi di operazioni di razionalizzazione dell'offerta indipendenti da operazioni di concentrazione, che hanno portato in prevalenza a una riduzione dei fondi azionari e obbligazionari e a un aumento di quelli flessibili. La tendenza alla riduzione del numero di fondi commercializzati è anche da ricondurre alla situazione di difficoltà che sta attraversando l'industria italiana (si veda il §3 del Capitolo III "Gli intermediari e le famiglie" della Sezione B).

Con particolare riferimento alle società che gestiscono fondi comuni aperti di diritto italiano, l'attività della Commissione si è concretizzata in 13 richieste di dati e notizie, estese anche alle società di revisione, e in 7 interventi di convocazione degli organi sociali e in diversi incontri con gli esponenti aziendali delle Sgr.

In particolare, la Commissione ha intrapreso un'azione di monitoraggio finalizzata a verificare il rispetto delle norme di correttezza comportamentale da parte delle Sgr di medie e grandi dimensioni che gestiscono fondi aperti, concentrandosi su un campione di soggetti che a fine 2006 rappresentava il 16% circa del patrimonio gestito complessivo.

L'indagine, relativa all'operatività nel biennio 2004-2005, ha condotto all'individuazione di aree di criticità riconducibili essenzialmente: a) alla scarsa formalizzazione delle indicazioni di investimento (strategiche e tattiche) del sistema di deleghe operative e dei controlli di linea sul rispetto dei limiti normativi e di regolamento; b) all'accentuata manualità nelle modalità operative di effettuazione di alcune fasi della gestione degli ordini; c) all'incompletezza delle verifiche effettuate dalla funzione di controllo interno e della rappresentazione agli organi sociali degli esiti dei controlli svolti; d) all'incompletezza delle procedure interne o al carente aggiornamento delle stesse in relazione all'evoluzione normativa e delle prassi operative. In relazione a tali aspetti, in 4 casi è stata convocata la società incaricata della revisione contabile al fine di ottenere informazioni aggiuntive. In 2 casi sono state avviate verifiche ispettive e in un caso sono stati convocati gli organi sociali al fine di indurre le Sgr interessate a esaminare i profili critici emersi nell'attività di vigilanza e a individuare le risorse organizzative e gli interventi procedurali necessari al loro superamento.

Sempre nel corso del 2006, a conclusione di una verifica ispettiva disposta nel 2005, è stato avviato un procedimento sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali di una Sgr di medie dimensioni, per inadeguatezza del processo decisionale di investimento, per carenze nelle procedure che disciplinano la prestazione dei servizi gestori e per carenze della funzione di controllo interno.

La Commissione ha proseguito l'azione di controllo sul mercato dei fondi chiusi immobiliari, in considerazione della continua crescita di tale comparto dell'*asset management*. L'azione di vigilanza si è tradotta in richieste di informazioni a 12 società operative nella gestione dei fondi immobiliari offerti al pubblico e alle rispettive società incaricate della revisione contabile. I controlli hanno riguardato le regole di *governance* e le decisioni d'investimento in situazioni di potenziale conflitto d'interesse.

Sono state convocate 6 società incaricate della revisione contabile delle Sgr e dei relativi fondi immobiliari per approfondire l'attività svolta dai revisori in merito al processo decisionale di investimento immobiliare, con particolare riferimento alle procedure per la valutazione degli immobili e la gestione dei conflitti di interesse. Per una Sgr è stato avviato un procedimento sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali, a motivo dell'assenza di procedure adeguate a supportare, anche in situazioni di conflitto di interessi, la gestione dei fondi immobiliari istituiti, nonché per l'inadeguatezza del processo decisionale di investimento concretamente posto in essere.

Nel corso del 2006 si sono poi moltiplicate le iniziative per l'autorizzazione delle Sgr dedicate alla gestione di fondi immobiliari di tipo speculativo, a motivo delle nuove opportunità offerte dalla normativa in materia. Le istruttorie per rilasciare il previsto parere alla Banca d'Italia sono state focalizzate principalmente sulla valutazione dei meccanismi interni adottati per monitorare la leva finanziaria e per accertare che l'accensione di finanziamenti per conto dei fondi, seppur effettuata tramite banche del gruppo delle Sgr, avvenisse a condizioni di mercato.

L'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale delle Sgr ha riguardato anche la gestione dei fondi mobiliari chiusi, specializzati nell'investimento in azioni di società medio-piccole non quotate (cosiddette Sgr di *private equity*), con particolare riguardo all'individuazione di misure adeguate alla prevenzione e gestione delle situazioni di conflitto di interesse insite nelle peculiarità dell'attività svolta.

*In un caso è stato avviato un procedimento sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali di una Sgr appartenente a uno dei principali gruppi bancari italiani a motivo dell'assenza di procedure per la gestione delle situazioni di conflitto di interesse, nonché per l'inadeguatezza del processo decisionale di investimento e per carenze nei controlli interni. In considerazione delle peculiarità tipiche dei fondi di *private equity*, chiamati frequentemente a operare in presenza di situazioni di potenziale conflitto di interesse, l'azione di vigilanza si è anche avvalsa del coinvolgimento delle Associazioni di categoria, al fine di stimolare iniziative di autoregolamentazione.*

È proseguita l'azione di vigilanza sulla *governance* delle Sgr e sul possesso di requisiti di indipendenza da parte degli amministratori.

L'analisi della composizione dei consigli di amministrazione delle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito al 31 dicembre 2006 (che rappresentavano il 90% circa del patrimonio gestito totale dei fondi armonizzati di diritto italiano) evidenzia che il numero complessivo dei consiglieri è aumentato di 12 unità rispetto al 2005 (da 201 a 214), essenzialmente per effetto di un aumento dei consiglieri non esecutivi e non indipendenti. Il numero dei consiglieri esecutivi si è ridotto progressivamente nel tempo: il rapporto medio è di un consigliere esecutivo ogni 11 consiglieri nel 2005 e di uno ogni 12 nel 2006. Il numero di consiglieri indipendenti risulta basso (in media un consigliere indipendente ogni 7 nel 2006 e uno ogni 6 nel 2005) se rapportato alle indicazioni suggerite dai Codici di Autodisciplina per le società quotate (uno ogni 3). Si registra, inoltre, la tendenza a non utilizzare sempre lo stesso concetto di indipendenza definito nei protocolli di autonomia dell'associazione di categoria di settore (assenza di deleghe operative e di rapporti di affari o professionali con la Sgr o con società del gruppo); in alcuni casi, ad esempio, consiglieri segnalati come indipendenti ricoprono altre cariche nelle società del gruppo (11 casi).

Rimane elevato il numero di consiglieri che ricoprono cariche nella capogruppo o in altre società del gruppo (67% nel 2006, contro il 69% nel 2005)(Tav. C3.5).

Tav. C3.5

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

		Cariche ricoperte nelle Sgr						
		Amministratore Delegato	Consigliere	Consigliere esecutivo	Consigliere indipendente	Presidente	Presidente consigliere esecutivo	Presidente consigliere indipendente
		Totale						
		2006						
Cariche ricoperte nella capogruppo	Presidente		2					2
	Vice Presidente		2		1	2		1
	Amministratore Delegato		2			1		
	Consigliere		6		2	3		
	Consigliere esecutivo			1		2	1	
	Consigliere indipendente							
	Direttore Generale	2	6			1		
	Vice Direttore Generale		2	1				
Cariche ricoperte nella capogruppo	Dirigente	1	8			1		
	Cariche in altre società del gruppo	8	56	12	8	9	2	
	Senza cariche nelle società del gruppo	2	37	4	19	5		4
	Totale complessivo	13	121	18	30	24	3	5
		2005						
Cariche ricoperte nella capogruppo	Presidente		3					
	Vice Presidente		2		1	3		1
	Amministratore Delegato		2			1		
	Consigliere		10		2	1		
	Consigliere esecutivo			1		3	1	
	Consigliere indipendente							
	Direttore Generale	1	6			1		
	Vice Direttore Generale		2	1				
Cariche ricoperte nella capogruppo	Dirigente		8			1		
	Cariche in altre società del gruppo	9	47	12	8	10	2	
	Senza cariche nelle società del gruppo	2	28	4	20	4		4
	Totale complessivo	12	108	18	31	24	3	5

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

Infine, la Commissione ha svolto un'attenta azione di monitoraggio sulle performance e i livelli di rischio dichiarati nei prospetti informativi dei fondi flessibili, anche in virtù del crescente flusso di sottoscrizioni che ha interessato tali prodotti (si veda anche il §3 del Capitolo III "Gli intermediari e le famiglie" della Sezione B) (Riquadro 4).