

Delle 7 relazioni per ipotesi di manipolazione di mercato, 5 hanno configurato casi di manipolazione informativa e le restanti 2 di manipolazione operativa.

Le ipotesi di manipolazione di tipo informativo hanno riguardato: (i) la credit opinion diffusa da un intermediario italiano lead manager del collocamento di un prestito obbligazionario emesso su un mercato lussemburghese da una società quotata in Italia; (ii) la relazione trimestrale di una società quotata; (iii) alcuni comunicati di una società quotata in merito alla possibile ricapitalizzazione della stessa; (iv) un articolo di stampa che riportava quanto emergeva in una artefatta bozza di documento di offerta pubblica su una società quotata in Italia da parte di una società estera; (v) la dimensione della partecipazione detenuta da una banca in un'altra banca quotata.

Le 2 relazioni attinenti a ipotesi di manipolazione operativa hanno riguardato: (i) l'attività di sostegno del prezzo di una banca quotata perpetuata per molti mesi dalla stessa e da altri soggetti; (ii) alcuni tentativi di alterare i prezzi delle azioni di una società quotata tramite incroci fittizi di ordini.

Tav. 21

Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di abuso di informazioni privilegiate

	Mutamento del controllo - Opa	Risultati economici. Situazione patrimoniale e finanziaria	Operazioni sul capitale. Fusioni - Scissioni	Altre		Totale
					di cui per ipotesi di front running	
1997	7	4	2	3	--	16
1998	13	1	3	--	--	17
1999	13	4	3	2	--	22
2000	6	1	3	7	1	17
2001	9	--	2	3	2	14
2002	1	1	2	3	1	7
2003	5	2	1	5	2	13
2004	2	1	--	1	--	4
2005	--	1	--	1	1	2
2006	--	--	--	2	--	2
2007	1	1	1	--	--	3

Nelle altre 3 indagini concluse dalla Consob nel 2007 (una relativa a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, una a ipotesi di manipolazione del mercato e una a entrambe le fattispecie) non sono state formulate ipotesi di reato.

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato sono stati, rispettivamente, 12 e 7 (Tav. 22).

In un caso segnalato alla Autorità Giudiziaria, che si riferiva a fatti accaduti dopo l'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato (12 maggio 2005), la Consob ha anche avviato procedimenti amministrativi nei confronti, complessivamente, di 3 soggetti: 2 persone

fisiche e 1 persona giuridica (quest'ultimo procedimento è stato avviato ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti, art. 187-quinquies del Tuf). In un caso la Consob ha anche avviato un procedimento amministrativo nei confronti di una persona fisica per una ipotesi di abuso di informazioni privilegiate che, pur riferendosi a fatti accaduti prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato, è suscettibile di essere sanzionato solo amministrativamente a seguito della depenalizzazione delle condotte poste in essere dai cosiddetti insider secondari.

Tav. 22

Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato segnalate all'Autorità Giudiziaria

	Intermediari autorizzati ¹	Insiders istituzionali ²	Altri soggetti ³	Operatori esteri	Totale
Abuso di informazioni privilegiate					
1997	11	12	41	17	81
1998	17	31	34	32	114
1999	21	26	56	48	151
2000	24	11	149	34	218
2001	20	6	53	30	109
2002	14	1	69	21	105
2003	2	12	35	20	69
2004	--	8	7	4	19
2005	--	1	2	--	3
2006	--	7	--	--	7
2007	--	11	1	--	12
Manipolazione di mercato					
1997	3	21	--	--	24
1998	7	2	--	2	11
1999	10	5	34	2	51
2000	1	2	1	1	5
2001	4	1	1	2	8
2002	18	2	--	4	24
2003	6	--	1	--	7
2004	4	2	6	1	13
2005	--	1	7	--	8
2006	--	6	2	--	8
2007	1	4	2	--	7

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Soci, amministratori e dirigenti di società quotate. ³ Insiders secondari e i cosiddetti *tippees* (art. 180, comma 2, del Tuf).

Altri 3 procedimenti sanzionatori amministrativi sono stati avviati nei riguardi di 3 persone fisiche nei confronti delle quali, alla data dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni, erano pendenti procedimenti penali per abuso di informazioni privilegiate. Tali procedimenti si riferiscono a 3 relazioni trasmesse in anni passati dalla Consob alla Autorità Giudiziaria, i quali, a seguito della depenalizzazione delle condotte poste in essere dai cosiddetti insider secondari, si sono conclusi con sentenze di assoluzione, con conseguente trasmissione degli atti processuali alla

Consob per l'accertamento di eventuali responsabilità di tipo amministrativo (come previsto dall'art. 9, comma 6, della legge n. 62/2005, legge di recepimento della Direttiva sul Market Abuse). Nessuno dei procedimenti amministrativi citati è stato chiuso nel 2007.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli abusi di mercato, la Commissione ha formulato oltre 300 richieste di dati e informazioni a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità di Vigilanza estere (Tav. 23). Le richieste finalizzate ad assistere le Autorità di Vigilanza estere impegnate in indagini su casi di presunti abusi di mercato hanno registrato un significativo incremento rispetto all'anno precedente.

Tav. 23

Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato

	Soggetti destinatari delle richieste						Totale	
	Intermediari autorizzati ¹	Società quotate e loro controllanti o controllate	Soggetti privati		Pubbliche amministrazioni	Autorità estere		di cui per conto di Autorità estere
				di cui audizioni				
1997	220	37	49	--	22	11	339	—
1998	324	14	50	--	10	17	415	—
1999	416	22	48	10	--	21	507	—
2000	492	33	11	--	4	30	570	—
2001	247	30	93	7	10	33	413	156
2002	154	28	52	19	1	24	259	36
2003	185	15	55	29	3	27	285	38
2004	146	13	23	7	2	11	195	101
2005	140	9	47	42	--	23	219	63
2006	161	11	44	31	4	7	227	38
2007	176	12	93	51	5	16	302	70

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio.

Nel corso del 2007 la Consob si è costituita parte civile in 13 procedimenti penali (3 per *insider trading*; 9 per manipolazione del mercato, uno unicamente per ostacolo alle funzioni di vigilanza; Tav. 24). Nella maggior parte dei casi, la Commissione aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni, all'esito dell'attività di vigilanza svolta. I capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio delineano i fatti ascritti agli imputati in termini sostanzialmente coincidenti con gli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob.

In particolare, nel giugno 2007, la Consob si è costituita parte civile innanzi al Tribunale di Brescia, nel procedimento penale nei confronti di 8 persone fisiche – ex esponenti aziendali di Finmatica Spa – imputati dei reati di agguattaggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza.

Tra le costituzioni di parte civile, degna di nota è quella concernente la "vicenda Antonveneta". Il 23 novembre 2007 ha preso avvio innanzi al Tribunale di Milano l'udienza

preliminare del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche e 8 persone giuridiche responsabili ai sensi del d.lgs. 231/2001. Tali soggetti risultano imputati, a vario titolo, di diversi reati tra cui l'agiotaggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza nell'ambito della vicenda riguardante l'acquisizione del controllo sulla Banca Antoniana Popolare Veneta Spa, contesa, nel primo semestre del 2005, tra il gruppo bancario olandese ABN Amro Bank e la Banca Popolare di Lodi scarl, ora Banca Popolare Italiana sc. La legittimazione della Consob è stata confermata dal Giudice per l'Udienza Preliminare con ordinanza resa il 18 gennaio 2008, in cui è stato ritenuto: «i reati di agiotaggio in rilievo, dunque, sia nella previgente che nella nuova configurazione ledono un interesse specifico di garanzia espressamente e istituzionalmente demandato alla Consob. Ne deriva che la previsione della legittimazione a esperire l'azione civile ha costituito solo il riflesso dell'enfatizzazione e dell'incremento dei relativi poteri strumentali ma non ha inciso, invece, sulla titolarità di specifici e differenziati interessi suscettibili di lesione diretta e immediata dalla commissione di tali reati. (...) Altrettanto va affermato, quanto all'ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, attesa la relativa specificità e peculiarità direttamente strumentale al ruolo di garanzia per il mercato finanziario. L'interesse di cui è portatrice la Consob assurge, dunque, a caratteri del tutto differenziati e distinti atteso che la norma mira a tutelare direttamente le funzioni specifiche della stessa figurando come deceptus qualificato direttamente lesa dalle false comunicazioni di cui è destinataria secondo le prescrizioni normative che le prevedono espressamente. Anche in tale fattispecie è configurabile un danno immediato e diretto derivante dalla lesione dell'interesse specifico di cui è portatrice. (...)».

Definendo un procedimento penale in cui la Consob si era, invece, costituita parte civile nel 2006, il Giudice dell'Udienza Preliminare del Tribunale di Milano, con sentenza del 26 febbraio 2007, ritenuta la responsabilità dell'imputato all'esito di un giudizio abbreviato per agiotaggio su strumenti finanziari, ha accolto la domanda risarcitoria avanzata dalla Consob e ha liquidato (quantificandolo in 50 mila euro) il danno derivante dalla lesione dell'integrità del mercato, in applicazione dei criteri previsti dall'art. 187-undecies, comma 2 del Testo Unico. La sentenza, nel ritenere che «il legislatore, con la previsione dell' art. 187-undecies, comma 2, ha volutamente tipizzato e circoscritto il danno liquidabile all'Autorità di controllo, identificandolo con il danno all'integrità del mercato (...)» ha precisato che il danno va liquidato alla Consob «in via necessariamente equitativa, art. 187-undecies, comma 2, tenuto conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato».

Il Giudice dell'Udienza Preliminare del Tribunale di Roma, con sentenza n. 2556 del 1° ottobre 2007, all'esito di un giudizio abbreviato in cui la Consob si è costituita parte civile nel medesimo anno 2007, ha dichiarato l'imputato colpevole dei reati di manipolazione del mercato e di ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, di cui agli artt. 185 e 170-bis del Tuf, condannandolo al risarcimento dei danni in favore della Consob da liquidarsi in separata sede civile.

Nei primi mesi del 2008, il Tribunale di Milano ha pronunciato due ulteriori sentenze di condanna degli imputati al risarcimento, tra l'altro, del danno non patrimoniale cagionato alla Consob da delitti in materia di abusi di mercato. La Sezione I in composizione collegiale, in data 7 gennaio 2008, ritenuta la responsabilità di due esponenti aziendali di Banca Profilo Spa per agiotaggio su strumenti finanziari, ha liquidato a favore della Consob (costituitasi parte civile nel 2006) la somma di 50 mila euro in relazione alle voci di danno dalla stessa allegate. La Sezione III

penale in composizione monocratica, con sentenza del 5 marzo 2008, ritenuta la responsabilità penale degli imputati per il delitto di abuso di informazioni privilegiate, ha liquidato a favore della Consob (costituitasi parte civile nel 2005) la somma di oltre 4 milioni di euro.

Sono state, inoltre, confermate in appello, nel corso dell'anno 2007, tre sentenze pronunciate dal Tribunale di Milano nel 2006 in materia di abusi di mercato, relative a procedimenti nei quali la Consob si è costituita parte civile.

La prima sentenza (n. 1364, emessa il 12 aprile 2007 dalla Corte d'Appello di Milano, Sez. II) ha integralmente confermato – anche con riguardo alle statuizioni civili in favore della Consob – la sentenza del Tribunale di Milano n. 3406 del 27 marzo 2006, che aveva disposto la condanna dell'imputato per aver posto in essere artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo ufficiale del titolo Banca di Roma, al fine di consentire la cosiddetta "rottura" del knock-in di un'opzione put barrier collegata a un'emissione di obbligazioni reverse convertible avente ad oggetto le medesime azioni Banca di Roma. La sentenza di primo grado aveva per la prima volta riconosciuto alla Commissione, oltre al danno patrimoniale da liquidarsi in separato giudizio, la somma di 30 mila euro, a titolo di risarcimento del danno non patrimoniale cagionato dalle condotte di aggrottaggio a essa riferibile per lesione dell'integrità del mercato, facendo applicazione dei criteri previsti dall'art. 187-undecies, comma 2, del Tuf.

Nello scorso mese di novembre sono intervenute le altre due pronunce favorevoli. Si segnala, in primo luogo, la sentenza n. 3716 del 12 novembre 2007, con cui la Corte d'Appello di Milano, Sez. II, ha confermato la sentenza del Tribunale di Milano del 25 ottobre 2006 (che, ritenuta la responsabilità penale di esponenti aziendali di Unipol per il reato insider trading, aveva liquidato a favore della Consob la somma di oltre 92 mila euro) relativamente alla posizione di due imputati, anche con riguardo alle statuizioni civili in favore della Consob, mentre, avendo il terzo imputato richiesto l'applicazione della pena ex art. 599, comma 4 c.p.p., ha rideterminato la pena a carico di quest'ultimo. La fattispecie riguardava un'ipotesi di buy-back di due prestiti obbligazionari Unipol 2000-2005, posta in essere dagli amministratori di Unipol in possesso della informazione privilegiata costituita dalla conoscenza, sin dalla fine del 2001 (allorquando venivano approvati gli obiettivi del budget 2002), della decisione, da loro stessi assunta, di procedere all'estinzione in via anticipata dei prestiti obbligazionari sopra indicati.

La Corte d'Appello, nella motivazione della sentenza, si è particolarmente soffermata su due temi specifici di natura prevalentemente processuale: la competenza territoriale del Tribunale di Milano per i reati di abuso del mercato e la legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile.

Quanto al primo aspetto, la Corte ha osservato, tra l'altro, che: «...le operazioni di individuazione, registrazione degli strumenti finanziari, che, secondo la difesa appellante, individuerrebbero l'effettivo acquisto-vendita, provocando lo spostamento di competenza, consistono in annotazioni, con carattere semplicemente esecutivo, di una negoziazione contrattuale già avvenuta e realizzata a opera di intermediari. Il momento dell'acquisto è da identificare nel luogo e nel tempo in cui le proposte di negoziazione (vendita e acquisto) si incrociano telematicamente nel sistema organizzato e gestito da Borsa Italiana Spa, che gestisce, a Milano, il mercato della Borsa. Il luogo risulta ben identificato nella sede operativa del soggetto incaricato della gestione del suddetto mercato e altrettanto deve dirsi del tempo e del momento

dell'operazione acquisto-vendita, entrambi istantanei e coincidenti con la formazione dell'accordo negoziale, con l'incontro delle due proposte di negoziazione. In tale ottica la pretesa individuazione degli strumenti finanziari (in tutto coincidenti con quelli già negoziati) non equivale, come deduce la difesa appellante, a identificare il momento traslativo della proprietà, appartenendo invece, alla fase esecutiva o di registrazione dell'intervenuta negoziazione...».

Tav. 24

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

Interventi	Reato ¹	Esito al 31 dicembre 2007
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 aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione
1999	1 Insider trading e aggioaggio	sentenza di patteggiamento per 4 soggetti; sentenza di condanna per 2 soggetti
2000	1 Insider trading e aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione ³
	1 ⁴ Aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione
2001	3 Aggioaggio	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	2 sentenze di proscioglimento per prescrizione
2003	1 Insider trading	1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2004	1 Insider trading	1 sentenza di assoluzione ⁵
	2 ^{4,6} Aggioaggio	1 sentenza di patteggiamento
2005	9 ⁷ Insider trading e aggioaggio	3 sentenze di condanna ⁸ 2 sentenze di patteggiamento; 3 sentenze di non luogo a procedere
2006	11 ⁹ Insider trading, manipolazione del mercato	2 sentenze di condanna ¹⁰ 6 sentenze di patteggiamento 2 assoluzioni ¹¹ 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2007	12 ^{12,13} Insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna 2 sentenze di patteggiamento ¹⁴ 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione 1 sentenza di non luogo a procedere ¹⁵

¹ *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; aggioaggio: 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 La sentenza è stata emessa con la formula "perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato". ⁶ 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.). ⁷ Nel corso del 2005, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in un caso. ⁸ Avverso le sentenze di condanna è stato proposto appello, di cui uno tuttora pendente. Due sentenze di condanna sono state confermate in appello. Avverso una sentenza emessa nel grado di appello è stato proposto ricorso per Cassazione. ⁹ Nel corso del 2006, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in 2 casi. ¹⁰ Una sentenza di condanna è stata confermata in appello. Una sentenza di condanna è stata emessa all'esito di giudizio abbreviato; il procedimento è pendente nei confronti degli altri imputati. ¹¹ In un caso il Giudice ha altresì disposto la trasmissione degli atti ai fini della eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie ex art. 187-bis del Tuf. In un altro, la sentenza è stata emessa con la formula dubitativa ai sensi dell'art. 530, comma 2, c.p.p. ¹² Nel corso del 2007, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in un caso. In un altro caso, l'intervento era stato già proposto nel 2006 ma, a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l'intervento nel corso del 2007. ¹³ In quattro casi, i procedimenti sono stati avviati anche per il reato di ostacolo alle funzioni di vigilanza. ¹⁴ Le sentenze sono state emesse in due distinti procedimenti, di cui uno tuttora pendente nei confronti di altri imputati. ¹⁵ Con la sentenza in questione il Giudice ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale contestazione della violazione amministrativa prevista dall'art. 187-bis del Tuf. Il procedimento è tuttora in corso nei confronti di altri imputati.

Con riguardo alla legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile, nonché al danno alla stessa risarcibile, la Corte ha sostenuto: «come rileva la difesa Consob, la facoltà di costituirsi parte civile per chiedere il risarcimento dei danni, patrimoniali e non patrimoniali, causati dalle condotte concretanti abusi di mercato, discende de plano dall'applicazione dei principi generali richiamati dall'art. 74 c.p.p....In tale direzione riesce difficile condividere quanto affermato dal difensore appellante (...) se il diritto della Consob di richiedere il risarcimento dei danni era già previsto dal sistema...La norma contenuta nel nuovo art. 187-undecies Tuf non riconosce affatto alla Consob un nuovo potere poiché...la disposizione... ha portata confermativa di una facoltà derivante direttamente dall'applicazione dei principi generali... La norma riportata non introduce una nuova e diversa tipologia di danno ma indica soltanto taluni criteri dei quali il Giudice si potrà utilmente avvalere al fine di determinare l'entità del danno cagionato dagli imputati...nell'ambito di una valutazione equitativa».

Con sentenza resa in data 29 novembre 2007, la stessa Sezione II della Corte d'Appello di Milano ha confermato la decisione emessa dal Tribunale di Milano il 25 ottobre 2006, che aveva affermato la responsabilità penale dell'imputata per insider trading nella particolare forma del "front running", liquidando in 30 mila euro il danno non patrimoniale patito dalla Consob.

Nel corso del 2007 sono state pronunciate 2 sentenze di condanna per abusi di mercato, 3 di patteggiamento, una sentenza di non luogo a procedere e, infine, una di assoluzione (Tav. 25).

Tav. 25

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
2007	3	2	14 ⁹	3	2 ¹⁰	1	1 ¹¹	2	28

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 quattro casi è stato proposto appello, di cui uno tuttora pendente. Tre sentenze di condanna sono state confermate in appello. Avverso una sentenza emessa nel grado d'appello è stato proposto ricorso per Cassazione. 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. ⁹ In un caso la Consob non si è costituita parte civile. In un ulteriore caso la costituzione di parte civile è avvenuta successivamente al 31 dicembre 2007. ¹⁰ Le sentenze sono state emesse all'esito di giudizio abbreviato. ¹¹ La sentenza è stata pronunciata con la formula "perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato".

2. La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel corso dell'anno la Commissione ha approvato, a più riprese, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf, le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana e alle relative Istruzioni.

Nel mese di febbraio, la Consob ha approvato le modifiche al regolamento di Borsa Italiana deliberate dall'assemblea il 21 dicembre 2006. Le principali modifiche hanno riguardato: (i) la disciplina dello sponsor e del listing in caso di operazioni straordinarie; (ii) la revisione dei requisiti di governo societario per ottenere la qualifica Star; (iii) l'accorpamento dei mercati Mta e Mtax; (iv) il nuovo comparto ETFplus; (v) l'operatività in conto proprio dell'operatore specialista nonché il progetto di quotazione di Borsa Italiana.

Nello stesso mese, l'Istituto ha espresso, inoltre, l'assenso alle modifiche delle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana, con riferimento particolare alla disciplina dei conflitti di interesse derivanti da rapporti di natura partecipativa e creditizia fra il gruppo dello sponsor e i soggetti che detengono partecipazioni significative nell'emittente, nonché i criteri di indipendenza degli amministratori delle società Star.

Nel corso dei mesi di giugno e luglio, la Commissione ha approvato ulteriori modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana, concernenti in sintesi: (i) le azioni emesse dalle Real Estate Investment Companies; (ii) il requisito della sufficiente diffusione fra il pubblico degli strumenti finanziari; (iii) l'istituzione di un segmento del mercato degli strumenti derivati Idem dedicato alle negoziazioni di strumenti derivati sull'energia elettrica, denominato Idex; (iv) le regole di condotta per la liquidazione dei contratti. Inoltre, la Consob ha accolto le modifiche alle Istruzioni volte a integrare le disposizioni tecniche relative al segmento di mercato Idex e, in particolare, alle caratteristiche dei contratti futures sull'energia elettrica ivi negoziati e alla disciplina dei market maker.

L'istituzione di un segmento di mercato dedicato alle negoziazioni di strumenti derivati sull'energia elettrica riflette il crescente interesse delle imprese italiane nei confronti della negoziazione di strumenti di copertura dai rischi di oscillazione del prezzo dell'energia elettrica. Il prezzo dell'energia elettrica, infatti, è caratterizzato da un'elevata volatilità e ciò comporta - specialmente per le imprese che la producono, la distribuiscono o ne fanno utilizzo - l'esigenza di ricorrere a specifici strumenti di copertura, quali contratti a termine e futures.

Le caratteristiche dei contratti futures sull'energia elettrica prevedono che, alla scadenza, la liquidazione avvenga con il pagamento di differenziali in contanti, calcolati come differenza tra la media aritmetica dei prezzi dell'energia elettrica durante il periodo di consegna del future e il prezzo di regolamento giornaliero dell'ultimo giorno di negoziazione del future. Per individuare i prezzi dell'energia elettrica dei quali tener conto ai fini della liquidazione del future, Borsa Italiana fa riferimento al Prezzo Unico Nazionale di acquisto dell'energia elettrica, determinato per ciascuna ora del giorno in base agli esiti delle contrattazioni che si svolgono sul Mercato del Giorno Prima organizzato e gestito dal Gestore del Mercato Elettrico. Borsa Italiana ha infine previsto che le negoziazioni sull'Idex siano garantite da una controparte centrale, rappresentata dalla Cassa di Compensazione e Garanzia.

A giugno la Consob ha, inoltre, approvato modifiche alle Istruzioni del Regolamento di Borsa Italiana relative gli schemi di comunicato price sensitive. Tali modifiche prevedono l'introduzione di uno "standard di redazione" della dichiarazione del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili da inserire nel testo dei comunicati relativi all'approvazione dei dati contabili riferiti a periodi successivi al 1° luglio 2007.

A giugno 2007 i consigli di amministrazione di Borsa Italiana Spa e del London Stock Exchange Group plc hanno annunciato la conclusione di un accordo sui termini dell'offerta di acquisizione da parte del London Stock Exchange Group plc nei confronti di Borsa Italiana.

L'offerta ha valutato complessivamente Borsa Italiana 1,6 miliardi di euro circa, corrispondente a 100,7 euro per singola azione. Gli azionisti di Borsa Italiana che hanno accettato l'offerta rappresentano circa il 99,92% del capitale sociale.

Fra gli elementi di novità legati all'integrazione vi è l'adozione da parte di Borsa Italiana della piattaforma tecnologica "TradeElect" del London Stock Exchange. La migrazione è prevista per il settembre 2008. Tale evento richiederà un aggiornamento del regolamento dei mercati adottato da Borsa Italiana e soggetto ad approvazione della Consob.

Nell'agosto 2007 la Consob, ai sensi dell'art. 73, comma 3, del Tuf ha approvato le modifiche allo statuto di Borsa Italiana, deliberata dall'assemblea degli azionisti dell'8 agosto 2007, volte al perfezionamento della fusione con il London Stock Exchange.

Le modifiche allo statuto di Borsa Italiana hanno riguardato: (i) il trasferimento delle azioni e il diritto di prelazione; (ii) l'intervento e la rappresentanza in assemblea; (iii) la nomina del consiglio di amministrazione, del presidente e del vice presidente del consiglio di amministrazione; (iv) la convocazione del consiglio di amministrazione; (v) la disciplina delle incompatibilità relative all'amministratore delegato e al direttore generale; (vi) la durata del comitato di consultazione; (vii) la data di chiusura degli esercizi sociali nonché la nomina della società di revisione.

Le modifiche regolamentari che hanno caratterizzato, all'inizio del 2007, i mercati gestiti da Tlx Spa fanno seguito all'accordo per lo sviluppo e la promozione di tali mercati, concluso tra UniCredit Banca Mobiliare (azionista unico di Tlx Spa) e Banca Imi, nel mese di ottobre 2006.

Tale accordo prevede l'acquisizione da parte di Banca Imi di una partecipazione del 50% del capitale sociale di Tlx Spa. Lo statuto è stato adeguato alle pattuizioni contenute nell'accordo parasociale concluso tra UniCredit e Banca Imi che, in sostanza, oltre a limitare la circolazione delle azioni, disciplina la governance della società e l'ingresso di nuovi soci. Alcune delle modifiche regolamentari ai mercati gestiti da Tlx Spa sono connesse all'ingresso del nuovo socio e riflettono nuove modalità operative; altre modifiche hanno riguardato gli orari di negoziazione e le modalità di esecuzione degli ordini.

L'attività di vigilanza dell'Istituto ha riguardato, come di consueto, anche i Sistemi di scambi organizzati (Sso). Con riferimento all'avvio di nuovi sistemi, nel corso del 2007 le richieste di iscrizione all'elenco degli Sso sono state 15.

In particolare, nel mese di settembre ha avviato le negoziazioni un nuovo sistema di scambi organizzati gestito da Borsa Italiana Spa (Mercato Alternativo dei Capitali). Detto sistema, riservato a investitori professionali, prevede requisiti di accesso semplificati per l'ammissione alla negoziazione di strumenti azionari di piccole e medie imprese.

L'espletamento delle funzioni di vigilanza si è svolto nell'ambito dell'ordinario controllo sull'attività svolta dai singoli Sso e sul rispetto, da parte degli stessi, degli adempimenti previsti dalla normativa di settore.

A conclusione dei controlli mirati a verificare il funzionamento di un Sso gestito da soggetto diverso da un intermediario abilitato, la Consob ha deliberato, nel mese di aprile, l'applicazione di una sanzione amministrativa nei confronti dell'amministratore unico, nonché della società, responsabile in solido, per il mancato adempimento di obblighi informativi verso il mercato e verso la stessa Commissione. Il sistema di scambi organizzati è stato cancellato dal relativo elenco in quanto non più operativo.

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

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sui servizi di compensazione e sull'esercizio della attività di gestione accentrata di strumenti finanziari, nel mese di luglio, la Consob ha dato la propria intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione delle modifiche al Regolamento operativo della Cassa di Compensazione e Garanzia derivanti dall'estensione della sua operatività al ruolo di controparte centrale sul mercato dei derivati sull'energia elettrica, Idex.

Nel mese di marzo, la Consob ha rilasciato l'intesa alla Banca d'Italia – ai sensi di quanto previsto dal Provvedimento Banca d'Italia e Consob dell'8.9.2000 (vigente ancora per tutto il 2007) – per l'approvazione di alcune modifiche al Regolamento operativo dei servizi di liquidazione (Express II) e delle attività accessorie adottato da Monte Titoli Spa.

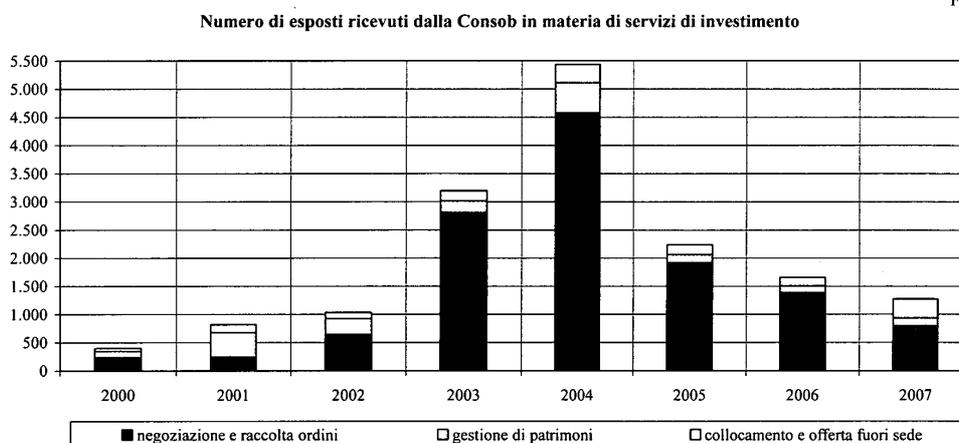
Le suddette modifiche sono state apportate al fine di regolare lo svolgimento, da parte di Monte Titoli, di alcuni servizi accessori di nuova implementazione, quali il servizio di agente di regolamento su base transnazionale, i servizi di finanziamento in titoli e contante su garanzia (erogati dalla società di gestione in nome proprio), il servizio di gestione di conti di contante (strumentale all'attività di finanziamento) e il servizio di gestione dinamica e ottimizzata delle garanzie in strumenti finanziari.

III – LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

1. Banche, Sim e agenti di cambio

Nel 2007 gli esposti ricevuti dalla Consob relativi alla prestazione di servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio hanno continuato a ridursi rispetto agli anni precedenti, sebbene continuano a essere un importante segnale per orientare l'attività di vigilanza. Sono diminuiti in particolare i reclami legati alla negoziazione e alla raccolta ordini, mentre l'incremento di quelli relativi al collocamento e all'offerta fuori sede si collega al persistere di un contenzioso relativo a prodotti collocati nel corso degli anni precedenti (Fig. 76).

Fig. 76



Nell'ambito delle iniziative di vigilanza intraprese nel 2007 la Commissione ha deciso di avviare 9 accertamenti ispettivi nei confronti di 2 banche e 4 Sim; altri 3 accertamenti hanno riguardato Sgr (si veda il successivo paragrafo 2) (Tav. 26).

Tav. 26

Attività ispettiva nei confronti di intermediari

	Accertamenti ispettivi		Accertamenti iniziati nei confronti di:					Accertamenti conclusi nei confronti di:				
	Iniziati	Conclusi	Sim ¹	Banche	Sgr ¹ /Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Sim ¹	Banche	Sgr ¹ /Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari
2003	10	14	1	9	--	--	--	5	8	1	--	--
2004	3	6	--	2	1	--	--	--	5	1	--	--
2005	12	9	4	2	6	--	--	1	4	4	--	--
2006	5	9	3	2	--	--	--	5	2	2	--	--
2007	9	9	4	2	3	--	--	2	4	3	--	--

¹ Sono incluse le società fiduciarie.

Le rilevanti modifiche al quadro regolamentare di riferimento dovute al recepimento della Mifid nel novembre 2007 hanno indotto la Commissione ad avviare, già nei mesi precedenti, un'intensa azione di dialogo con l'industria per facilitare il processo di adeguamento dei sistemi e delle strutture operative aziendali al nuovo assetto normativo.

Il confronto con gli intermediari, che proseguirà in modo mirato anche nel 2008, si è sostanziato nella formulazione di indirizzi operativi e nell'emanazione di orientamenti interpretativi di "livello 3" (si veda il Capitolo V "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali").

Nel corso del 2007 è proseguita l'attività di vigilanza nei confronti di intermediari operativi nel segmento dei derivati Otc con imprese non finanziarie ed enti pubblici. L'azione di vigilanza iniziata nel 2004 tramite un'analisi del settore si è conclusa con la definizione di alcuni procedimenti sanzionatori (si veda il successivo capitolo IV "I provvedimenti sanzionatori e cautelari"). Sulla base di verifiche ispettive condotte dalla Banca d'Italia nel 2007 è stato poi avviato un ulteriore procedimento sanzionatorio.

Le indagini della Commissione hanno messo in luce che i contratti più diffusi fra imprese ed enti pubblici erano gli interest rate swap, spesso aventi strutture complesse o "esotiche". Risultavano pure molto diffusi i contratti swap non par che prevedevano, sin dal momento della stipula, un valore di mercato negativo per i clienti; l'equilibrio finanziario della transazione veniva in alcuni casi realizzato mediante il versamento di una somma di denaro upfront da parte dell'intermediario.

Gli intermediari offrivano i derivati Otc assumendo posizioni in contropartita diretta con i clienti, che risultavano molto spesso classificati come "operatori qualificati". Grazie a tale qualificazione, gli intermediari risultavano tenuti a rispettare solamente i doveri generali di trasparenza, correttezza e diligenza, ma non quelli, molto più pregnanti e articolati, di valutazione della piena adeguatezza degli strumenti proposti o consigliati alla propensione al rischio, alla situazione patrimoniale e alle conoscenze finanziarie dei clienti.

Gli esiti dell'indagine hanno indotto la Commissione ad avviare specifiche azioni di vigilanza, esaminando analiticamente l'operatività dei principali gruppi bancari operanti sul mercato dei derivati Otc.

Sono state quindi avviate, anche in collaborazione con la Banca d'Italia, diverse verifiche ispettive per accertare le modalità di "ingegnerizzazione" dei prodotti derivati Otc e di distribuzione ai clienti non finanziari.

Le verifiche condotte hanno messo in luce che i derivati Otc sono stati generalmente proposti alla clientela come strumenti di copertura del rischio. Tuttavia si è spesso rilevata la mancanza di presidi organizzativi e procedurali che potessero assicurare che le operazioni proposte fossero effettivamente definibili di copertura, secondo le indicazioni fornite dalla Commissione in apposita comunicazione; è risultato infatti che i derivati proposti erano sovente, per loro stessa struttura, inadatti al soddisfacimento dei bisogni di copertura di aziende non finanziarie o di enti pubblici.

Si è poi rilevato che in alcuni casi non erano presenti procedure aziendali atte a ricostruire a posteriori e a giustificare il pricing dei contratti e che in alcuni casi il prezzo dei contratti era particolarmente vantaggioso per le banche. In sostanza, i derivati erano proposti alla clientela come contratti alla pari, mentre in realtà presentavano un valore di mercato negativo per i clienti.

In tali casi le procedure aziendali sono spesso risultate non idonee a garantire la ordinata, corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti derivati Otc. Sono state riscontrate carenze sia nella fase di "produzione" (procedure di ingegnerizzazione dei prodotti e di pricing, governo del processo produttivo da parte del vertice aziendale) sia nella fase "distributiva" (selezione della clientela, selezione delle operazioni e vigilanza degli addetti).

Considerate le generalizzate carenze rilevate nel settore della vendita di derivati Otc, la Commissione ha avviato un'iniziativa di vigilanza di carattere più ampio, attraverso la convocazione degli esponenti aziendali dei principali intermediari attivi nel settore, per sollecitare lo sviluppo di misure di adeguamento della struttura operativa agli obblighi normativi.

In particolare, si è raccomandato agli intermediari di valutare le reali necessità di copertura dei clienti e di suggerire i prodotti più idonei, anche tenendo conto del costo di opportunità alternative.

È stata sottolineata poi la necessità che gli intermediari si dotino di procedure di pricing trasparenti e verificabili ex post e che il processo di pricing sia predeterminato, basato su metodologie di valutazione diffuse sul mercato e oggetto di revisioni periodiche sia da parte delle strutture di front office sia da parte della funzione di controllo interno.

Sulla base delle risultanze dell'attività di vigilanza, nel corso dell'anno è stata avviata un'azione di *enforcement* nei confronti di un agente di cambio.

In particolare, la Commissione ha prima provveduto a sospendere l'operatore e a nominare un commissario incaricato della gestione e successivamente ha proposto al Ministero dell'economia e delle finanze l'adozione di un provvedimento di cancellazione dell'agente di cambio dal ruolo unico nazionale.

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 nel corso del 2007. In tale circostanza la Commissione ha evidenziato la necessità di adeguare la disciplina del sistema di indennizzo al nuovo panorama normativo di riferimento, derivante dal recepimento della MiFID.

Il Fondo 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 (Tav. 27). In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per un caso di insolvenza di una Sim nel 2007. Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell'economia e delle finanze, relativa alle insolvenze pregresse.

Tav. 27

Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2007; valori monetari in migliaia di euro)

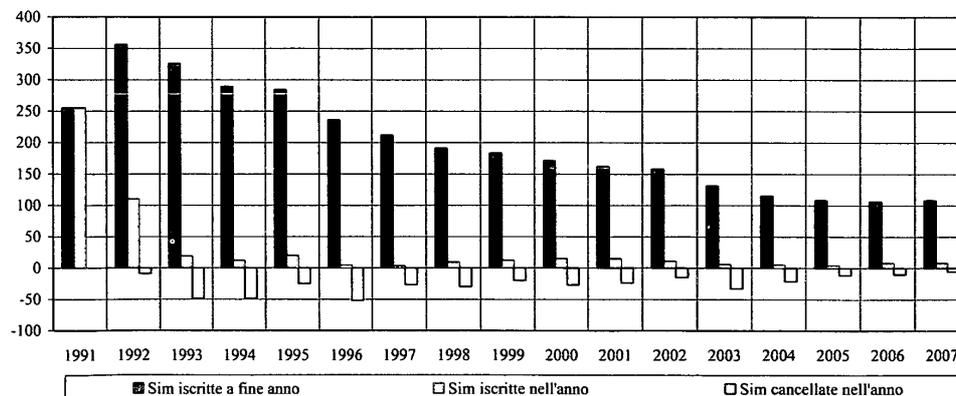
	Insolvenze ¹		
	Sim	Agenti di cambio	Totale
1997	4	1	5
1998	2	3	5
1999	1	1	2
2000	1	--	1
2001	1	--	1
2002	--	2	2
2003	2	1	3
2004	--	--	--
2005	--	--	--
2006	4	--	4
2007	1	--	1
<i>Totale insolvenze</i>	<i>16</i>	<i>8</i>	<i>24</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>14</i>	<i>8</i>	<i>22</i>
Numero creditori ammessi	1.888	878	2.766
Importo crediti ammessi ²	21.910	34.956	56.866
Interventi del fondo ³	6.004	9.801	15.805

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 47.000 euro accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso.

Nel 2007, per la prima volta dal 1992, si è registrato un incremento delle Sim iscritte nell'Albo tenuto dalla Consob (da 106 al 31 dicembre 2006 a 108) (Fig. 77); il numero di cancellazioni dall'Albo è risultato in sensibile diminuzione rispetto agli anni passati (Tav. 28).

Fig. 77.

Dinamica dell'Albo delle Sim



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 ⁶	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
2007	1	2	1	1	1	–	–	–	6

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).

Anche il numero di banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento risulta in crescita (da 736 nel 2006 a 742 nel 2007).

Nel 2007 la Commissione ha esercitato le nuove competenze di vigilanza in materia di collocamento e distribuzione di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (polizze vita dei rami III e V) previste dalla legge sul risparmio.

Sono stati esaminati 444 prospetti informativi relativi a prodotti assicurativi (161 relativi a *unit linked*, 187 relativi a *index linked* e 96 relativi a prodotti di capitalizzazione), di cui 182 sono stati oggetto di specifiche azioni di vigilanza. Tali interventi hanno spesso comportato degli approfondimenti di natura quantitativa tesi a verificare la corretta rappresentazione del profilo di rischio dei prodotti.

In generale, la vigilanza sui prospetti dei prodotti finanziari emessi da assicurazioni si è focalizzata sulla conformità dell'informativa contenuta nella documentazione d'offerta agli schemi dettati in via regolamentare, che richiedono un'indicazione qualitativa del grado di rischio del prodotto e una adeguata rappresentazione degli scenari di rendimento del capitale investito al termine della durata del contratto. È stata verificata anche la trasparenza sui profili di costo dei prodotti.

2. Le società di gestione del risparmio

La vigilanza sulle Sgr che gestiscono fondi comuni aperti si è focalizzata, in continuità con gli anni precedenti, sugli aspetti concernenti, da un lato, i meccanismi organizzativi e procedurali adottati dalle società al fine di assicurare un corretto svolgimento dell'attività gestoria e, dall'altro, sulla coerenza fra l'operatività posta in essere nell'ambito della gestione dei fondi comuni aperti e il mandato gestorio.

Nell'ambito dell'analisi relativa ai meccanismi organizzativi e procedurali adottati dalle Sgr sono state considerate società già oggetto di verifica nel triennio 2004-2006 (8 di medie dimensioni e 9 di grandi dimensioni) e società interessate da operazioni di integrazione. L'attività di vigilanza informativa si è sviluppata attraverso richieste di dati e notizie, estese in alcuni casi anche alle società di revisione contabile, in interventi di convocazione degli organi sociali e in incontri con gli esponenti aziendali di società di gestione e con le relative società di revisione.

La Commissione ha poi analizzato l'operatività degli oltre 1.000 fondi comuni aperti che risultavano operativi al 30 giugno 2007 per ciò che riguarda lo stile di gestione (attivo/passivo/flessibile) e le commissioni, con riferimento al periodo 1° gennaio 2006 - 30 giugno 2007.

Sotto il profilo dello stile gestionale è emerso che le Sgr hanno operato seguendo un approccio prudente, caratterizzato, per i fondi a benchmark, dall'allineamento delle scelte gestorie al parametro di riferimento e, per i fondi flessibili, dall'assunzione di un grado di rischio sensibilmente inferiore a quello dichiarato. Più in generale, è emerso che i fondi flessibili risultano stabilmente investiti in determinate asset class, assumendo un elevato grado di correlazione con specifici mercati di riferimento.

Sotto il profilo dei costi, si è rilevato che molti fondi con uno stile di gestione di fatto passivo hanno commissioni significativamente più elevate rispetto a prodotti simili quali i fondi passivi quotati (Etf).

Nel 2007 è proseguita l'attività di vigilanza di trasparenza sui prospetti degli Oicr italiani e di quelli esteri quotati in Italia.

Particolare attenzione è stata dedicata all'informativa sull'entità percentuale delle retrocessioni di commissioni a favore dei collocatori. Tale dato accresce la trasparenza sulla remunerazione dei collocatori e persegue l'obiettivo di rendere edotto l'investitore circa il fatto che l'attività di assistenza/consulenza prestata 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 e/o di incentivo.

Sebbene la remunerazione dei soggetti collocatori continui a rappresentare la quota preponderante del costo sostenuto dall'investitore, nel 2006 tale quota ha registrato una lieve diminuzione, passando dal 75% circa (nel 2005) al 70%.

La Commissione ha, inoltre, proseguito l'azione di controllo sul mercato dei fondi chiusi immobiliari, in considerazione della continua crescita di tale segmento dell'asset