

*Inoltre, al fine di monitorare costantemente l'evolversi della situazione, la società è stata assoggettata a obblighi di aggiornamento con cadenza mensile dell'informativa relativa ad aspetti salienti della situazione gestionale, alla valutazione della sostenibilità del fabbisogno finanziario, all'andamento dei ricavi e dei costi, nonché a notizie sulla posizione finanziaria netta a data aggiornata e sul piano di incasso del credito scaduto.*

L'attività di vigilanza sull'informativa in sede assembleare è stata orientata anche dalle tensioni che hanno caratterizzato l'andamento dei mercati finanziari nel corso del 2008. La Commissione, in particolare, ha richiesto alle banche italiane maggiormente esposte ai fattori che hanno determinato la crisi (Unicredit, Intesa Sanpaolo e Monte dei Paschi di Siena) di riportare nel bilancio 2007 informazioni integrative in merito all'operatività svolta attraverso le cosiddette *Special Purpose Entities* (quali, ad esempio, Cdo - *Collateralized debt obligation*, Siv - *Structured investment vehicle* e *Conduit*) e alla negoziazione di strumenti finanziari derivati con la clientela.

*A seguito dell'analisi delle informazioni fornite dalle banche interessate, è stato inoltre richiesto di integrare le relazioni finanziarie semestrali 2008 con specifiche informazioni in ordine agli investimenti in *Special Purpose Entities* consolidate, ai prodotti strutturati, agli strumenti finanziari derivati negoziati con la clientela, nonché al fair value degli strumenti finanziari.*

#### **4. L'informativa contabile**

Con riferimento all'attività di vigilanza in materia di informativa contabile svolta nel 2008, la Commissione è intervenuta più volte con la richiesta di chiarimenti circa alcune poste valutative di bilancio agli amministratori, ai revisori e al Collegio sindacale di società quotata, nonché di diffusione di informazioni al mercato.

Nell'ambito della periodica attività di controllo sulla correttezza contabile dei bilanci delle società quotate, la Commissione ha attivato il potere di impugnativa, ai sensi dell'articolo 157, comma 2 del Tuf, nei confronti di 2 emittenti.

*In un caso, l'attivazione da parte della Consob del potere di impugnativa ha riguardato il bilancio consolidato del gruppo Aicon al 31 agosto 2007 e ha trovato fondamento nel riscontro di violazioni dei principi contabili internazionali relativi alla contabilizzazione e valutazione dei lavori in corso e delle attività immateriali, nonché nell'incompletezza dell'informativa resa relativamente all'operatività con parti correlate. Con riferimento alle tematiche di natura contabile, sono state riscontrate carenze nel sistema dei controlli interni e nel sistema di rilevazione dei costi tali da mettere in discussione l'affidabilità complessiva dei dati e delle informazioni fornite. Le violazioni riscontrate attengono allo Ias 11 "Commesse a lungo termine", allo Ias 38 "Attività immateriali" e allo Ias 24 "Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate", nonché alla comunicazione DEM/6064293 del 28 luglio 2006 con la quale è stato prescritto agli emittenti quotati di fornire, in aggiunta alle informazioni richieste dallo Ias 24, ulteriori informazioni relative all'operatività con parti correlate.*

*Nel secondo caso, la Commissione ha ritenuto che i bilanci di esercizio e consolidato di Eutelia al 31 dicembre 2007 non fossero redatti in conformità alla normativa vigente per la valutazione delle attività immateriali e delle imposte anticipate. Per entrambe le poste contabili gli amministratori dell'emittente hanno effettuato le proprie valutazioni in merito alla recuperabilità del valore delle voci iscritte in bilancio basandosi sul contenuto di un piano industriale che presentava numerose criticità attinenti alla attendibilità e all'attualità dei dati in esso contenuti. La rilevanza degli errori riscontrati in merito alla valutazione delle immobilizzazioni immateriali e delle imposte differite attive ha, inoltre, indotto la Commissione a contestare la violazione dei requisiti di attendibilità, prudenza e completezza dei bilanci 2007 di Eutelia. Le violazioni riscontrate attengono, quindi, allo Ias 36 "Riduzione durevole di valore delle attività", allo Ias 38 "Attività immateriali", allo Ias 12 "Imposte sul reddito", nonché allo Ias 1 "Presentazione del bilancio".*

Nel 2008 è proseguita l'attività di vigilanza nei confronti delle società che versano in stato di crisi e per le quali si ritiene opportuno l'applicazione di obblighi di comunicazione mensili.

*Tali obblighi sono prescritti nei confronti di emittenti che ricadono nella previsione degli artt. 2446 e 2447 c.c. (ossia, che hanno subito perdite tali da ridurre il capitale sociale di oltre un terzo o al di sotto del minimo legale), ovvero nei confronti dei quali i revisori hanno espresso, in sede di controllo dei conti annuali o semestrali, un giudizio negativo o sono stati impossibilitati a esprimere un giudizio.*

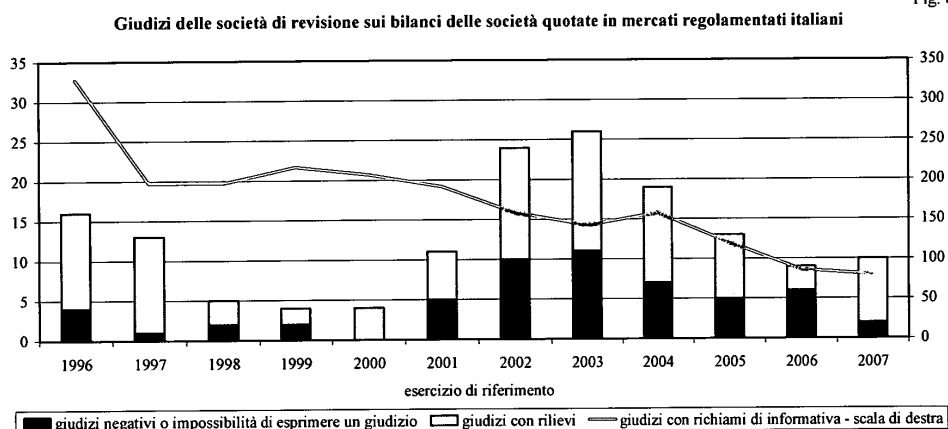
Nel corso dell'anno la Commissione ha respinto le istanze di revoca degli obblighi di comunicazione mensile formulate da alcune società, in quanto la situazione di crisi non risultava stabilmente superata. La Commissione ha altresì imposto tali obblighi a 2 emittenti portando così a 17 il numero di società quotate tenute a effettuare comunicazioni su base mensile.

### **5. La vigilanza sulle società di revisione e sugli organi di controllo interno degli emittenti**

Nel corso del 2008, le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale tenuto dalla Consob hanno esaminato 294 bilanci d'esercizio e 273 bilanci consolidati relativi all'esercizio 2007 di emittenti quotati su mercati regolamentati italiani.

In nessun caso il revisore ha espresso un giudizio negativo, mentre in 2 casi si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio; inoltre, in 8 casi è stato espresso un giudizio con rilievi (Fig. 80). Risulta sostanzialmente stabile il numero di giudizi con richiami di informativa, tra i quali figurano 5 casi in cui il revisore, pur in presenza di situazioni in cui il presupposto della continuità aziendale risulta soddisfatto, richiama l'attenzione sull'esistenza di incertezze rilevanti che possono far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale della società.

Fig. 80



Fonte: relazioni delle società di revisione. I dati riguardano diverse tipologie di giudizi o rilievi che possono essere riferiti anche a uno stesso emittente. Confronta Note metodologiche.

*Le società di revisione hanno dichiarato l'impossibilità di esprimere un giudizio con riguardo a Ipi e Fullsix, a causa di molteplici e significative incertezze sulla continuità aziendale, relative soprattutto alla capacità delle società di reperire nel breve periodo risorse adeguate a garantire la continuità operativa.*

*Nel caso di Ipi, le incertezze derivano principalmente dalla situazione di strutturale tensione finanziaria e disequilibrio economico di alcune delle principali controllate, che tra l'altro rende dubbia la possibilità per Ipi di incassare nel breve periodo i crediti vantati verso le stesse. Altre incertezze sono connesse al realizzarsi del progetto di finanziamento di una iniziativa immobiliare e alla possibilità di addivenire ad accordi con le banche per il rinnovo di debiti in scadenza e l'ottenimento di nuovi finanziamenti.*

*Nel caso di Fullsix, le incertezze riguardano: i) l'esito dell'aumento di capitale, ritenuto dagli amministratori necessario ai fini della sussistenza del presupposto della continuità aziendale (sebbene già deliberato, alla data di rilascio della relazione di revisione l'iter per l'esecuzione dell'aumento di capitale non risultava ancora completato); ii) la capacità della controllata francese e delle sue controllate di restituire un finanziamento, contratto con un istituto di credito francese, divenuto anticipatamente e immediatamente esigibile; iii) il valore in bilancio della partecipazione nella suddetta controllata francese. Per quanto riguarda il bilancio consolidato, alle incertezze che precedono si aggiunge quella relativa alla mancanza di informazioni sullo stato di liquidazione della controllata inglese, da cui potrebbe derivare passività residue in capo al gruppo.*

In altri casi le società di revisione hanno espresso rilievi per dissensi rispetto alla valutazione di determinate poste contabili o per limitazioni al processo di revisione. Tali casi hanno riguardato Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni, Everel Group, Kaitech (ora K.R. Energy), I Viaggi del Ventaglio, Richard Ginori, Sadi Servizi Industriali, Società Sportiva Lazio e Socotherm.

*Nel caso di Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni, il rilievo attiene all'impossibilità per il revisore di acquisire sufficienti elementi probativi per verificare la correttezza della valutazione in bilancio delle azioni IPI, a sua volta causata dall'impossibilità per il revisore di quest'ultima di esprimere un giudizio sul bilancio della società.*

*Per Everel Group i rilievi riguardano, tra l'altro, lo stanziamento di un fondo per rischi contrattuali per garanzie prestate a favore di una controllata in liquidazione a fronte di crediti da questa vantati nei confronti di una società estera, non facente parte del gruppo, assoggettata a procedura concorsuale.*

*Con riferimento alla Kaitech (ora K.R. Energy) i rilievi sono riconducibili a limitazioni connesse alla verifica della correttezza del valore in bilancio di partecipazioni.*

*Con riguardo a I Viaggi del Ventaglio, i rilievi attengono: i) all'adeguatezza dello stanziamento nel bilancio di una controllata di un fondo a copertura dei rischi connessi a un contenzioso vertente sulla risoluzione di un contratto d'affitto di alcune strutture alberghiere, per cui I Viaggi del Ventaglio era garante; ii) alle incertezze in merito all'esito delle azioni di ristrutturazione intraprese e che dovranno essere intraprese per risanare il deficit patrimoniale di una controllata indiretta di diritto lussemburghese; iii) alle incertezze circa il recupero delle perdite accumulate dalla controllata indiretta di diritto capoverdiano; iv) alla congruità del fondo stanziato in bilancio a copertura degli oneri derivanti dall'accertamento di maggiori imposte, oltre interessi e sanzioni, a seguito di verifica fiscale; v) alle possibili conseguenze del contenzioso (che comunque non dovrebbero essere significative) instauratosi a seguito dell'impugnativa Consob del bilancio 2006.*

*Nel caso di Richard Ginori, il rilievo attiene a dissensi sull'applicazione di principi contabili. In particolare, le svalutazioni di partecipazioni e crediti verso controllate, in parte riferibili all'esercizio precedente, sono state imputate integralmente al conto economico 2007, anziché in parte al patrimonio netto iniziale, con un effetto non quantificabile sulla perdita 2007, ma senza alcun effetto sul patrimonio netto.*

*Il rilievo formulato con riguardo a Sadi Servizi Industriali attiene alla recuperabilità di un credito verso una controllata inglese.*

*Con riguardo alla Società Sportiva Lazio, il rilievo si riferisce a dissensi sull'applicazione di principi contabili. Infatti, la Lazio ha contabilizzato in un unico esercizio, anziché differirlo, il corrispettivo per la cessione, al cessionario dei diritti televisivi e di sponsorizzazione per le stagioni 2007/2008 e 2008/2009, della facoltà di estendere lo sfruttamento dei diritti televisivi e di sponsorizzazione anche per la stagione 2009/2010, con la conseguenza che per il 2007 il patrimonio netto risulta sovrastimato e il risultato d'esercizio sottostimato.*

*Nel caso di Socotherm, i rilievi sono riconducibili a limitazioni connesse alla verifica della correttezza del valore in bilancio di una partecipazione soggetta a controllo congiunto e di una società controllata, revisionate da altro revisore, alla valutazione della correttezza del valore di iscrizione in bilancio di alcune controllate e a carenze di informativa in bilancio riguardo alcuni aspetti di un finanziamento erogato da una banca.*

*Nel corso del 2008, la vigilanza sulle società di revisione è stata realizzata tramite l'emanazione di principi di revisione, in accordo con le associazioni professionali, e*

mediante due tipologie di interventi: preventivi-sistematici (cosiddetti controlli di qualità) e successivi-specifici (cosiddetto *enforcement*).

Nel corso dell'anno, si sono conclusi i controlli di qualità su 3 società di revisione iscritte nell'Albo Consob, selezionate in quanto appartenenti alle tre diverse fasce dimensionali (grande, media e piccola) a cui è possibile ricondurre le società iscritte all'Albo. Le verifiche hanno avuto, in particolare, l'obiettivo di valutare l'adeguatezza e la corretta applicazione nelle società in esame delle procedure di controllo della qualità previste dal Documento n. 220, raccomandato dalla Consob, avente ad oggetto "*Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile*". Le stesse regole tecniche di riferimento, dettate dalla professione internazionale e nazionale, prevedono infatti la creazione di un sistema procedurale che copra tutte le aree di maggior rilievo ai fini della qualità dell'attività di *audit*.

*Si è proceduto, pertanto, a valutare la struttura organizzativa e il sistema delle procedure per il controllo della qualità delle società selezionate, al fine di verificarne l'adeguatezza, l'efficacia e l'effettiva applicazione. I controlli sono stati incentrati, inoltre, sui rapporti delle società con i rispettivi network internazionali di appartenenza, anche al fine di ricostruire il processo di recepimento, a livello locale, delle linee guida e degli standard emanati dai network a livello globale.*

In esito all'attività svolta, sono state formulate alle 3 società specifiche raccomandazioni che riportano gli interventi da effettuare per superare le carenze riscontrate e la relativa tempistica di attuazione.

Nel corso del 2008, è proseguita l'attività di *enforcement* sulle modalità di svolgimento di alcuni incarichi di revisione, conferiti ai sensi delle disposizioni del Tuf. Alla luce delle prime esperienze maturate nello svolgimento dei controlli di qualità, è stato inoltre avviato nella seconda metà dell'anno un primo intervento di vigilanza finalizzato a sviluppare sinergie tra i controlli di qualità svolti su una società di revisione e l'*enforcement* avviato su uno specifico incarico svolto dalla stessa. Ciò è stato realizzato attraverso la verifica delle modalità di applicazione delle procedure di controllo interno nello svolgimento dello specifico incarico e ha comportato la raccomandazione di interventi correttivi con riguardo, tra l'altro, alla composizione quali-quantitativa del *team* e ai presidi di controllo interni sull'incarico.

*A ciò si è aggiunto l'usuale svolgimento di approfondimenti degli specifici profili tecnici del lavoro svolto dal revisore, per accertare l'eventuale presenza di irregolarità significative e la necessità di specifici interventi sanzionatori, analogamente ad accertamenti avviati in passato e attualmente in corso.*

Permangono le incertezze derivanti dal mancato recepimento a livello nazionale della Direttiva 2006/23/CE in materia di revisione contabile (cosiddetta VIII Direttiva) che, tenuto conto della nuova delega di attuazione, dovrebbe intervenire entro giugno 2009.



Al 31 dicembre 2008 risultano iscritte nell'Albo Speciale 22 società di revisione. Nel gennaio 2008 è stata trasmessa una nuova istanza di iscrizione (Uniaudit Spa), la cui istruttoria si è peraltro conclusa con il ritiro della domanda da parte della società richiedente.

*Con delibera Consob n. 16503 del 4 giugno 2008, la Commissione ha confermato per l'anno 2008 l'ammontare delle garanzie assicurative delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale, al netto di eventuali franchigie, a copertura dei rischi derivanti dall'esercizio dell'attività di revisione contabile, già fissati per il 2007. La decisione di non modificare gli importi delle garanzie assicurative, strutturate secondo nove classi progressive di volumi d'affari, discende dall'assenza di comportamenti di mercato indicativi di una valutazione del rischio diversa rispetto a quella in base alla quale furono stabiliti l'ammontare delle garanzie per il 2007.*

*Con riferimento agli incarichi di revisione contabile svolti per l'audit 2007, dall'esame dei dati raccolti dalle società iscritte nell'Albo Speciale, si è evidenziata una lieve diminuzione del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione contabile ai sensi del Tuf, che è passato dai 2.008 dell'audit 2006 a 1.961, mentre è rimasta sostanzialmente immutata la distribuzione degli incarichi tra le società di revisione. Le prime quattro società in ordine di fatturato (PricewaterhouseCoopers Spa, Reconta Ernst & Young Spa, Deloitte & Touche Spa e Kpmg Spa) detengono infatti complessivamente il 95 per cento del mercato nazionale della revisione, a fronte del 94 per cento circa dello scorso anno.*

Per quanto concerne la vigilanza sugli organi di controllo interno delle società, la Legge sul risparmio ha attribuito alla Consob il potere/dovere di vigilare sul comportamento degli organi di controllo degli emittenti, ancorché, a differenza di quanto previsto per la vigilanza sulle società di revisione, non siano fissati modelli di vigilanza preventiva attraverso l'obbligo di effettuazione di controlli periodici.

*Nonostante non sia stato attribuito alla Consob il potere di dettare regole tecniche di comportamento, si ritiene opportuno proseguire la collaborazione avviata nella seconda metà del 2008 con le Associazioni di categoria per la redazione di principi di comportamento che, da un lato, possano più concretamente indirizzare il comportamento di tali organi e, dall'altro, rappresentino adeguati e puntuali riferimenti per l'attività di vigilanza della Commissione, nell'ottica di un innalzamento della qualità dell'attività di controllo di competenza di tali organi sociali (si veda il successivo capitolo V "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali").*

Nel corso del 2008 è entrato in vigore il regolamento in materia di limiti al cumulo degli incarichi dei componenti degli organi di controllo degli emittenti quotati e con strumenti diffusi, dando attuazione al disposto dell'art. 148-bis del Tuf, la cui introduzione rispondeva a uno specifico interesse del legislatore: garantire la disponibilità da parte dei professionisti incaricati di un tempo adeguato per lo svolgimento degli incarichi di controllo presso gli emittenti e così contribuire a un generale innalzamento della qualità dell'attività svolta da tali organi societari.

*Ai fini della gestione degli obblighi informativi introdotti dal suddetto regolamento, nei primi mesi dell'anno è stato sviluppato il sistema informativo denominato Saivic (Sistema Automatico Integrato Vigilanza Incarichi di Controllo e Amministrazione), con il quale i componenti degli organi di controllo comunicano alla Consob gli incarichi di amministrazione e controllo detenuti presso le società di capitali, trasmettendo on line i relativi dati, e verificano la propria posizione in funzione del limite previsto dalla norma regolamentare. Tale sistema consente altresì alla Consob di svolgere l'attività di vigilanza sul rispetto del limite regolamentare da parte dei soggetti obbligati (si veda il successivo capitolo VIII "La gestione interna e le relazioni con l'esterno").*

*Il sistema Saivic è stato avviato nel mese di settembre 2008, con l'invio da parte di 1.052 professionisti delle dichiarazioni relative agli incarichi detenuti alla data del 31 agosto 2008.*

*Dalle prime comunicazioni ricevute, si rileva una diminuzione del numero medio di incarichi cumulati in capo ai singoli componenti degli organi di controllo.*

## II – LA VIGILANZA SUI MERCATI

### 1. Gli abusi di mercato

Nel corso del 2008 la Commissione ha concluso 10 indagini su anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati (Tav. 23). La sussistenza di un illecito è stata ipotizzata in 6 casi, per i quali si è provveduto all'invio di una relazione all'Autorità Giudiziaria. Tali casi hanno riguardato, rispettivamente, 2 ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, 3 di manipolazione operativa e una di manipolazione informativa.

I rimanenti 4 accertamenti conclusi nel 2008 (2 relativi a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, uno a ipotesi di manipolazione del mercato e uno a entrambe le fattispecie) non hanno condotto a formulare ipotesi di reato.

Risultanze delle indagini in materia di abusi di mercato

Tav. 23

	Segnalazione di ipotesi di reato <sup>1</sup>		Accertamenti senza segnalazioni di ipotesi di reato <sup>2</sup>	Totale
		di cui per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate		
1997	19	16	33	52
1998	21	17	15 <sup>3</sup>	36
1999	30	22	8	38
2000	21	17	5	26
2001	18	14	10	28
2002	16	7	9	25
2003	16	13	10	26
2004	11	4	8	19
2005	4	2	4	8
2006	7	2	6	13
2007	10	3	3	13
2008	6	2	4	10

<sup>1</sup> Per le relazioni del 1997 e per 10 relazioni del 1998, si fa riferimento a relazioni motivate di cui all'art. 8, comma 3, della legge 157/1991, abrogato dal Tuf. <sup>2</sup> Con riferimento agli anni 1997, 1998 e 1999 il dato include le risultanze relative, rispettivamente, a 18, 3 e 1 indagine che si sono concluse senza l'invio di relazione motivata al Pubblico Ministero. A partire dall'entrata in vigore del Tuf e fino al maggio 2005 la Consob era tenuta, in ogni caso, a trasmettere al Pubblico Ministero una relazione su indagini e accertamenti effettuati. A partire dal maggio 2005 la Consob non è tenuta a trasmettere le relazioni per le quali non vengono formulate ipotesi di reato. <sup>3</sup> Di cui 9 relative ad attività di accertamento che si sono concluse prima dell'entrata in vigore del Tuf.

Le ipotesi di abuso di informazioni privilegiate hanno riguardato, rispettivamente, il passaggio del controllo di una società quotata e la diffusione di una ricerca prodotta da un analista finanziario (cosiddetto *front running* su ricerche) (Tav. 24).



Tav. 24

**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
2008	1	--	--	1	1	2

*Nel primo caso, un dipendente di una società in procinto di lanciare un'offerta pubblica di acquisto ha conseguito un profitto di circa 40 mila euro, utilizzando l'informazione privilegiata di cui era a conoscenza in ragione dello svolgimento delle proprie funzioni. Nel secondo caso, alcuni soggetti hanno operato su un titolo azionario utilizzando l'informazione, ricevuta da alcuni dipendenti dell'intermediario di cui erano clienti, relativa alla diffusione di una ricerca che individuava un target price molto elevato rispetto al prezzo di mercato (in particolare, acquisti e vendite sono stati realizzati, rispettivamente, prima e immediatamente dopo la pubblicazione della ricerca).*

Le ipotesi di manipolazione del mercato di tipo operativo hanno riguardato l'operatività di alcuni *day trader*, che accedevano al mercato tramite interconnessione da una sala allestita con postazioni dotate di strumenti informativi (cosiddetta *trading room*) e di una piattaforma operativa di tipo professionale (cosiddetto *trading on site*).

*Nel primo caso sono stati individuati movimenti anomali dei prezzi riconducibili a uno schema manipolativo così strutturato: i) esecuzione di acquisti a prezzi crescenti; ii) realizzazione di operazioni incrociate tramite l'inserimento pressoché simultaneo di una proposta di negoziazione in acquisto e di una in vendita per pari quantità e prezzo (cosiddette wash trades o "operazioni fittizie"); iii) chiusura della posizione a prezzi mediamente superiori rispetto a quelli di acquisto. L'intera strategia si svolgeva in un arco temporale breve, generalmente inferiore ai 20 minuti, ed è stata ripetuta più volte in ciascuna seduta.*

*Nel secondo caso un day trader, utilizzando un conto personale presso un intermediario e una delega a operare su un conto presso un secondo intermediario, ha effettuato alcune centinaia di operazioni incrociate su circa 30 titoli azionari nel corso di circa due mesi. Tali operazioni*

hanno costituito una quota rilevante sul totale degli scambi e hanno generato forti variazioni dei prezzi.

In un terzo caso sono state rilevate circa 30 operazioni incrociate poste in essere su circa 10 titoli nell'arco di due giorni. In particolare, un day trader ha acquistato titoli azionari, avendo come controparte di mercato una società riconducibile allo stesso day trader e attiva tramite i servizi di trading on line offerti da un diverso intermediario, e ha in seguito venduto i titoli per i medesimi quantitativi a prezzi leggermente superiori. L'operatività non determinava il trasferimento dei titoli, ma solo perdite in capo alla società, con corrispondenti utili in capo alla persona fisica. Le operazioni incrociate hanno rappresentato una quota percentuale rilevante, pari in media al 60 per cento dei quantitativi complessivamente scambiati su ciascun titolo.

Le persone fisiche segnalate all'Autorità Giudiziaria sono state 8, 3 per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e 5 per ipotesi di manipolazione del mercato (Tav. 25).

Tav. 25

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

	Intermediari autorizzati <sup>1</sup>	Insiders istituzionali <sup>2</sup>	Altri soggetti <sup>3</sup>	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
2008	--	2	1	--	3
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
2008	--	--	5	--	5

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

Nei confronti di 6 degli 8 soggetti segnalati, la Consob ha anche avviato procedimenti amministrativi, essendo i fatti loro imputati accaduti dopo l'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato. Tali procedimenti sono tuttora in corso.

*Con riferimento a uno dei casi di abuso di informazioni privilegiate, la Commissione ha avviato procedimenti amministrativi nei confronti di ulteriori 19 persone fisiche, in quanto insiders secondari, cosiddetti tippees, il cui comportamento non è più sanzionato penalmente, e di 12 società per responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (art. 187-quinquies del Tuf). Sempre ai sensi di quest'ultima disciplina, la Consob ha avviato un procedimento amministrativo nei confronti di un ente nell'ambito di un caso di manipolazione del mercato di tipo informativo.*

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità di vigilanza estere, nel 2008, è stato complessivamente pari a 288 (Tav. 26). Le richieste finalizzate ad assistere le Autorità di vigilanza estere impegnate in indagini su casi di presunti abusi di mercato sono state 43, in flessione rispetto all'anno precedente.

Tav. 26

## Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato

	Soggetti destinatari delle richieste						Totale	
	Intermediari autorizzati <sup>1</sup>	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
2008	115	57	66	38	15	35	288	43

<sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio.

Nel corso del 2008, la Consob si è costituita parte civile in 7 nuovi procedimenti penali, di cui 2 per *insider trading*, 3 per manipolazione del mercato, 2 per ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza. Nella maggior parte di detti procedimenti, la Consob aveva provveduto a inviare alla competente autorità giudiziaria apposite segnalazioni, all'esito dell'attività di controllo svolta. Nei capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio, i fatti

ascritti agli imputati sono stati descritti in termini sostanzialmente analoghi agli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob (Tav. 27).

Tav. 27

**Costituzioni di parte civile dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di insider trading e aggioaggio su strumenti finanziari (manipolazione del mercato)**

Anno	Costituzioni	Reato <sup>1</sup>	Esito al 31 dicembre 2008
2004	2	Aggioaggio	2 sentenze di patteggiamento 1 sentenza di condanna
2005	7	Insider trading e aggioaggio	5 sentenze di condanna <sup>2</sup> 2 sentenze di patteggiamento 3 sentenze di non luogo a procedere
2006	10	Insider trading, manipolazione del mercato	5 sentenze di condanna <sup>3</sup> 6 sentenze di patteggiamento 2 sentenze di assoluzione <sup>4</sup> 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2007	12 <sup>5</sup>	Insider trading, manipolazione del mercato	2 sentenze di condanna 5 sentenze di patteggiamento <sup>12</sup> 2 sentenze di proscioglimento per prescrizione 1 sentenza di non luogo a procedere <sup>13</sup> 1 sentenza di assoluzione
2008	5	Insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna 1 sentenza di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Due sentenze di condanna sono state confermate in appello. La Corte di Cassazione ha annullato una delle sentenze della competente Corte d'Appello per intervenuta prescrizione, mentre agli effetti civili ha respinto il ricorso proposto dall'imputato. <sup>3</sup> Una sentenza di condanna è stata confermata in appello. La Corte di Cassazione ha respinto il ricorso presentato dall'imputata avverso la sentenza emessa dalla competente Corte d'Appello. Una sentenza di condanna è stata emessa all'esito di giudizio abbreviato. <sup>4</sup> In un caso il Giudice ha altresì disposto la trasmissione degli atti ai fini dell'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. <sup>5</sup> In un caso, a seguito della regressione alla fase delle indagini preliminari, il procedimento è stato archiviato nel corso del 2008. <sup>6</sup> 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.

*Tra le costituzioni di parte civile si segnala quella concernente la vicenda Fiat. In data 9 luglio 2008 ha preso avvio l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 3 persone fisiche (esponenti aziendali, tra l'altro, di Ifil Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C Sapa, imputati del reato di manipolazione del mercato, e 2 persone giuridiche responsabili ex legge 231/2001) ove la Consob si è costituita parte civile. In data 7 novembre 2008 il Giudice per l'udienza preliminare ha emesso decreto che dispone il giudizio nei confronti degli imputati.*

*La Consob, inoltre, si è costituita parte civile nel procedimento penale pendente innanzi al Tribunale di Milano per la vicenda Bnl/Unipol, in relazione all'ipotesi di reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza, all'udienza preliminare del 30 ottobre 2008.*

*In data 28 ottobre 2008 ha preso avvio la fase dibattimentale del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche, oltre a 8 persone giuridiche responsabili ex legge 231/2001, imputate, a vario titolo, di diversi reati tra cui l'aggioaggio 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), in cui la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel corso del 2007.*

Nel 2008 sono stati anche definiti in primo grado 8 procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob.

Nell'ambito delle decisioni che hanno definito tali giudizi si ricorda la sentenza n. 5805 pronunciata dal Tribunale di Milano in data 14 maggio 2008, che ha disposto la condanna degli imputati per aggio su strumenti finanziari, liquidando 30 mila euro per danno non patrimoniale subito dalla Consob. Nella decisione è stato ritenuto che «gli 'altri artifici' rappresentino una formula di chiusura della fattispecie e non siano una 'species' del 'genus' operazioni simulate, né debbano concretizzarsi in attività di per sé illecite. La capacità decettiva di tali comportamenti può essere desunta nelle diverse situazioni concrete dalle modalità di realizzazione dei medesimi in rapporto al contesto di fatto in cui si collocano». Inoltre, circa l'elemento costitutivo della cosiddetta *price sensitivity*, si è sostenuto: «il fatto che (...) non sia stata mai determinata nella norma, pur oggetto di vari interventi legislativi, né in termini assoluti né in termini percentuali, implica che volutamente questa valutazione sia lasciata al giudice, che potrà effettuarla sulla base dei dati disponibili concernenti la fattispecie concreta. Fra l'altro si osserva che tale scelta legislativa è condivisa anche dalla migliore dottrina, la quale sottolinea che una predeterminazione di tale parametro, anche se eventualmente in termini solo percentuali, costituirebbe un'eccessiva semplificazione, tale da rendere inidonea la norma ad adeguarsi alle infinite variabili delle contingenze di mercato e quindi inefficace rispetto alle finalità preventiva e repressiva perseguite dal legislatore». Quanto, poi, alla legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile, sulla scorta di consolidata giurisprudenza, è stato evidenziato: «L'art. 187-*undecies* comma 2 Tuf, introdotto dalla legge 62/2005, ha esplicitamente disciplinato la possibilità di costituzione di parte civile da parte di Consob, (...) detta norma non ha in realtà attribuito alcuna nuova facoltà alla Consob, che già in precedenza, e quindi anche all'epoca dei fatti per cui è processo, in ragione del ruolo istituzionale e della normativa codicistica circa l'esercizio dei diritti e delle facoltà attribuiti agli enti ed alle associazioni rappresentativi degli interessi lesi dal reato poteva costituirsi parte civile secondo le regole generali. La norma in questione, quale '*ius superveniens*', è comunque utile parametro di riferimento per l'individuazione di quale sia il danno risarcibile e per i criteri della sua quantificazione».

Inoltre, con sentenza n. 1446948 del 24 novembre 2008, il Tribunale di Milano, riconosciuta la responsabilità penale di un imputato per *insider trading*, ha liquidato all'Istituto, oltre al danno non patrimoniale derivante dalla lesione dell'integrità del mercato, i «danni patrimoniali patiti (...) corrispondenti al costo sostenuto dalla parte civile per l'attività di vigilanza svolta dai propri funzionari (...), nonché il «danno morale subito dalla Consob per lesione della sua immagine».



*Tra i procedimenti penali definiti in primo grado va anche ricordato quello nei confronti di 8 persone fisiche, ex esponenti aziendali di Finmatica Spa, imputate dei reati di aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza; il procedimento è stato concluso con sentenza di condanna nei confronti di uno degli imputati, pronunciata dal Tribunale di Brescia in data 16 dicembre 2008, all'esito del giudizio abbreviato, e con sentenza di patteggiamento pronunciata in pari data nei confronti degli altri.*

*Di particolare rilievo è anche la sentenza di condanna di uno degli imputati dei reati di aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza nella vicenda Parmalat, emessa dal Tribunale di Milano in data 18 dicembre 2008. Nel medesimo procedimento penale, il Tribunale di Milano ha pronunciato sentenza di patteggiamento nei confronti della maggioranza degli altri imputati.*

Sempre in materia di abusi di mercato, nel corso del 2008 la Corte di Cassazione ha respinto con due sentenze i ricorsi proposti avverso due sentenze emesse dalla Corte d'Appello di Milano nel 2007, che avevano confermato le sentenze di primo grado ove, ritenuta la responsabilità penale degli imputati, questi ultimi erano stati condannati al risarcimento dei danni nei confronti della Consob.

Con la prima sentenza (n. 48005/08, emessa il 7 novembre 2008) la Corte di Cassazione, ha rigettato il ricorso proposto dall'imputata avverso la sentenza n. 1457 resa dalla Corte d'Appello di Milano il 29 novembre 2007. La Suprema Corte, nella motivazione della sentenza, si è particolarmente soffermata su due temi specifici: la continuità normativa nel tipo di illecito e la nozione di pubblicità della notizia; sul profilo della continuità, la Corte ha osservato, tra l'altro, che: «tra la fattispecie prevista dal testo originario dell'art. 180 del d.l.g.vo n. 58/98 e quella prevista dall'art. 184 dello stesso decreto, nella formulazione conseguente alla modifica di cui alla l. n. 62 del 2005, vi è un rapporto di specialità, di specificazione con riferimento ai soggetti attivi, ora qualificati di un ruolo determinato, e per aggiunta per quanto riguarda le condotte che ora risultano più dettagliatamente descritte. Peraltro, prevalente rispetto agli elementi aggiuntivi introdotti con la nuova normativa, è, con riguardo alle condotte, il significato lesivo dell'elemento comune e tipico in entrambe le fattispecie, cioè l'abuso di informazioni privilegiate, 'abuso' che rappresenta il nucleo di disvalore del fatto e che è rimasto immutato, sicché vi è continuità nel tipo di illecito (...)». Con riguardo al secondo aspetto, la Corte ha sostenuto che «per 'pubblico' deve intendersi solo quello dei potenziali investitori sul mercato telematico, che non può certo coincidere con i soggetti (...) i quali, nella loro qualità di collaboratori dell'intermediario, vengano a conoscenza delle informazioni privilegiate, concernenti gli ordini da eseguire, a causa dell'esercizio della loro attività professionale, dal momento che questi ultimi di certo non sono obbligati, tra di loro, a tenere riservate le notizie apprese, essendo tale obbligo riferibile solo nei confronti dei terzi, come è agevole rilevare dal tenore del vigente art. 184, comma 1, lett. b) Tuf, che punisce la comunicazione a terzi di tali informazioni 'al di fuori del normale esercizio del



lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio', così come dalla precedente normativa di cui all'art. 180, comma 1, lett. b) (...)).

Con la seconda sentenza (n. 2063/09, emessa il 2 ottobre 2008) la Corte di Cassazione ha annullato per intervenuta prescrizione la sentenza n. 1364 del 12 aprile 2007 della Corte d'Appello di Milano; mentre, agli effetti civili, ha rigettato il ricorso proposto dall'imputato. La Suprema Corte, nella motivazione della sentenza, ha analizzato il concetto di «altri artifici», su cui è stato argomentato che «per qualificare come artificioso un mezzo, in sé non illecito, non è sufficiente che esso sia diretto al fine di turbare il mercato, occorrendo che sia anche obiettivamente artificioso, cioè posto in essere artificialmente con modalità dell'azione tali, per ragioni di modo, tempo e luogo, da alterare il giuoco normale tra domanda e offerta (...)).

## **2. I provvedimenti Consob in materia di vendite allo scoperto**

Fra settembre e ottobre 2008, in concomitanza dell'acuirsi della crisi finanziaria, la Commissione ha adottato una serie di provvedimenti in materia di vendite allo scoperto (cosiddette *short sales*).

In particolare, la Consob, il 19 settembre 2008, ha emesso un comunicato con il quale ha richiamato gli operatori al pieno rispetto delle regole di negoziazione e di consegna dei titoli nei tempi stabiliti dalle disposizioni normative e regolamentari vigenti, in considerazione dell'impatto che l'operatività di vendita allo scoperto può avere sull'ordinato svolgimento degli scambi e sull'integrità dei mercati. L'Istituto è intervenuto successivamente a più riprese per introdurre varie restrizioni alle vendite allo scoperto.

*Il 22 settembre 2008, la Commissione ha disposto che la vendita di azioni di banche e imprese di assicurazioni, quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate, fosse assistita dalla disponibilità dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione.*

*Il 1° ottobre 2008, perdurando una situazione critica sul mercato azionario italiano, la Consob ha introdotto ulteriori restrizioni prevedendo che la vendita di azioni di banche e imprese di assicurazioni, quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate, fosse assistita, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolazione dell'operazione. Il successivo 10 ottobre, la Commissione ha esteso tali restrizioni a tutte le azioni quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate. Tale provvedimento, la cui scadenza era inizialmente fissata al 31 ottobre, è stato prorogato fino al 31 dicembre 2008.*

### **3. La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati**

Nel corso del 2008 la Commissione ha approvato, a più riprese, le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e alle relative Istruzioni, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf.

*Nel mese di giugno 2008, la Consob ha approvato alcune modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, deliberate dall'assemblea della società di gestione del 21 aprile 2008, e ha rilasciato l'assenso alle modifiche delle relative Istruzioni. Le principali modifiche hanno riguardato il ruolo dello sponsor, le disposizioni attuative della legge sul risparmio in materia di società controllanti società estere extra UE, il recepimento della direttiva Opa in materia di revoca dalla quotazione e modalità di realizzazione del sell-out, le relazioni trimestrali e i resoconti intermedi di gestione, la periodicità con cui è svolta la verifica del mantenimento dei requisiti di governance per il segmento Star, la definizione dei parametri di controllo e di quantità nell'ambito della vigilanza sui mercati e la negoziazione delle azioni delle investment companies.*

*Nel settembre 2008, la Commissione ha approvato ulteriori modifiche che hanno riguardato tre principali aree. La prima concerne gli interventi regolamentari determinati dalla migrazione verso la nuova piattaforma di negoziazione "TradElect", con la conseguente adozione di una nuova microstruttura dei mercati Mta e Expandi. Ulteriori modifiche al regolamento si riferiscono, in linea con quanto consentito dalla direttiva MiFID, all'allargamento dei soggetti ammissibili alle negoziazioni, nonché agli interventi volti a rendere maggiormente omogeneo il processo di cross-membership tra il mercato gestito dal London Stock Exchange e quelli gestiti da Borsa Italiana. La terza area di revisione è costituita dalle materie del listing on line e delle attestazioni dello sponsor ovvero del listing partner nell'ambito della procedura di ammissione a quotazione.*

*In tale occasione, al fine di procedere a una semplificazione normativa e in linea con l'approccio adottato dal London Stock Exchange, Borsa Italiana ha ritenuto di convogliare le disposizioni di natura tecnica e molto specifica in documenti che affiancano il Regolamento dei mercati. In particolare, è stato previsto un Manuale del servizio di negoziazione che rappresenta il documento nel quale trova spazio una descrizione delle caratteristiche generali del sistema di negoziazione "TradElect" unitamente alle disposizioni di dettaglio inerenti alla struttura del mercato e dei partecipanti e al funzionamento del mercato (fasi e periodi di mercato, controllo automatico dei prezzi e asta di volatilità, tipologie di ordini e modalità di esecuzione, definizione dei prezzi di mercato, orari di negoziazione, tipologie di indici). Al Manuale del servizio di negoziazione si aggiunge inoltre la Guida ai parametri, che fornisce una disciplina relativa ai limiti di variazione dei prezzi (parametri di controllo), nonché ai parametri di quantità delle proposte di negoziazione (parametri di quantità) relativi a ciascun mercato regolamentato, organizzato e gestito da Borsa Italiana.*

*Con le decisioni di giugno e dicembre 2008, la Commissione ha approvato le modifiche alle Istruzioni al Regolamento della Borsa Italiana riguardanti, rispettivamente, la negoziazione delle opzioni sull'indice S&P/Mib (con specifico riferimento all'introduzione delle long term option) e la definizione del dividendo straordinario ai fini della rettifica dei contratti derivati in caso di stacco dei dividendi, gli obblighi di quotazione dei market maker sui contratti di opzione sull'indice*