

Lodi scarl, ora Banca Popolare Italiana), in cui la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel corso del 2007.

**Tav. 26 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 2009
2004	2	Aggioaggio	2 sentenze di patteggiamento 1 sentenza di condanna
2005	6	Insider trading e aggioaggio	4 sentenze di condanna <sup>2</sup> 2 sentenze di patteggiamento 3 sentenze di non luogo a procedere
2006	9	Insider trading, manipolazione del mercato	4 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	3 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 1 sentenza di assoluzione
2009	1	Manipolazione del mercato	

<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> In un caso la competente Corte d'Appello ha ridotto la somma liquidata alla Consob a titolo di risarcimento del danno, confermando, nel resto, la sentenza di primo grado. In un caso la Corte di Cassazione, ritenuta l'incompetenza per territorio, ha annullato le sentenze di primo e secondo grado e ha disposto la trasmissione degli atti alla Procura della Repubblica presso in Tribunale ritenuto competente. <sup>3</sup> 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.

Nel 2009 sono stati anche definiti in primo grado 2 procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali l'Istituto si era costituito parte civile, in un caso, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob, nell'altro, con una pronuncia di assoluzione.

In particolare, con sentenza n. 6526 del 25 maggio 2009, il Tribunale di Milano ha dichiarato gli imputati colpevoli del reato di abuso di informazioni privilegiate, condannandoli a risarcire il danno non patrimoniale patito dalla Consob, liquidato in 65 mila euro. Con riguardo alla nozione di informazione privilegiata, è stato ivi ritenuto che «non è necessario che l'informazione debba avere ad oggetto un evento già accaduto, ben potendo avere per espressa disposizione legislativa un evento futuro, che con certezza stia per accadere, ovvero che abbia anche solo – secondo

*parametri di ragionevolezza – una elevata probabilità di accadere ». Inoltre: «si trattava di una notizia che, se resa pubblica, era idonea a influenzare sensibilmente il prezzo delle azioni (...). La riprova di ciò risiede nel fatto che chiunque fosse stato in possesso di quella notizia e in particolar modo del corrispettivo offerto in sede di offerta pubblica di acquisto ben avrebbe potuto proceder sin da subito all'acquisto delle azioni (...) ai prezzi correnti, confidando ragionevolmente nel loro rialzo non appena la notizia fosse stata diffusa, come peraltro è avvenuto nel caso di specie». Quanto, poi, alla legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile, è stato evidenziato: «Che la Consob sia ente esponenziale dell'interesse protetto dalla norma repressiva dell'insider trading era, come si è detto, affermato espressamente dall'art. 187 del TUF nel testo anteriore alla novella del 2005 ed è oggi ribadito dall'art. 187-undecies. Del resto, la legge agli artt. 185, comma 2, e 186 del TUF nel testo anteriore alla novella del 2005, attribuiva proprio alla Consob il dovere di compiere gli atti di accertamento dei reati di insider trading e di aggioaggio e di riferirne al Pubblico Ministero e oggi l'art.187 octies del TUF conferma per la Consob questo ruolo. Ciò premesso, alcuna seria questione può porsi in relazione alla risarcibilità del danno non patrimoniale derivante dalla lesione dell'integrità del mercato cagionato dal reato ascritto agli imputati, e pertanto avuto riguardo ai criteri indicati dal citato art. 187 undecies si liquida il danno.»*

Nell'ambito di un processo a carico di esponenti aziendali di una banca avente ad oggetto un'imputazione per *insider trading* relativa alla cessione della maggioranza del capitale di un altro Istituto di credito e al conseguente lancio di un'offerta pubblica di acquisto, la Corte d'Appello di Milano, con sentenza n. 370 del 30 gennaio 2009, nel confermare la responsabilità penale degli imputati, ha ridotto la somma liquidata alla Consob a titolo di riparazione dei danni, in parziale riforma della sentenza emessa dal Tribunale di Milano in data 5 marzo 2008.

In relazione a un altro caso di *insider trading* concernente un'operazione di *buy-back* di 2 prestiti obbligazionari, posta in essere da amministratori di Unipol, con sentenza n. 7769 del 21 gennaio 2009 la Corte di Cassazione, ritenuta la competenza per territorio del Tribunale di Bologna, ha annullato le sentenze di condanna di primo e secondo grado emesse, rispettivamente, dal Tribunale e dalla Corte d'Appello di Milano e ha disposto la trasmissione degli atti alla Procura della Repubblica presso il Tribunale ritenuto competente.

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

A partire da settembre 2008, la Consob ha adottato una serie di provvedimenti in materia di divieto di vendita allo scoperto la cui restrittività è stata graduata in funzione dell'intensità delle turbolenze che hanno caratterizzato la dinamica del mercato azionario.

Il divieto inizialmente introdotto nel settembre 2008 contemplava che la vendita di azioni di banche e di imprese di assicurazione, o delle relative *holding*, e la vendita di azioni di società oggetto di aumento di capitale dovevano essere assistite sia dalla disponibilità che dalla proprietà dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione. Per tutte le altre azioni, invece, la vendita poteva essere assistita dalla sola disponibilità dei titoli. Tali modalità sono state mantenute invariate in occasione delle prime proroghe, rispettivamente fino al 31 gennaio e, successivamente, fino al 31 maggio 2009, anche in ragione delle persistenti tensioni nei mercati finanziari e delle osservazioni di alcuni partecipanti alla consultazione avviata dall'Istituto sulla delibera del 2008 al fine di raccogliere osservazioni e commenti sull'efficacia dei citati provvedimenti.

Al prevalere di condizioni di mercato più distese, il divieto è stato prorogato fino al 31 luglio 2009 rendendone tuttavia meno restrittive le modalità. A partire dalla fine di luglio la Commissione ha rimosso il divieto, fatte salve limitazioni previste per le società oggetto di aumento di capitale, richiamando fermamente tutti gli operatori al pieno rispetto delle regole di negoziazione e di consegna dei titoli nei tempi stabiliti dalle disposizioni normative e regolamentari vigenti. Nell'ottobre 2009, l'Istituto ha previsto la possibilità di derogare al divieto di vendite allo scoperto su titoli di società che avevano in corso operazioni di aumento di capitale su richiesta motivata dagli emittenti stessi. Infine, con efficacia a partire dal 1° dicembre 2009, è stata deliberata la completa rimozione del regime restrittivo (fatta salva l'efficacia del provvedimento con riferimento alle società oggetto di aumenti di capitale deliberati entro il 30 novembre).

Oltre a graduare nel tempo la portata del divieto di vendite allo scoperto, la Consob ha svolto un'intensa attività di controllo sulle motivazioni alla base di mancate puntuali consegne di azioni nella fase del regolamento dei contratti di borsa (cosiddetti *fai*), al fine di individuare possibili violazioni del divieto e potenziali abusi di mercato; ha altresì avviato alcuni procedimenti sanzionatori contestando il mancato rispetto dell'obbligo di agire con diligenza e correttezza al fine di assicurare l'integrità dei mercati. Poiché nella maggior parte dei casi le violazioni accertate riguardavano operatori non residenti, l'Istituto ha attivato la cooperazione internazionale con le omologhe Autorità di vigilanza estere.

### **3 La gestione di mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici**

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

Nel mese di marzo, la Consob ha approvato le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana deliberate dall'assemblea della

società di gestione il 15 gennaio 2009. Le principali modifiche hanno riguardato la razionalizzazione dei mercati, i progetti legati all'integrazione con il *London Stock Exchange* in relazione alla seconda fase della migrazione verso la piattaforma *TradElect* relativa ai mercati *Mot*, *Sedex* ed *ETFPlus*, le modalità di raccolta telematica per le offerte pubbliche di acquisto, con particolare riferimento all'estensione di tale modalità alle adesioni a offerte parziali.

Nell'ottobre 2009, la Commissione ha approvato ulteriori modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e alle relative Istruzioni. Tali modifiche hanno riguardato il Mercato Telematico Azionario (Mta) e il Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* (Miv) e, in particolare, la revisione della segmentazione del mercato Mta e le modalità di negoziazione, la rideterminazione del flottante minimo per ottenere la qualifica di Star, la revisione della segmentazione del mercato Miv e le modalità di negoziazione, l'adeguamento alla Direttiva *Transparency* e l'eliminazione dell'obbligo di utilizzo del *Network Information System* (Nis), l'individuazione degli obblighi e delle modalità di comunicazione da parte degli emittenti nei confronti di Borsa Italiana nonché la revisione della disciplina degli avvisi di borsa in coerenza con la nuova disciplina.

Con decisioni del marzo e del dicembre 2009, è stato espresso dalla Commissione l'assenso alle modifiche alle Istruzioni al Regolamento della Borsa Italiana riguardanti, rispettivamente, i contratti derivati aventi ad oggetto indici e la variazione dell'attuale denominazione da "S&P/Mib" a "FTSE Mib" nel contratto future, mini future e di opzione sull'indice di Borsa nonché la definizione di dividendo straordinario ai fini della rettifica dei contratti di opzione e di future su azioni e l'integrazione delle caratteristiche contrattuali per prevedere l'ammissione di contratti stock future per periodi limitati nel tempo. Tali modifiche sono finalizzate a consentire la negoziazione di *stock futures* su titoli che destano particolare interesse in determinate occasioni (tipicamente allo stacco di dividendi o nel corso di operazioni sul capitale sociale).

Nel mese di luglio, la Consob ha approvato alcune modifiche alle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana che introducono la possibilità di richiedere la consegna fisica dell'energia elettrica sottostante ai contratti future negoziati sul segmento di mercato *Index*, in alternativa al regolamento finale del differenziale per contanti. L'introduzione di tale opzione ha anche reso necessario il rilascio a Banca d'Italia dell'intesa della Consob a talune modifiche al Regolamento di Cassa di Compensazione e Garanzia (confronta il successivo §4).

Nel corso dell'anno, la Commissione ha riconosciuto ai sensi dell'articolo 67, comma 2, del Tuf, il mercato estero *Nyse-Liffe*, avente sede a New York, nel quale sono negoziati strumenti finanziari derivati aventi ad oggetto metalli preziosi.

Il riconoscimento del *Nyse-Liffe* è avvenuto a seguito della conclusione di un'istruttoria volta a verificare, tra l'altro, che le informazioni sugli strumenti finanziari, le modalità di formazione dei prezzi, le modalità di liquidazione dei contratti, le norme di vigilanza sui mercati e sugli intermediari fossero equivalenti a

quelle previste dalla normativa vigente in Italia e comunque in grado di assicurare adeguata tutela agli investitori. In seguito al riconoscimento, intermediari e banche italiane possono ottenere un accesso remoto al suddetto mercato.

Nel corso dell'anno, è stata significativa anche l'attività di verifica condotta nei confronti di una società di gestione di un mercato regolamentato. In particolare, l'accertamento è stato volto ad analizzare la struttura organizzativa della società, con specifico riguardo alle unità di supporto e controllo delle attività di gestione dei sistemi di *trading*. Sono state altresì verificate le procedure implementate dalla società per controllare la correttezza dei comportamenti e il rispetto delle norme regolamentari da parte degli operatori ammessi alla negoziazione (in particolare da parte dei *market maker*) e le procedure di individuazione e gestione dei conflitti di interessi.

Tra le novità di rilievo per i mercati regolamentati si segnala la chiusura del mercato regolamentato denominato Tlx. La Commissione ha approvato, nel mese di marzo, le modifiche allo statuto sociale della società Tlx Spa dovute alla decisione di trasformare la società di gestione del mercato in società di intermediazione mobiliare. In esito all'attività istruttoria complessivamente svolta per il progetto di trasformazione, il 15 dicembre 2009 la Commissione ha autorizzato la società, nella nuova denominazione di EuroTlx Sim spa, alla gestione di un sistema multilaterale di negoziazione accogliendo l'istanza di rinuncia all'esercizio del mercato regolamentato. La società ha provveduto ad ammettere d'ufficio su EuroTlx tutti gli strumenti finanziari negoziati sul mercato regolamentato Tlx alla data del 31 dicembre 2009.

Nel comparto degli internalizzatori sistematici, l'anno 2009 è stato caratterizzato dal consolidamento dell'attività da parte dei soggetti già operativi. La Consob ha proseguito la serie di incontri con i singoli internalizzatori finalizzati all'approfondimento e all'acquisizione di una maggiore conoscenza dell'attività svolta. In seguito ai chiarimenti ricevuti, 3 soggetti hanno dichiarato la cessazione dell'attività di internalizzazione, avendo valutato di non possedere le caratteristiche operative richieste dalla normativa per definirsi internalizzatore. Nel corso del 2009 non sono pervenute nuove segnalazioni di inizio di attività.

Alla fine del mese di settembre, nei 18 sistemi di internalizzazione attivi risultano ammessi circa 4.800 strumenti finanziari, la maggior parte dei quali titoli di Stato e obbligazioni proprie o emesse da società del gruppo. Al riguardo, si conferma la concentrazione delle ammissioni in capo a 3 sistemi di internalizzazione, nei quali sono ammessi circa il 50 per cento dei suddetti strumenti finanziari.

Nell'ambito dei chiarimenti di natura applicativa forniti nella Comunicazione dell'aprile 2009, la Commissione ha ritenuto utile stabilire uno schema per standardizzare il contenuto delle informazioni che gli

internalizzatori sono tenuti a inviare alla Consob in occasione di nuove ammissioni di strumenti finanziari alle negoziazioni, ovvero di cessazioni dalle negoziazioni.

A fine 2009 risultavano operativi 8 sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf): un nuovo sistema è stato istituito nel mese di giugno da parte di una società di gestione di mercati regolamentati, focalizzato sulla negoziazione di obbligazioni e altri titoli di debito già ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato dell'Unione Europea.

#### 4 La vigilanza sulla trasparenza delle negoziazioni

Nel corso del secondo semestre del 2009, la Commissione ha avviato un'intensa attività di monitoraggio sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *post*-negoziazione, sulle modalità di pubblicazione delle informazioni *post*-negoziazione utilizzate dai soggetti abilitati, in adempimento di quanto previsto dal Regolamento Mercati, nonché sul possesso da parte dei canali di diffusione delle informazioni dei requisiti di chiarezza, accessibilità, affidabilità previsti sia dalla normativa comunitaria sia dalla regolamentazione e dalle linee-guida nazionali.

In considerazione della crescente frammentazione degli scambi e della molteplicità dei canali utilizzati per rendere disponibili al pubblico le informazioni, l'approccio di vigilanza si è principalmente basato sul confronto delle informazioni pubblicate dagli intermediari con quelle a disposizione dell'Autorità attraverso il regime di *transaction reporting*, al fine di rilevare eventuali incongruenze fra l'informativa resa disponibile al pubblico e quella segnalata alla Consob.

Tale approccio ha consentito il raggiungimento di tre principali obiettivi operativi. Accanto alla vigilanza sul rispetto degli obblighi di trasparenza, esso ha permesso il controllo della correttezza delle segnalazioni pervenute alla Consob attraverso il regime di *transaction reporting* nonché la verifica del grado di comprensione del regime di trasparenza e del regime di *transaction reporting* e, quindi, l'avvio di azioni di *policy* volte a fornire ulteriori chiarimenti, laddove ritenuto necessario, attraverso l'emanazione di Comunicazioni.

La vigilanza in tema di obblighi di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione ha interessato inoltre la verifica che le informazioni pubblicate attraverso l'utilizzo di diversi canali fossero affidabili e strutturate, in modo da consentire un'analisi comparata dei prezzi registrati nelle diverse sedi di negoziazione, nonché disponibili in un formato tale da risultare facilmente consolidabili e comprensibili.

L'utilizzo per la diffusione di siti *web* (propriari o di strutture di un soggetto terzo) che precludono l'accesso alle informazioni attraverso processi "automatizzati" rappresentano, secondo quanto indicato dal Cesr, un ostacolo al

consolidamento. In tale quadro, l'informazione resa pubblica deve poter consentire: i) l'accessibilità ai dati attraverso mezzi elettronici automatizzati (*machine readable*); ii) il facile consolidamento dei dati e il loro utilizzo a fini commerciali; iii) l'accesso alle informazioni anche attraverso la presenza di istruzioni chiare in merito alle modalità con le quali gli utenti possono accedere alle informazioni.

Le evidenze raccolte su 42 canali di pubblicazione delle informazioni hanno mostrato che la gran parte di tali canali sono caratterizzati da un accesso agevole alle informazioni, con un contenuto minimo di informazioni (codice Isin, data/ora della transazione, prezzo, valuta e quantità) disponibile in formati accessibili. Relativamente alla tipologia di informazioni post-negoziato pubblicate, è emerso che la quasi totalità dei soggetti obbligati non forniscono informazioni aggiuntive rispetto a quelle previste e solo un numero ristretto di soggetti pubblica ulteriori informazioni rispetto a quelle minime richieste (tipicamente la denominazione del titolo oggetto della transazione, una breve descrizione dello stesso oppure il controvalore scambiato). Con riferimento al tempo di permanenza delle informazioni pubblicate sui canali, la maggioranza dei soggetti obbligati rende disponibili le informazioni *post-negoziato* per un periodo intercorrente tra 1 mese e 3 mesi; circa un terzo invece le mantiene pubbliche per oltre un anno.

Infine, ancora in tema di trasparenza delle negoziazioni e canali utilizzati, la Consob, in collaborazione con l'Associazione Bancaria Italiana (Abi), ha condotto verifiche in merito alla continuità del servizio dei siti proprietari e dei sistemi volti alla diffusione delle informazioni gestiti dagli intermediari. Ciò in considerazione degli obblighi a carico dei canali di pubblicazione delle informazioni di possedere adeguati sistemi di emergenza che indicano le modalità con le quali gli obblighi continuano a essere rispettati in caso di indisponibilità di un sistema.

Secondo quanto indicato nella Comunicazione Consob del 1° ottobre 2009, infatti, fra i presidi richiesti vi sono la nomina di un referente per la continuità operativa (*business continuity*), la produzione e il costante aggiornamento degli scenari di rischio rilevanti per la continuità operativa dei servizi/adempimenti dovuti nonché la previsione di tempi di ripristino dei servizi/adempimenti in caso di disfunzione e, con riferimento ai sistemi informativi, l'adozione di soluzioni tali da eliminare o ridurre al minimo la perdita di informazioni.

L'indagine è stata indirizzata ai soggetti che gestiscono canali di diffusione delle informazioni *post-negoziato* così come censiti nell'elenco Consob. Le informazioni oggetto d'analisi sono state fornite da 58 dei soggetti censiti dall'Istituto, pari al 59 per cento circa del totale, che garantiscono una rappresentatività del 63 per cento circa dei soggetti che usufruiscono di tali canali. In via generale, il monitoraggio condotto ha mostrato il rispetto delle disposizioni normative e delle indicazioni fornite dalla Comunicazione del 1° ottobre 2009.

Nel corso del 2009 sono stati formulati dalla Consob alcuni chiarimenti di natura applicativa in merito alle disposizioni del Regolamento Mercati adottate in attuazione della Direttiva MiFID. Dopo un'ampia fase di consultazione, infatti, nell'aprile 2009, la Commissione ha adottato una comunicazione complementare a quella già emanata il 21 gennaio 2008 a seguito delle modifiche regolamentari intervenute con il recepimento della Mifid. La nuova comunicazione ha integrato e aggiornato la precedente sui temi del *transaction reporting*, dell'internalizzazione sistematica e delle comunicazioni alla Consob da parte delle società di gestione dei mercati regolamentati.

In particolare, la comunicazione dell'aprile 2009 ha previsto: i) in tema di *transaction reporting*, l'introduzione di codici di identificazione degli strumenti finanziari alternativi agli Isin e denominati All (*Alternative Instrument Identifier*) nonché la previsione della possibilità per gli intermediari di avvalersi degli Mtf italiani per l'invio alla Consob delle segnalazioni; ii) in tema di attività di internalizzazione sistematica, l'introduzione di uno schema per standardizzare il contenuto delle informazioni da inviare all'Istituto in occasione di nuove ammissioni di strumenti finanziari alle negoziazioni, ovvero di cessazioni dalle negoziazioni; iii) in tema di comunicazioni alla Consob da parte delle società di gestione dei mercati regolamentati l'invio delle informazioni anagrafiche relative agli strumenti finanziari ammessi a negoziazione, in vista dell'attuazione del progetto IrdS (*Instrument Reference Data System*) che prevede la costituzione di un'anagrafe centralizzata presso il Cesr degli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati europei.

Con successiva comunicazione, nell'ottobre 2009, la Consob ha compendiato in un unico documento i chiarimenti di natura applicativa in materia di mercati fornendo una versione coordinata delle due precedenti comunicazioni (rispettivamente, quella del gennaio 2008 e dell'aprile 2009) nella quale sono organicamente trattati il sistema di *transaction reporting*, la pubblicazione e il consolidamento delle informazioni *pre*-negoziazione e *post*-negoziazione, l'avvio e la cessazione dell'attività di internalizzatore sistematico, le misure per la continuità operativa di funzioni essenziali e le comunicazioni delle società di gestione dei mercati regolamentati.

## **5 I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari**

Nel corso del 2009 la Consob ha rilasciato l'intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione di modifiche al Regolamento operativo della Cassa di Compensazione e Garanzia Spa.

In particolare nel mese di ottobre, con Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia, sono state approvate le modifiche al regolamento e alle istruzioni della controparte centrale, volte all'introduzione della possibilità, per gli operatori ammessi alle negoziazioni sul mercato Idex di Borsa Italiana, di richiedere la consegna fisica

dell'energia elettrica sottostante al contratto future ivi negoziato, in alternativa al regolamento finale del differenziale per contanti. Con un altro Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia, nello stesso mese, sono state approvate le modifiche al regolamento e alle istruzioni inerenti all'avvio del servizio di controparte centrale nel segmento dei Pronti contro Termine *overnight* del mercato gestito da Mts Spa.

Nel mese di luglio la Cassa di Compensazione e Garanzia è stata autorizzata dalla *Financial Services Authority* (Fsa) del Regno Unito alla prestazione dei servizi di controparte centrale nei mercati inglesi, in qualità di *recognised overseas clearing house* (Roch). Il processo finalizzato all'ottenimento dell'autorizzazione è durato alcuni mesi e si è svolto in piena collaborazione fra l'Fsa, Consob e Banca d'Italia.

Nel corso del 2008 Consob, insieme a Banca d'Italia, avvalendosi della facoltà prevista dall'articolo 82, comma 2, del Tuf, aveva inviato a Monte Titoli Spa, quale società autorizzata alla gestione accentrata di strumenti finanziari, un documento contenente linee guida tese a rendere più efficienti le modalità operative di gestione degli aumenti di capitale a pagamento. Sulla base delle suddette linee guida, nel 2009, Monte Titoli, con la collaborazione attiva di tutti gli *stakeholder*, ha predisposto un modello operativo di gestione delle operazioni di aumento di capitale a pagamento che prevede l'attribuzione della disponibilità dei nuovi titoli in un unico momento, in un breve lasso di tempo successivo alla chiusura dell'operazione.

In dettaglio, il modello operativo di gestione delle operazioni di aumento di capitale a pagamento prevede le seguenti fasi: i) esercizio dei diritti di opzione entro le ore 15:30 dell'ultimo giorno del periodo di opzione; ii) regolamento del contante nel sistema di pagamento lordo gestito dalla Banca d'Italia (*Target2*), tra le ore 15:30 e le ore 16:30; iii) accredito delle azioni rivenienti con blocco, tra le ore 16:20 e le ore 16:30; iv) sblocco automatico delle azioni rivenienti dopo le ore 18:00 e disponibilità per il ciclo di liquidazione notturna del giorno successivo.

Proseguono i lavori volti all'introduzione di una piattaforma unica di liquidazione – *Target 2 Securities* – promossa dalla Banca Centrale Europea. Nel corso dell'anno sono stati discussi alcuni aspetti legali relativi al rapporto fra l'Eurosistema e i depositari centrali nazionali, quali la struttura di *governance* del progetto nella fase di sviluppo e lo schema tariffario. A metà anno, le parti hanno assunto un impegno reciproco a procedere nell'iniziativa, attraverso la sottoscrizione di un *Memorandum of Understanding*.

### 3 La vigilanza sugli intermediari

#### 1 Banche, Sim, agenti di cambio e imprese di assicurazione

Nel corso del 2009 la vigilanza sugli intermediari si è avvalsa, come di consueto, delle informazioni acquisite nel corso di incontri con esponenti aziendali nonché a seguito di richieste formali di dati e notizie.

In particolare, si sono tenuti 52 incontri con esponenti aziendali di banche (di cui 18 a seguito di formale convocazione ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. a), del Tuf) e 45 con esponenti aziendali di Sim (di cui 11 a seguito di formale convocazione); sono state inoltre formulate 52 richieste formali di dati e notizie.

Sono state avviate 13 ispezioni, rispettivamente nei confronti di 3 Sim, 9 banche e una società di gestione del risparmio (Tav. 27).

Tav. 27 Attività ispettiva nei confronti di intermediari

	Accertamenti ispettivi		Accertamenti iniziati nei confronti di:					Accertamenti conclusi nei confronti di:				
	Iniziati	Conclusi	Sim <sup>1</sup>	Banche	Sgr/Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Sim <sup>1</sup>	Banche	Sgr/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	--	--
2008	18	14	8	3	6	1	--	8	2	3	1	--
2009	13	15	3	9	1	--	--	3	8	4	--	--

<sup>1</sup> Sono incluse le società fiduciarie e le succursali italiane di imprese di investimento comunitarie.

Come si illustrerà in maggior dettaglio di seguito, le ispezioni condotte nei confronti degli intermediari bancari sono state finalizzate soprattutto ad acquisire

informazioni sulle soluzioni organizzative e procedurali adottate, ai fini dell'adeguamento alla Direttiva MiFID, con particolare riferimento alla distribuzione di prodotti illiquidi alla clientela al dettaglio (anche alla luce della comunicazione in materia emanata nel marzo 2009; si veda il §4 del successivo Capitolo V "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali"). In 4 casi sono state verificate inoltre le modalità adottate nella negoziazione di strumenti finanziari derivati Otc con Enti Locali. In un caso si è invece valutata l'aderenza e la conformità delle procedure relative ai sistemi di interconnessione alle prescrizioni previste dalle disposizioni contenute nel Regolamento dei mercati gestiti da Borsa Italiana Spa, l'adeguatezza delle disposizioni funzionali alla rilevazione delle operazioni sospette in tema di abusi di mercato e le procedure di monitoraggio dell'esposizione infragiornaliera della clientela.

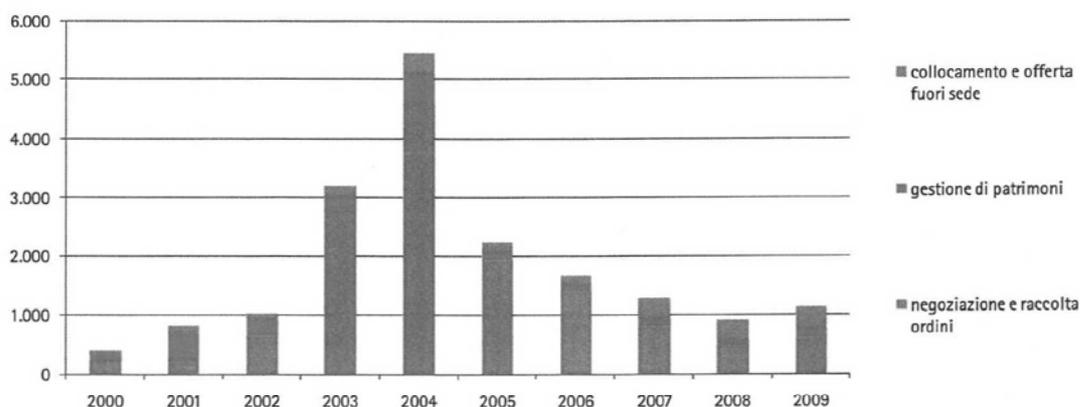
Nei confronti di 2 Sim sono state verificate le modalità di individuazione e gestione dei conflitti di interessi, le procedure di valutazione di adeguatezza e appropriatezza delle operazioni disposte dalla clientela e il *pricing* dei titoli illiquidi collocati. Si segnala inoltre un accertamento generale condotto nei confronti di una Sim al fine di verificare le modalità procedurali di prestazione dei servizi di investimento, svolto congiuntamente alla Banca d'Italia sulla base delle rispettive competenze.

È stata inoltre sottoposta a ispezione una Sgr di fondi speculativi (cosiddetti *hedge fund*) che ha manifestato difficoltà nel far fronte alle richieste di rimborso relative a uno dei propri fondi, a sua volta investito in fondi *hedge off-shore*.

Sono state, infine, effettuate a Banca d'Italia 6 richieste di estensione di verifiche ispettive in corso per 4 banche e 2 Sim, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf.

L'attività di vigilanza ha tratto impulso anche dagli esposti ricevuti relativamente alla prestazione di servizi di investimento e alla gestione collettiva del risparmio, che nel 2009 sono lievemente cresciuti rispetto al 2008 (Fig. 76).

Fig. 76 Esposti ricevuti dalla Consob in materia di servizi di investimento



Le indagini ispettive avviate nel 2009 nei confronti degli intermediari sono state mirate a verificare gli adeguamenti, di tipo strategico e procedurale, conseguenti al recepimento della MiFID. Tali iniziative si pongono in un rapporto di continuità con la prima fase di indirizzo dell'azione di vigilanza che, a partire dal 2007, è stata modulata in una serie di incontri con gli esponenti aziendali dei principali operatori e nell'elaborazione di chiarimenti interpretativi, forniti al mercato anche attraverso misure di livello 3.

In particolare, nel corso dell'anno sono stati realizzati interventi distinti per tipologia di intermediario (grandi gruppi, gruppi di medie dimensioni e banche di credito cooperativo).

Con riguardo ai gruppi di maggiori dimensioni, particolare attenzione è stata riservata alle modalità di distribuzione alla clientela *retail* delle proprie obbligazioni bancarie. Nel corso del primo semestre 2009, infatti, le banche esaminate hanno distribuito prevalentemente prodotti propri e/o di società del gruppo, privilegiando i titoli obbligazionari.

Dagli esiti degli accertamenti effettuati è emerso che gli assetti organizzativi e comportamentali non sono ancora allineati agli interessi dei clienti. Persistono, infatti, taluni scostamenti sostanziali fra gli adeguamenti richiesti dalla nuova disciplina e le prassi seguite dagli operatori. Tale fenomeno si evince, tra le altre cose, dalle politiche commerciali adottate e dai sistemi di incentivazione del personale di *front office*, con conseguenti effetti distorsivi sulla conduzione della valutazione di adeguatezza.

Nei casi esaminati, in particolare, le politiche commerciali sono state declinate con una evidente focalizzazione sui prodotti da distribuire, piuttosto che sulla qualità del servizio erogato, e le campagne commerciali sono state svolte a sostegno di specifiche tipologie di prodotti, senza alcun vaglio preventivo della capacità, finanziaria e culturale, della clientela.

È emerso, altresì, che i sistemi di incentivazione del personale di *front office* privilegiano obiettivi in termini di margini reddituali e di volumi di prodotti collocati, circostanza che ingenera potenziali conflitti di interessi con la clientela.

L'attenzione agli obiettivi di vendita dei prodotti si riflette nelle modalità adottate per la conduzione della valutazione di adeguatezza. Queste, infatti, sono risultate insoddisfacenti in quanto ancorate a logiche elementari, di tipo sintetico, che non consentono la piena valorizzazione di tutte le caratteristiche dell'investitore e dello strumento oggetto dell'operazione.

In tale contesto è stata rilevata la presenza di operazioni inadeguate, strumentalmente imputate all'"iniziativa del cliente", ovvero la continua "riprofilatura" dei clienti, strumentale a valutare come adeguate e consigliabili operazioni sui titoli oggetto delle campagne commerciali dell'intermediario.

Alla luce delle evidenze raccolte, la Consob nel febbraio 2010 ha ordinato a 2 banche di convocare i rispettivi Consigli di amministrazione per

esaminare e rimuovere le criticità rilevate (ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. b), del Tuf).

Oltre ai citati interventi, un'iniziativa di vigilanza di particolare valenza ha riguardato il collocamento di un prestito obbligazionario a conversione obbligatoria, con abbinati *warrant* su azioni ordinarie, da parte di un istituto bancario. L'offerta, inizialmente rivolta esclusivamente in opzione ai soci, è stata successivamente aperta anche alla clientela *retail*.

In occasione dell'offerta al pubblico *retail*, la Consob, avendo presente la complessità della struttura finanziaria del titolo e il ridotto grado di liquidità, ha ritenuto opportuno intensificare i controlli sul rispetto delle regole di condotta previste dalla normativa vigente nella fase del collocamento.

Gli accertamenti condotti hanno rivelato significative carenze delle procedure operative utilizzate nonché rilevanti irregolarità nella distribuzione da parte dell'intermediario dei titoli obbligazionari di propria emissione con riguardo alla prevalenza di operazioni inadeguate, a seguito di strumentale classificazione delle stesse come operazioni a "iniziativa del cliente"; alla "riprofilatura" dei clienti tesa a valutare come adeguate le operazioni sui titoli oggetto dell'offerta; alla mancata effettiva valutazione del profilo di illiquidità dei titoli stessi.

L'Istituto ha pertanto emanato un provvedimento ingiuntivo nei confronti dell'intermediario, ai sensi dell'art. 51, comma 1, del Tuf.

Gli interventi sugli intermediari di medie dimensioni hanno riguardato 10 gruppi bancari riconducibili, per le rispettive specificità operative, a 3 diverse tipologie (banche specializzate in attività di nicchia, banche radicate nel territorio tradizionalmente servito e banche di emanazione estera a vocazione internazionale).

Nei confronti di tali operatori, coerentemente con le iniziative di vigilanza riguardanti i principali intermediari, l'azione di vigilanza ha perseguito l'obiettivo di addivenire a una ricognizione dello stato di attuazione degli adeguamenti richiesti dalla MiFID.

La verifica ha avuto ad oggetto, in particolare, le soluzioni procedurali e operative adottate dagli intermediari in materia di distribuzione di prodotti illiquidi alla luce della citata comunicazione del 2 marzo 2009. Tale verifica proseguirà nel corso del 2010, nei confronti di alcuni dei 10 gruppi bancari coinvolti, mediante verifiche ispettive in loco.

Relativamente alle banche di credito cooperativo, nel corso del 2009 sono proseguiti i contatti con la Federazione nazionale delle banche di credito cooperativo (Federcasse), in continuità con le iniziative poste in essere dall'Istituto tese ad "accompagnare" l'industria dei servizi di investimento nel complesso processo di adeguamento alla nuova disciplina.

La Federcasse rappresenta quasi tutte le banche di credito cooperativo italiane e, per il tramite delle proprie Federazioni regionali, svolge in *outsourcing* il ruolo di "revisione interna" e talvolta anche di controllo di conformità per gli

aderenti. L'interazione con Federcasse, quindi, ha consentito alla Consob di raggiungere, seppur in maniera mediata, tutte le banche di credito cooperativo, che, nel comparto bancario, individuano un sistema caratterizzato da talune peculiarità, tra le quali l'elevato numero di soggetti di piccole dimensioni, il radicamento territoriale e la forte componente associativa.

Gli interventi attuati nei confronti del sistema di credito cooperativo, anche mediante l'invio di richieste di informazioni direttamente a taluni intermediari, si sono concentrati soprattutto sulle tematiche della *best execution* e della distribuzione di obbligazioni bancarie proprie. In particolare, in relazione a tale ultimo tema, specifica attenzione è stata dedicata al processo di adeguamento procedurale ai principi chiariti con la citata comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi. Un primo segnale di allineamento ai contenuti della comunicazione si rinviene nel progetto di "quotare" le emissioni di titoli obbligazionari delle banche di credito cooperativo in un sistema di negoziazione multilaterale (Mtf). Tale soluzione, che dovrebbe garantire ai titoli interessati un elevato grado di liquidabilità (ossia, condizioni di smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole e a prezzi significativi), presuppone, almeno in una fase iniziale, l'impegno delle singole banche a svolgere le funzioni di "*liquidity provider*" a sostegno della significatività delle transazioni sull'Mtf.

Con riguardo alla vigilanza nei confronti delle Sim, come prima anticipato, nel corso del 2009 si sono tenuti 45 incontri con i relativi esponenti aziendali, di cui 11 a seguito di convocazione formale. In tali occasioni si è provveduto ad acquisire elementi informativi circa le soluzioni intraprese e/o in corso di attuazione finalizzate al corretto adeguamento degli assetti organizzativi e operativi alla cornice di riferimento disegnata dalla MiFID.

Particolare attenzione è stata dedicata alle modalità di prestazione del servizio di collocamento anche mediante offerta fuori sede, in ragione della rilevanza che le attività distributive (piuttosto che quelle "produttive") rivestono nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento da parte delle Sim. In tale contesto, risulta cruciale verificare l'effettività del modello di servizio basato sull'abbinamento al servizio di collocamento della consulenza, al fine di sollecitare un innalzamento della qualità della medesima.

Nell'ambito della collaborazione con il Ministero dell'Economia e delle Finanze la Consob ha reso, nel corso dell'anno, 7 pareri.

Di questi, 2 si riferiscono al Fondo Nazionale di Garanzia, uno riguarda modifiche al regolamento attuativo dell'art. 37 del Tuf sui fondi comuni di investimento, uno è relativo ai requisiti di onorabilità e professionalità per l'iscrizione all'albo dei promotori finanziari e uno attiene a una proposta di amministrazione straordinaria di una Sim; i restanti 2 concernono, rispettivamente, la liquidazione coatta di una Sgr e le modifiche al decreto relativo all'aggiornamento delle norme di trasparenza per le operazioni di collocamento di titoli di Stato.

Nel 2009 l'Istituto ha inoltre collaborato con il Ministero dell'Economia e delle Finanze al fine di redigere l'allegato allo schema di regolamento ministeriale volto a definire i criteri e i principi necessari per la stipula di contratti di finanziamento, anche con componenti derivative, da parte degli Enti locali e territoriali. Tale allegato contiene le istruzioni metodologiche per la predisposizione dell'informativa finalizzata alla trasparenza dei contratti, ovvero alla rappresentazione in forma tabellare degli scenari probabilistici di rendimento sulla base dell'orizzonte temporale considerato nel contratto. L'approccio mutua parzialmente quello adottato dalla Commissione per il modello di vigilanza di trasparenza relativo ai prodotti del risparmio gestito e ai prodotti finanziario - assicurativi.

Nel 2009 il Fondo Nazionale di Garanzia, nell'ambito della cosiddetta nuova gestione avviata con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato dal 1° febbraio 1998, è intervenuto in un caso di insolvenza di una Sgr. La nuova gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, relativa alle insolvenze pregresse e alla cui copertura concorre il Ministero dell'Economia e delle Finanze (Tav. 28).

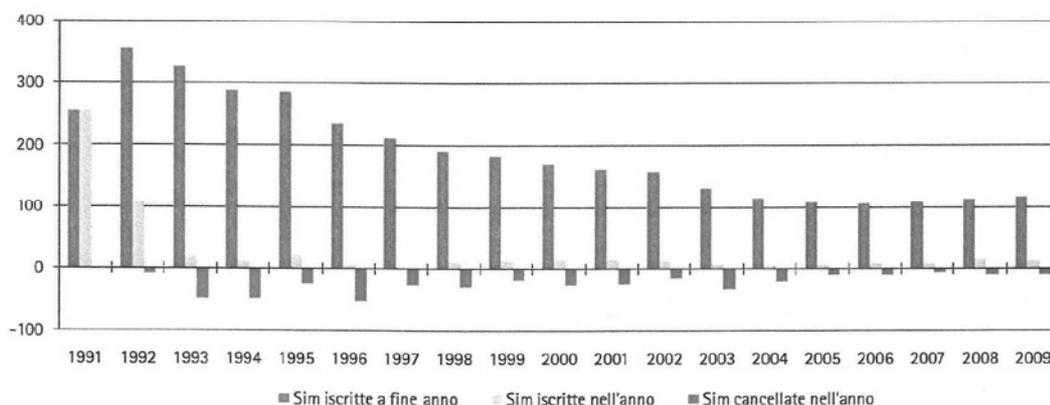
**Tav. 28 Interventi del Fondo nazionale di garanzia**  
(situazione al 31 dicembre 2008; valori monetari in migliaia di euro)

	Insolvenze <sup>1</sup>			
	Sim	Agenti di cambio	Sgr	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
2008	--	1	--	1
2009	--	--	1	1
<i>Totale insolvenze</i>	<i>16</i>	<i>9</i>	<i>1</i>	<i>26</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>16</i>	<i>9</i>	<i>--</i>	<i>25</i>
Numero creditori ammessi	2.592	1.011	--	3.603
Importo crediti ammessi <sup>2</sup>	28.277	43.609	--	7.1836
Interventi del fondo <sup>3</sup>	8.393	10.471	--	19.134

Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. <sup>1</sup> Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. <sup>2</sup> Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali.

Al 31 dicembre 2009 risultavano iscritte all'Albo delle Sim tenuto dalla Consob 116 intermediari (113 a fine 2008), di cui 5 società fiduciarie. Nel corso dell'anno sono intervenute 13 iscrizioni e si sono registrate 10 cancellazioni.

Fig. 77 Albo delle Sim



Le nuove iscrizioni sono attribuibili soprattutto alle modifiche normative legate all'attuazione della MiFID: 10 iscrizioni riguardano, infatti, intermediari monofunzionali operativi nei servizi di consulenza e di gestione di Mtf.

Quanto alle cancellazioni dall'Albo, prevalgono le uscite dovute a crisi degli intermediari (6); seguono quelle motivate da transizioni verso altri modelli operativi (trasformazioni in banche e in Sgr) (Tav. 29).

Relativamente alla sezione dell'Albo dedicata alle imprese di investimento estere, a fine 2009 risultavano iscritte 1.790 imprese di investimento comunitarie senza succursale (a fronte di 242 nuove registrazioni) e 43 imprese di investimento comunitarie con succursale (a fronte di 6 nuove iscrizioni); 28 intermediari risultavano iscritti in entrambe le sezioni (vista la possibilità di prestare servizi di investimento con e senza succursale). Non risultano iscritte imprese di investimento extra comunitarie.

Nel corso del 2009 è proseguita l'azione di vigilanza in materia di trasparenza dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione. Durante l'anno sono stati depositati presso gli archivi della Consob 969 prospetti (1.136 nel 2008), tra primi depositi e successivi aggiornamenti, relativi a prodotti finanziari di tipo *unit-linked*, *index-linked* e capitalizzazione (Tav. 30).