

Con riferimento agli obblighi di comunicazione dell'operatività posta in essere dai soggetti rilevanti, sono risultate carenti sia le modalità relative all'identificazione dei dirigenti da sottoporre a tali obblighi informativi, diversi da quelli che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo dell'emittente, sia le modalità con le quali i soggetti rilevanti vengono informati degli obblighi a cui sono sottoposti. È risultato sporadico, inoltre, il richiamo alla necessità che questi ultimi rendano consapevoli le persone a loro strettamente legate della sussistenza di obblighi informativi a loro carico. In generale le procedure esaminate, sebbene migliorabili, non hanno tuttavia evidenziato rilevanti criticità, in quanto conformi ai requisiti previsti dalla normativa vigente, tranne in un caso, oggetto di approfondimento.

Nell'ambito dell'indagine effettuata, è stata anche richiesta a Borsa Italiana e Assonime una sintetica valutazione degli adempimenti da parte degli emittenti, mentre Assosim ha svolto una consultazione informale presso i propri associati sulle modalità utilizzate per la gestione delle informazioni privilegiate concernenti gli emittenti da parte di soggetti diversi, come ad esempio i consulenti e gli *advisar* (tenuti anch'essi agli obblighi di tenuta del registro degli insider ex art. 115-bis Tuf quando 'agiscono in loro nome o per loro conto').

Borsa Italiana ha evidenziato che i maggiori rischi per il mantenimento della confidenzialità delle informazioni privilegiate solitamente si concentrano nelle riunioni degli organi deliberativi, specie se composti da un numero elevato di Consiglieri chiamati a esaminare e approvare decisioni rilevanti e di interesse per la stampa finanziaria. Anche le fasi prodromiche alla realizzazione di operazioni straordinarie, specie se prevedono il coinvolgimento di vari consulenti esterni, presentano aree di fragilità per la tenuta della confidenzialità delle informazioni privilegiate. Assonime ha ricordato come — ferma restando la cornice normativa europea, nazionale e regolamentare — le norme di autodisciplina forniscono un utile ausilio per implementare sia la tenuta della confidenzialità delle informazioni, sia la qualità delle comunicazioni diffuse. Infine, Assosim ha segnalato i) l'importanza della collaborazione e di un continuo e adeguato flusso informativo bidirezionale tra gli emittenti e i soggetti che agiscono in loro nome o per loro conto, per una corretta tenuta del registro, e ii) l'utilità dello scambio di informazioni tra gli operatori del mercato circa le procedure adottate, anche per meglio calibrare le procedure in relazione alla dimensione dei soggetti ed elevare gli standard qualitativi.

Il 58 per cento delle segnalazioni ricevute ha riguardato condotte riconducibili in prima battuta all'abuso di informazioni privilegiate, il 35 per cento condotte manipolative e il restante 7 per cento condotte che integrano entrambe le fattispecie illecite.

Gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione sono stati prevalentemente azioni (83 per cento), seguite da strumenti obbligazionari (10 per cento). Solo il 7 per cento delle segnalazioni ha riguardato condotte anomale su strumenti finanziari derivati, su *covered warrant* e su combinazioni di più strumenti (segnatamente *covered warrant* e attività sottostante).

Nel corso del 2013 l'Istituto ha concluso 22 indagini in materia di abusi di mercato, accertando illeciti amministrativi in 13 casi, relativi ad abuso di informazioni privilegiate (4 casi) e a manipolazione del mercato di tipo informativo e di tipo operativo (rispettivamente in 4 e 5 casi). Dieci indagini hanno dato luogo alla trasmissione di relazioni all'Autorità Giudiziaria (in un caso di abuso di informazioni privilegiate e 9 casi di manipolazione del mercato; Tav. 7).

I tre casi di insider trading che non sono stati segnalati all'Autorità Giudiziaria si riferivano esclusivamente a cosiddetti insider secondari, cioè a soggetti entrati in possesso dell'informazione privilegiata per ragioni non riconducibili alla propria professione o funzione (art. 187-bis, comma 4, del Tuf), per i quali non sono previste sanzioni penali.

Tav. 7 Risultati delle indagini in materia di abusi di mercato

	ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali	casi in cui non sono stati rilevati illeciti	totale	
			di cui per abuso di informazioni privilegiate	
2007	10	3	3	13
2008	6	2	4	10
2009	8	2	6	14
2010	10	3	19	29
2011	15	7	14	29
2012	12	4	14	26
2013	13	4	9	22

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

Per quanto riguarda la tipologia di informazioni privilegiate, in 2 casi esse riguardavano l'acquisizione o la dismissione di partecipazioni in società quotate, in un altro la promozione di un'offerta pubblica d'acquisto (Opa) e nell'ultimo l'imminente diffusione di un comunicato da parte dell'emittente relativo alla riduzione delle proprie stime sui risultati attesi per il 2012 e il 2013 (Tav. 8).

Un primo caso di abuso di informazioni privilegiate ha tratto origine da indagini condotte, anche con la cooperazione delle competenti Autorità del Lussemburgo e degli Stati Uniti d'America, su operazioni effettuate in concomitanza con il repentino rialzo delle quantità scambiate e del prezzo delle azioni di una società quotata operante nel settore energetico.

Tav. 8 Tipologia delle informazioni privilegiate nei casi relativi a *insider trading*

mutamento del controllo — Opa	risultati economici — situazione patrimoniale e finanziaria	operazioni sul capitale — fusioni — scissioni	altre	di cui per ipotesi di front running		totale
				di cui per ipotesi di front running	totale	
2007	1	1	1	—	—	3
2008	1	—	—	1	1	2
2009	—	—	1	1	1	2
2010	2	—	1	—	—	3
2011	5	—	—	2	—	7
2012	4	—	—	—	—	4
2013	1	1	2	—	—	4

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

La Consob ha così accertato che un dirigente di un gruppo industriale e finanziario internazionale ha effettuato acquisti per proprio conto in più giornate, abusando delle informazioni privilegiate relative a ingenti acquisti sul mercato da parte del gruppo di appartenenza. In particolare, è stato accertato che l'autore della violazione era la persona incaricata di eseguire gli acquisti per conto del gruppo e ha operato adottando modalità e tempistiche idonee allo sfruttamento delle informazioni privilegiate di cui era in possesso, riuscendo, così, a conseguire un significativo profitto. Al termine delle indagini, la Consob ha accertato un illecito amministrativo e ha trasmesso una segnalazione all'Autorità Giudiziaria.

Un secondo caso di abuso di informazioni privilegiate ha riguardato l'attività di *market sounding*, ovvero, nello specifico, l'illecita comunicazione di informazioni privilegiate nell'ambito di un collocamento sul mercato di un consistente pacchetto azionario di un emittente attivo nel settore dell'energia, nonché la vendita di azioni disposta utilizzando la medesima informazione.

Anche grazie alla collaborazione delle competenti Autorità della Germania e del Regno Unito, la Consob ha potuto ricostruire il percorso seguito dall'informazione privilegiata tra diversi soggetti che ne sono entrati in possesso sia nell'ambito della loro attività lavorativa sia al di fuori della stessa.

Le indagini, iniziate nel 2012, hanno portato ad accertare illeciti amministrativi a carico di cinque persone fisiche, tre delle quali hanno illecitamente comunicato la notizia privilegiata e due hanno disposto vendite di azioni in qualità di

gestori di organismi di investimento collettivo esteri. Inoltre, in relazione agli stessi fatti, sono stati contestati illeciti amministrativi a carico di un intermediario italiano e di due intermediari esteri, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981). La Consob non ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini in quanto riferiti esclusivamente alla condotta di cosiddetti insider secondari.

Un altro caso ha riguardato l'illecita comunicazione dell'informazione privilegiata relativa alla promozione di un'OpA sulle azioni di una società quotata specializzata nel settore dei finanziamenti contro cessione del quinto dello stipendio, nonché gli acquisti di azioni disposti utilizzando la medesima informazione.

Gli acquisti sono stati disposti a valere sui conti di una società da una persona entrata in possesso dell'informazione privilegiata nell'ambito di rapporti con il proprio promotore finanziario, il quale, a sua volta, ne era entrato in possesso nel corso di rapporti con un dirigente del gruppo offerente. La Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti dei tre autori delle condotte, nonché di tre società ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e, nei soli confronti della società titolare dei conti impiegati per gli acquisti, anche ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-quinquies del Tuf). Gli esiti delle indagini non sono stati segnalati all'Autorità Giudiziaria in quanto riferiti esclusivamente alla condotta di cosiddetti insider secondari.

Un ultimo caso di abuso di informazioni privilegiate ha tratto origine dalle indagini condotte, anche avvalendosi della collaborazione della competente Autorità del Regno Unito, in merito a vendite di azioni effettuate prima dell'emissione del comunicato con cui una società quotata, attiva nella fornitura di servizi di ingegneria per il settore oil & gas, ha reso nota una riduzione delle proprie stime sui risultati dell'esercizio appena concluso e del successivo (*profit warning*).

La Consob ha accertato un illecito amministrativo a carico del responsabile di un gruppo di gestori di un importante investitore istituzionale britannico, che ha disposto la vendita di significative quantità di azioni sfruttando l'informazione privilegiata relativa all'imminente diffusione del profit warning e ha, inoltre, indotto gli altri gestori a vendere tutte le azioni presenti nei rispettivi portafogli gestiti. In relazione agli stessi fatti, e in considerazione della circostanza che nel corso delle indagini non sono state fornite alla Consob tutte le informazioni richieste, sono stati accertati illeciti amministrativi anche a carico dell'investitore istituzionale ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981), sia per la violazione prevista dall'art. 187-bis, comma 4, del Tuf sia per quella prevista dall'art. 187-quinquiesdecies del Tuf.

L'esito delle indagini, per taluni profili ancora in corso, è stato trasmesso anche all'Autorità Giudiziaria in una relazione informativa nella quale, tuttavia, non sono state segnalate ipotesi di reato in quanto, finora, sono state accertate condotte illecite esclusivamente riferibili a cosiddetti insider secondari.

Un primo caso di manipolazione informativa del mercato ha tratto origine da elementi trasmessi alla Consob dall'Autorità Giudiziaria riguardo alla diffusione da parte di una primaria banca italiana di dati falsi relativi al patrimonio di vigilanza e ai coefficienti patrimoniali.

Le informazioni non veritieri sono state rese in una relazione semestrale, in corrispondenza di operazioni di rafforzamento patrimoniale volte alla realizzazione di un'acquisizione.

Al termine delle indagini, condotte anche con la cooperazione della competente Autorità del Lussemburgo, la Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di tre persone fisiche, il Presidente del Consiglio di amministrazione, il Direttore Generale e il *Chief Financial Officer* della banca, nonché nei confronti della stessa banca, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf). È stata altresì resa una relazione all'Autorità Giudiziaria in cui sono stati descritti gli esiti delle indagini.

Un'altra indagine per manipolazione informativa del mercato ha riguardato le false informazioni diffuse nel periodo da dicembre 2010 a gennaio 2013 da un cittadino italiano residente in Svizzera in merito a pretesi investimenti e intenzioni di investimento nel capitale sociale di dodici emittenti quotati che sarebbero stati effettuati da lui medesimo, da società a lui riconducibili, oppure da terzi investitori che si sarebbero avvalsi dei servizi di consulenza prestati da queste ultime società.

È stato accertato che tali informazioni, diffuse tramite dichiarazioni pubbliche e comunicati stampa di una società svizzera e di una società britannica, erano false, fuorvianti in merito ai titoli cui si riferivano e parte di un disegno volto a procurare vantaggi ad attività asseritamente consulenziali svolte dall'autore delle condotte e dalle società a questi riconducibili.

Al termine delle indagini, condotte anche con la cooperazione delle competenti Autorità del Regno Unito e della Confederazione Svizzera, la Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di una persona fisica, nonché nei confronti di due società, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf). La Consob ha, altresì, segnalato gli esiti delle indagini all'Autorità Giudiziaria, che sui fatti aveva già avviato un procedimento penale.

Un altro caso di manipolazione del mercato ha riguardato le false informazioni diffuse da una società quotata, operante nel settore della componentistica per autovetture, nei bilanci d'esercizio e consolidato.

È stato accertato che la rappresentazione di alcune voci di bilancio era falsa e materiale. Al termine delle indagini, la Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di tre persone fisiche, il Presidente del Consiglio di Amministrazione, il Direttore Generale e il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e societari, nonché nei confronti della stessa società, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf), e ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

L'attività di vigilanza dell'Istituto relativa a ipotesi di manipolazione del mercato informativa ha riguardato anche le false informazioni diffuse da due primarie compagnie di assicurazioni italiane nei relativi bilanci consolidati.

In particolare, è stato accertato che la rappresentazione delle voci di bilancio connesse alla determinazione della riserva sinistri RCA era falsa e materiale. Al termine delle indagini, la Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di due persone fisiche, gli Amministratori Delegati delle due compagnie di assicurazioni, nonché nei confronti delle stesse compagnie di assicurazione, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf), e ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

Tre distinte indagini hanno avuto ad oggetto la realizzazione da parte di tre diversi *on-line trader* di un medesimo schema di manipolazione del mercato posto in essere su alcuni titoli di Stato italiani negoziati contemporaneamente in sedi di negoziazioni differenti.

Lo schema manipolativo prevedeva due fasi. Nella prima avveniva l'inserimento in una sede di negoziazione di ordini di compravendita di piccole dimensioni ma con caratteristiche idonee a fornire indicazioni fuorvianti e a indurre altri operatori (tipicamente *market maker*) a modificare le migliori quotazioni in acquisto e in vendita in una seconda sede di negoziazione. Nella seconda fase, pressoché contemporanea alla prima, erano concluse operazioni di negoziazione compravendite di dimensioni significative a prezzi più vantaggiosi per i manipolatori. La Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di tre *on-line trader* e ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

Un'altra indagine ha avuto ad oggetto uno schema di manipolazione posto in essere su obbligazioni negoziate sul Mot da un investitore che fissava il prezzo di mercato a un livello artificiale tramite ordini immessi contemporaneamente a valere su una pluralità di conti diversi.

Lo schema manipolativo si basava sulla ripetuta realizzazione di operazioni in cui sia gli ordini in acquisto sia quelli in vendita erano immessi dall'autore della violazione che, sfruttando la propria posizione di Vice Presidente di una società finanziaria nonché la fiducia di persone con cui aveva relazioni professionali, di

parentela o amicizia, operava sui conti a questi intestati per realizzare profitti a valere su conti intestati a se medesimo e a un più ristretto gruppo di persone.

Poiché nel corso delle indagini l'autore della condotta ha anche reso dichiarazioni false e omissive, la Consob ha accertato a suo carico, oltre all'illecito di manipolazione del mercato, anche la violazione prevista dall'art. 187-*quinquiesdecies* del Tuf.

La Consob ha accertato anche nei confronti della società di cui l'autore della violazione era Vice Presidente l'illecito di manipolazione del mercato, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981); la disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf) non ha trovato applicazione, in virtù del fatto che le operazioni non erano state effettuate nell'interesse o a vantaggio della società. Gli esiti delle indagini sono stati segnalati anche all'Autorità Giudiziaria.

Un ultimo caso di manipolazione del mercato operativa ha riguardato gli acquisti effettuati nell'arco di circa due anni da una banca italiana, per conto della controllante, aventi ad oggetto le azioni della medesima banca.

Tali acquisti, effettuati da due dipendenti sotto la direzione dell'Amministratore delegato della stessa banca e del Presidente della controllante, hanno provocato in numerose sedute rapidi rialzi, che hanno così sostenuto in via continuativa il prezzo delle azioni. Pertanto, essi hanno fissato il prezzo ufficiale delle azioni a un livello anomalo e artificiale e hanno, conseguentemente, fornito indicazioni false e fuorvianti in merito al prezzo delle suddette azioni.

Al termine delle indagini, la Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di quattro persone fisiche, nonché nei confronti della banca e della sua controllante, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf), e ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

Nel 2013 la Consob ha, complessivamente, avviato procedimenti amministrativi per abusi di mercato nei confronti di 27 persone fisiche e di 16 enti per la responsabilità solidale e per la responsabilità amministrativa (Tav. 9; per i procedimenti amministrativi avviati per abusi di mercato accertati negli anni precedenti si rinvia al successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

Il numero di soggetti a cui sono state inviate richieste di notizie, dati e documenti nel 2013 nell'ambito di indagini per abusi di mercato è stato complessivamente pari a 349. In 22 casi la Consob si è avvalsa della collaborazione di autorità di vigilanza estere, mentre in 11 casi le richieste sono state finalizzate ad assistere autorità estere in indagini condotte da queste ultime (Tav. 10).

Tav. 9 Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato

	intermediari autorizzati <sup>1</sup>	insider istituzionali <sup>2</sup>	altri soggetti <sup>3</sup>	operatori esteri	totale
<b>abuso di informazioni privilegiate</b>					
2007	—	11	1	—	12
2008	—	2	20	12	34
2009	—	2	9	—	11
2010	—	4	1	2	7
2011	1	4	5	—	10
2012	—	2	4	—	6
2013	3	1	10	3	17
<b>manipolazione di mercato</b>					
2007	1	4	2	—	7
2008	—	—	5	—	5
2009	2	1	10	1	14
2010	1	2	8	—	11
2011	—	7	7	—	14
2012	1	8	6	—	25
2013	2	12	12	0	26

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. <sup>2</sup> Soci, amministratori, dirigenti di società quotate. <sup>3</sup> Insider secondari (art. 187-bis, comma 4, del Tuf).

Tav. 10 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato  
(numero soggetti destinatari delle richieste)

	intermediari autorizzati <sup>1</sup>	società quotate e loro controllanti o controllate	soggetti privati		pubbliche amministrazioni	autorità estere	totale	di cui per conto di autorità estere
			di cui audizioni	di cui imputazioni				
2007	176	12	93	51	5	16	302	70
2008	115	57	66	38	15	35	288	43
2009	78	53	93	47	17	27	268	15
2010	37	35	48	41	5	17	142	13
2011	161	7	109	57	2	61	340	29
2012	207	9	71	30	27	50	364	40
2013	154	14	78	39	81	22	349	11

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

Nel corso del 2013, la Consob si è costituita parte civile in cinque nuovi procedimenti penali in materia di abusi di mercato (di cui uno per abuso di informazioni privilegiate, tre per manipolazione del mercato e uno per entrambi i reati; Tav. 11). La Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria segnalazioni all'esito degli accertamenti di vigilanza svolti. 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.

Nel 2013 sono stati definiti in primo grado cinque procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile; in due casi vi è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob; due sono stati definiti con sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti; uno con dichiarazione di estinzione del reato per prescrizione.

Tav. 11 Costituzioni di parte civile dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e aggiotaggio su strumenti finanziari (manipolazione del mercato)

anno	costituzioni	reato <sup>1</sup>	esito al 31 dicembre 2013
2007	12 <sup>2</sup>	insider trading, manipolazione del mercato	4 sentenze di condanna <sup>3</sup> 5 sentenze di patteggiamento 2 sentenze di proscioglimento per prescrizione 1 sentenza di non luogo a procedere <sup>4</sup> 2 sentenze di assoluzione
2008	5	insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna 1 sentenza di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione 3 sentenze di assoluzione <sup>5</sup>
2009	1	manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna
2010	3	insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna <sup>6</sup> 1 sentenza di assoluzione
2011	6 <sup>7</sup>	manipolazione del mercato	2 sentenze di condanna 1 sentenza di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2012	2 <sup>8</sup>	insider trading, manipolazione del mercato	
2013	5	insider trading, manipolazione del mercato	2 sentenze di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Insider trading: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; aggiotaggio: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del cc, ora art. 185 del Tuf. <sup>2</sup> In un caso, a seguito della regressione alla fase delle indagini preliminari, il procedimento è stato archiviato nel corso del 2008. <sup>3</sup> In un caso la competente Corte d'Appello ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado, assolvendo taluni imputati per non aver commesso il fatto, prosciogliendo altri per prescrizione o per difetto di condizioni di procedibilità, revocando la condanna al risarcimento del danno nei confronti della Consob limitatamente a taluni capi di imputazioni e confermando nel resto l'impugnata sentenza. In un ulteriore caso, la competente Corte d'Appello ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado, assolvendo taluni imputati riducendo le pene loro comminate, revocando, altresì, la condanna al risarcimento dei danni già pronunciata in favore della Consob. In un altro caso, la Corte d'Appello di Milano ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado prosciogliendo un imputato per morte e altri per prescrizione e riducendo la somma liquidata alla Consob a titolo di risarcimento del danno. <sup>4</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. <sup>5</sup> In un caso, la Corte di Cassazione, in sede di ricorso immediato, ha annullato la sentenza assolutoria di primo grado, rinviando alla competente Corte d'Appello per il giudizio di secondo grado. In sede di giudizio di rinvio la Corte d'Appello di Torino ha pronunciato sentenza di condanna nei confronti degli imputati, rigettando, peraltro, la richiesta risarcitoria avanzata dalla Consob. <sup>6</sup> La competente Corte d'Appello ha confermato la sentenza di condanna, concedendo all'imputato il beneficio della non menzione della condanna. <sup>7</sup> Tra i sei, successivamente alla costituzione di parte civile, due procedimenti sono stati riuniti per connessione oggettiva e soggettiva. <sup>8</sup> Giudizi pendenti in primo grado.

Tra i cinque, in senso favorevole alla Consob si segnala la sentenza del Tribunale di Roma, VI Sezione Penale, 21357 del 12 dicembre 2013, depositata il 23 dicembre 2013 concernente un rilevante caso di manipolazione informativa su titoli Alitalia Spa, che ha confermato il consolidato orientamento giurisprudenziale secondo cui il danno all'integrità del mercato cagionato dai reati di abusi di mercato compete pacificamente alla Consob in virtù dell'art. 187-undecies, comma 2, del Tuf, introdotto dalla legge 62/2005: *«il danno subito per la lesione dell'integrità del mercato, ovvero il vulnus causato dal suo regolare funzionamento, è un diritto che le viene riconosciuto espressamente dalla legge, pur se la Consob è un soggetto che non*

*coincide con i partecipanti al mercato, né li rappresenta, come ricordato anche nell'otta di costituzione. Il diritto al risarcimento di tale donna per i fatti successivi al 12.05.05, data di entrato in vigore della norma con cui si prevede lo legittimazione della Consob a costituirsi parte civile è pressoché pacifico (...).*

Altri due procedimenti penali sono stati definiti con sentenze pronunciate dalle competenti Corti d'Appello. In relazione a un caso di abuso di informazioni privilegiate, la Corte di Appello di Milano, II Sezione Penale, con sentenza 336 del 23 gennaio 2013 ha confermato la sentenza del Tribunale di Milano, II Sezione Penale, 14647 del 20 dicembre 2012 anche con riguardo alla condanna al risarcimento dei danni già pronunciata in primo grado in favore della Consob.

In senso difforme, si annovera un isolato precedente della Corte d'Appello di Torino, I Sezione Penale – sentenza 702 del 21 febbraio 2013 – che, nell'ambito di un giudizio di rinvio concernente un'ipotesi di manipolazione del mercato su azioni Fiat, ha respinto la domanda risarcitoria avanzata dalla Consob, nonostante abbia condannato gli imputati alla pena di legge.

Un processo per manipolazione è stato deciso dalla Corte di Cassazione. La Suprema Corte, V Sezione Penale, con sentenza 4324 del 29 gennaio 2013 ha annullato agli effetti penali la sentenza della Corte di Appello di Milano, II Sezione Penale, 2361 del 16 luglio 2010 per intervenuta prescrizione, ma ha respinto il ricorso dell'imputato agli effetti civili.

Con riferimento all'acquisibilità agli atti del fascicolo del dibattimento della relazione motivata della Consob di cui all'art. 187-decies, comma 2, del Tuf e dei relativi allegati, è stato affermato: *ai motivi di ricorso relativi alla ritenuta utilizzabilità della relazione informativa della Consob, delle informazioni acquisite nel corso dell'attività ispettiva e delle registrazioni delle comunicazioni telefoniche, sono anch'essi infondati. La relazione su un'attività ispettiva, svolta da pubblici funzionari in sede amministrativo extroprocessuale, ha natura documentale rispetto ai dati oggettivi in essa rappresentati.* Riguardo al carattere artificioso della condotta è stato argomentato: *«Non vi è dubbio che, come osservato dai ricorrenti, la condotta del reato in esame debba essere oggettivamente artificiosa. Tale carattere artificioso, in altre parole, non può essere desunto da mero doto soggettivo del fine di alterazione delle valutazioni di mercato perseguito dall'agente, ma deve trovare fondamento nell'essere la condotta realizzata con modalità di ozione, di tempo e di luogo tali da incidere sul normale andamento della domanda e dell'offerta dei titoli [...]. La sentenza impugnata motivava tuttavia coerentemente secondo questi principi, nel momento in cui poneva alla base della propria argomentazione elementi modali tratti dall'esame delle operazioni borsistiche accertate, quali in particolare la concentrazione degli acquisti dei titoli in un ristretto periodo temporale, il frazionamento di tali acquisti in diverse e numerose giornate ed il ricorso ad un intermediaria differente da quella salitamente utilizzata».*

# La vigilanza sugli emittenti

## e le società di revisione

II

### 1 Gli assetti proprietari

A fine 2013 circa l'85 per cento delle società quotate italiane (208 su 244) risulta controllata da uno o più azionisti attraverso un patto parasociale (Tav. 12).

Tav. 12 Modelli di controllo delle società quotate italiane  
(situazione al 31 dicembre)

	società controllate						società non controllate						totale			
	società controllate di diritto <sup>1</sup>		società controllate debolmente <sup>2</sup>		società controllate da patto <sup>3</sup>		società cooperative		widely held <sup>4</sup>		non-widely held <sup>5</sup>		numero	peso <sup>6</sup>	numero	peso <sup>6</sup>
	numero	peso <sup>6</sup>	numero	peso <sup>6</sup>	numero	peso <sup>6</sup>	numero	peso <sup>6</sup>	numero	peso <sup>6</sup>	numero	peso <sup>6</sup>				
1998	122	31,2	33	21,8	28	8,3	10	3,1	10	24,1	13	11,5	216	100,0		
2010	128	20,6	51	43,3	51	12,0	8	3,4	11	20,3	21	0,4	270	100,0		
2011	123	23,0	54	45,8	49	11,3	8	3,2	8	16,4	18	0,3	260	100,0		
2012	123	22,7	48	44,0	45	10,2	8	3,2	10	19,2	17	0,7	251	100,0		
2013	119	24,0	45	35,5	44	15,1	8	3,3	11	21,6	17	0,5	244	100,0		

Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta. <sup>1</sup> Società non controllate da patto dove un singolo azionista detiene più della metà delle azioni ordinarie. <sup>2</sup> Società non controllate da patto né di diritto, appartenenti a una delle seguenti categorie: *i*) un singolo azionista detiene almeno il 30 per cento delle azioni ordinarie; *ii*) un singolo azionista detiene una quota *a) almeno pari al 20 per cento del capitale ordinario e b) maggiore della metà della somma delle azioni ordinarie detenute da tutti gli azionisti rilevanti (soci con partecipazioni maggiori del 2 per cento del capitale).*

<sup>3</sup> Sono state classificate in questa categoria: *i*) le società quotate, non controllate da un unico azionista, sul cui capitale alla data del 31 dicembre esisteva un accordo parasociale avente ad oggetto almeno il 20 per cento del capitale ordinario; *ii*) le società quotate che sono controllate da una società non quodata, non controllata da un unico azionista, sul cui capitale esisteva alla data del 31 dicembre un patto parasociale avente ad oggetto la maggioranza del capitale. <sup>4</sup> Società non controllate da un singolo azionista (società controllate di diritto e debolmente controllate) né da patto con un flottante maggiore del 70 per cento delle azioni ordinarie. <sup>5</sup> Società non rientranti nei precedenti modelli. <sup>6</sup> Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun modello di controllo e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate italiane.

L'azionista di riferimento esercita il controllo di diritto nella maggior parte dei casi, detenendo oltre la metà del capitale ordinario in 119 società che, complessivamente, rappresentano circa un quarto della capitalizzazione di mercato. L'azionista di maggioranza, pur detenendo una partecipazione inferiore alla metà del capitale, appare in grado di esercitare un'influenza dominante in 45 casi, corrispondenti a società a più elevata capitalizzazione, che pesano per il 35,5 per cento nel complessivo valore di mercato. Le società controllate da una coalizione di azionisti sono 44 e rappresentano circa il 15 per cento della capitalizzazione di borsa.

Da un confronto nel medio termine emergono due tendenze. Da un lato, il peso in termini di capitalizzazione delle società controllate di diritto ha subito una flessione rispetto al 1998 (data di introduzione del Tuf), pur non essendo variata in misura sostanziale la rappresentatività numerica delle stesse. Dall'altro lato, l'incidenza delle società "controllate debolmente" e di quelle controllate da patto è aumentata rispetto al 1998, in termini sia numerici sia di valore di mercato.

Tra le società che risultano 'non controllate', solo 11 presentano un azionariato più diffuso (cosiddette '*widely held*', caratterizzate da un flottante superiore al 70 per cento del capitale ordinario). Si tratta di società di maggiori dimensioni, la cui capitalizzazione rappresenta quasi il 22 per cento di quella complessiva. La diffusione delle cooperative quotate rimane costante, contandosi a fine 2013 otto casi di emittenti operanti nel settore finanziario, pari a circa il 3 per cento della capitalizzazione di borsa.

Le evidenze sulle partecipazioni rilevanti confermano le tradizionali caratteristiche del mercato italiano in termini di concentrazione proprietaria, che non ha subito variazioni di rilievo nel breve come nel medio termine.

Nel 2013, la quota media detenuta dal primo azionista è pari al 46,8 per cento del capitale ordinario con diritto di voto, sostanzialmente in linea con i valori registrati negli anni più recenti e di poco inferiore al valore del 1998. La partecipazione media complessivamente detenuta dagli altri azionisti rilevanti è nel 2013 pari al 16,5 per cento, in leggera flessione rispetto al triennio precedente ma in crescita rispetto al 1998. L'azionariato diffuso, misurato dalla quota degli azionisti che detengono partecipazioni inferiori alla soglia di trasparenza proprietaria, è pari a circa il 37 per cento del capitale. Anche in questo caso, i valori non si discostano in maniera significativa da quelli riscontrati negli anni precedenti (Tav. 13).

Tav. 13 Concentrazione proprietaria delle società quotate italiane<sup>1</sup>  
(situazione al 31 dicembre)

	primo azionista	altri azionisti rilevanti	mercato <sup>2</sup>
1998	48,7	14,7	36,5
2010	46,0	17,9	36,1
2011	46,1	17,6	36,3
2012	46,8	16,9	36,4
2013	46,8	16,5	36,7

Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta. Le cooperative sono escluse. <sup>1</sup> Media semplice della quota di capitale ordinario con diritto di voto di tutte le società quotate italiane. <sup>2</sup> Media semplice della quota del capitale ordinario non detenuta da azionisti rilevanti.

## 2 Le assemblee e gli organi societari

L'evidenza sulla partecipazione assembleare nelle società quotate italiane mostra sostanziali differenze a seconda della dimensione degli emittenti: nel 2013 il dato medio si attesta a circa 600 soggetti per le società appartenenti agli indici Ftse Mib e del Mid Cap e a solo 28 per le altre società. La presenza degli investitori istituzionali in assemblea è particolarmente significativa, risultando pari in media a 496 partecipanti nelle società del Ftse Mib e del Mid Cap, a fronte dei 17 nelle società più piccole.

I dati confermano, inoltre, una marcata differenza di comportamento tra investitori italiani ed esteri. La quota complessiva rappresentata in assemblea dagli investitori istituzionali è, infatti, in massima parte attribuibile agli investitori esteri, sia nelle società più grandi sia in quelle di minori dimensioni (Tav. 14).

Gli investitori istituzionali intervenuti alle assemblee delle società appartenenti agli indici Ftse Mib e Mib Cap detengono circa il 15,3 per cento del capitale presente in assemblea. Gli investitori istituzionali esteri rimangono largamente maggioritari: il valore medio della relativa quota è pari al 14,4 per cento (0,9 per gli italiani), mentre il valore mediano è pari al 13,5 per cento (nullo per gli italiani).

Tav. 14 Partecipazione alle assemblee 2013 delle società quotate italiane per indice

		numero di partecipanti		quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea			
		totale	investitori istituzionali	totale	investitori istituzionali	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri
Ftse Mib and Mid Cap	media	601	496	69,5	15,3	0,9	14,4
	min	7	4	44,4	0,0	0,0	0,0
	max	3.886	3.850	90,5	48,6	9,5	47,6
	mediana	276	245	70,8	15,5	0,0	13,5
altre società	media	28	17	64,6	3,7	0,6	2,9
	min	1	—	3,6	0,0	0,0	0,0
	max	251	238	92,9	54,5	13,2	54,4
	mediana	13	1	66,7	0,3	0,0	0,0

Fonte: elaborazioni sui verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società italiane tenutesi nel 2013. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta; le cooperative sono escluse. Le imprese i cui verbali non erano disponibili alla data del 30 settembre 2013 sono state escluse (dati su 216 società).

Con riferimento agli organi di amministrazione, si rileva una correlazione tra indice di appartenenza delle società e composizione dell'organo.

Le società a più elevata capitalizzazione, appartenenti agli indici Ftse Mib e Mid Cap, sono caratterizzate da organi di amministrazione più numerosi (rispettivamente 12,3 e 13,2 componenti in media) rispetto alla media complessiva di mercato,

che per il 2012 è pari a circa 10 membri. Le società a minore capitalizzazione, quali quelle incluse nell'indice Star e le altre non comprese in nessuno degli indici considerati, sono caratterizzate da organi amministrativi più piccoli (rispettivamente 9,2 e 8,2 componenti in media). L'organo di amministrazione più numeroso è composto da 25 membri, mentre quello più piccolo da soli due componenti (Tav. 15).

**Tav. 15 Composizione degli organi di amministrazione delle società quotate italiane per indice di appartenenza (situazione al 31 dicembre 2012)**

	numero	peso sulla capitalizzazione <sup>1</sup>	numero componenti dell'organo di amministrazione			
			medio	min	max	mediano
Ptse Mib	37	85,8	12,3	5	24	11
Mid Cap <sup>2</sup>	39	8,4	13,2	7	25	13
Star <sup>3</sup>	67	3,7	9,2	5	15	9
altro	108	2,1	8,2	2	17	7
<i>totale</i>	<i>251</i>	<i>100,0</i>	<i>9,9</i>	<i>2</i>	<i>25</i>	<i>9</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta pubblicate nel 2013 per l'esercizio 2012. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta. I consigli di sorveglianza sono esclusi. <sup>1</sup> Peso percentuale della capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun indice sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate. <sup>2</sup> Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili (242 su 251). <sup>3</sup> Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice MidCap vengono indicate solo nella categoria Star.

Con riferimento alla composizione per genere, a fine 2013 il 17,8 per cento dei componenti degli organi di amministrazione delle società italiane quotate è costituito da donne e circa l'83,5 per cento delle società vede entrambi i generi rappresentati.

L'evoluzione degli ultimi anni mostra un trend positivo sia del numero di donne che siedono negli organi di amministrazione sia del numero di società in cui entrambi i generi sono rappresentati nel *board*. La partecipazione femminile è cresciuta di oltre 6 punti percentuali dal 2012 al 2013, mentre la percentuale di società in cui almeno una donna è presente è cresciuta di circa 17 punti percentuali (Tav. 16).

Tale evoluzione è conseguenza dell'entrata in vigore, nell'agosto 2012, della legge n. 120 del 12 luglio 2011, che ha introdotto le cosiddette quote di genere per la composizione degli organi sociali delle società quotate e delle società a controllo pubblico.

In particolare, la legge impone il rispetto di un criterio di composizione degli organi sociali, in base al quale al genere meno rappresentato spetta almeno un terzo di tali organi. Le società che hanno eletto i membri dei propri organi sociali dall'entrata in vigore della legge hanno dovuto garantire l'attribuzione di almeno un quinto dei posti al genere meno rappresentato, come stabilito dal Legislatore per il primo rinnovo dopo l'entrata in vigore della legge.

**Tav. 16 Presenza femminile negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2013)

	donne componenti gli organi di amministrazione		società in cui è presente almeno una donna nell'organo di amministrazione	
	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>2</sup>
2008	170	5,9	126	43,8
2009	173	6,3	129	46,4
2010	182	6,8	133	49,6
2011	193	7,4	135	51,7
2012	288	11,6	169	66,8
2013	421	17,8	202	83,5

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. <sup>1</sup> Peso percentuale sul totale dei componenti degli organi di amministrazione. <sup>2</sup> Peso percentuale sul numero totale delle società quotate italiane.

Dall'analisi della relazione tra composizione di genere e indici di mercato emerge come il peso relativo dei consiglieri appartenenti al genere femminile sia più elevato nelle società dell'indice Mid Cap e in quelle non comprese in nessuno degli indici considerati (rispettivamente 21,4 e 22,8 per cento; Tav. 17).

La percentuale di società in cui almeno una donna è presente risulta maggiore per le società incluse nell'indice Mid Cap, dove il dato si attesta al 92,5 per cento.

**Tav. 17 Presenza femminile negli organi di amministrazione delle società quotate italiane per indice di appartenenza**  
(situazione al 31 dicembre 2013)

indice	numero società <sup>2</sup>	peso sulla capitalizzazione <sup>1</sup>	percentuale delle società in cui è presente almeno una donna	percentuale media delle donne nei CdA <sup>3</sup>
Ftse Mib	32	67,5	84,2	19,8
Mid Cap <sup>4</sup>	37	92,0	92,5	21,4
Star <sup>5</sup>	53	78,3	79,1	19,5
altro	20	91,3	82,5	22,8
<b>totale</b>	<b>202</b>	<b>71,4</b>	<b>83,5</b>	<b>21,2</b>

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. <sup>1</sup> Rapporto percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun indice e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate italiane. <sup>2</sup> Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice MidCap vengono incluse solo nella categoria Star. I dati si riferiscono alle sole società in cui è presente almeno una donna.

Gli organi di amministrazione delle società italiane quotate appartenenti all'indice Ftse Mib sono stati oggetto di un'analisi più approfondita allo scopo di rilevare le principali caratteristiche dei relativi componenti in termini di età, titolo di studio, profilo professionale, nazionalità, legame con l'azionista di controllo (Riquadro 7).

### Riquadro 7

#### L'analisi degli organi di amministrazione delle società appartenenti al Ftse Mib

L'età media degli amministratori delle società italiane quotate appartenenti all'indice Ftse Mib è circa 61 anni; tale dato è omogeneo tra settori. Quasi tutti gli amministratori sono in possesso di una laurea (97,4 per cento), mentre solo il 17,4 per cento di coloro che sono laureati è anche in possesso di un titolo di studio post-laurea (master, dottorato o entrambi). I componenti degli organi di amministrazione sono prevalentemente italiani: in media solo il 9,6 per cento dei componenti del *board* è di nazionalità estera; nel settore dei servizi tale valore scende al 6,5 per cento. I dati relativi alla presenza degli amministratori alle riunioni del *board* evidenziano un'ampia partecipazione (in media gli amministratori partecipano al 93 per cento delle riunioni), in particolare tra le imprese operanti nel settore dei servizi e finanziario.

I membri degli organi di amministrazione sono laureati prevalentemente in economia (il 52 per cento circa); seguono i laureati in legge (14,2 per cento) e in ingegneria (13,5 per cento). Il profilo prevalente è quello manageriale (nell'80 per cento dei casi); gli accademici rappresentano il 10,2 per cento del totale, in linea con i professionisti/consulenti.

Infine, evidenze interessanti emergono classificando gli amministratori in base alla presenza o meno di una relazione di parentela con l'azionista di controllo. Complessivamente, nelle società del Ftse Mib per le quali è possibile individuare la presenza di uno o più azionisti di controllo, corrispondenti a 20 emittenti, 62 amministratori sono legati a questo/i da relazioni di parentela o sono essi stessi azionisti di controllo (cosiddetti amministratori '*family*') mentre 201 sono privi di tali legami (cosiddetti amministratori '*non-family*'). I dati sulla presenza alle riunioni del *board* evidenziano come gli amministratori *family* partecipino più frequentemente alle riunioni rispetto ai *non-family* (con una media rispettivamente del 94,2 e 92,6 per cento). Tuttavia, distinguendo gli amministratori in base al sesso, l'analisi suggerisce che la maggiore partecipazione degli amministratori *family* è dovuta ai soli amministratori uomini. Infatti, tra le donne, le *non-family* si caratterizzano per un tasso medio di partecipazione sensibilmente più elevato di quello delle altre donne (96,2 a fronte del 91,6 per cento), mentre il contrario si verifica per gli uomini, che risultano in media presenti al 94,6 per cento delle riunioni se *family* e al 92 per cento delle riunioni se *non-family*.