

esecutive") e informano la Consob dello svolgimento di tali procedure affinché dichiarino l'insolvenza di mercato.

Nel mese di ottobre, la Commissione ha approvato le modifiche ai Regolamenti di Borsa Italiana relative alla disciplina da adottare a seguito dell'avvio di operatività del sistema di liquidazione Express II e in caso di mancata liquidazione dei contratti nel termine indicato nel Regolamento dei mercati a causa della mancata consegna dei titoli (procedura di *buy-in*) o del contante (procedura di *sell-out*).

Per i mercati assistiti da controparte centrale e in linea con quanto previsto nel Regolamento della Cassa di Compensazione e Garanzia (CCG), è prevista l'attivazione d'ufficio delle procedure di buy-in e sell-out da parte della CCG stessa. Tenuto conto che per i mercati assistiti da un sistema di garanzia a controparte centrale è la CCG che definisce modalità e tempistica della procedura di esecuzione coattiva dei contratti non regolati nei termini indicati, Borsa Italiana ha introdotto nelle Istruzioni al Regolamento dei mercati una disciplina di rinvio al regolamento della CCG. Nel caso del buy-in, qualora l'operazione non venga regolata entro il terzo giorno successivo alla data di liquidazione originaria, la procedura prevede l'attivazione d'ufficio della procedura da parte della CCG mediante invio di una buy-in notice alla controparte in fail. Da tale momento decorre un ulteriore periodo nel quale le operazioni in fail vengono riproposte nel sistema di liquidazione. Il buy-in viene eseguito solo se l'operazione non è regolata entro il terzo giorno successivo all'invio della buy-in notice. Nel caso del sell-out, la procedura è attivabile dalla CCG il giorno successivo alla data di liquidazione originaria. Quest'ultimo rappresenta infatti il momento in cui il fail perde la sua caratteristica di temporanea incapacità e giustifica l'immediata esecuzione delle sell-out alla data di attivazione della procedura, escludendo la riproposizione dell'operazione nel sistema nei giorni successivi.

Per i mercati non assistiti da un sistema di garanzia a controparte centrale con liquidazione presso Monte Titoli (Mercato Expandi, Mercato dei covered warrants, Mot), Borsa Italiana, pur prevedendo una procedura di buy-in/sell-out senza intervento della CCG, predispone una disciplina che ricalca, in quanto a tempistica di svolgimento, quella prevista per i mercati assistiti da un sistema di garanzia a controparte centrale. Unico elemento di differenziazione è evidentemente quello relativo al soggetto cui è riconosciuto il potere di attivazione della procedura. In tal caso, infatti, è la controparte che, a partire dal termine del terzo giorno successivo alla data di liquidazione originaria del contratto, può assumere l'iniziativa di attivare la procedura di buy-in, inviando alla controparte in fail una buy-in notice, e intimando di provvedere al regolamento pena l'esecuzione coattiva da parte del buy-in agent entro il quinto giorno successivo all'invio della buy-in notice. Un'azione analoga è prevista per la procedura di sell-out.

Per i mercati non assistiti da un sistema di garanzia a controparte centrale con liquidazione presso sistemi di liquidazione esteri (EuroMot), Borsa Italiana ha optato per l'adozione di procedure in linea con quelle disciplinate dalle regole dell'International Securities Markets Association (Isma). Queste ultime prevedono comunque l'attivazione della procedura di buy-in/sell-out a iniziativa della controparte in bonis. Elemento distintivo è costituito dalla tempistica che prevede l'esecuzione del buy-in in caso di mancata regolazione entro il sesto giorno successivo all'invio della buy-in notice; l'invio della buy-in notice è previsto a partire dal sesto giorno successivo alla data di liquidazione originaria.

VI. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Le banche, le Sim e gli agenti di cambio

Nel corso del 2003 la Commissione è stata intensamente impegnata nell'attività di vigilanza tesa a verificare il rispetto delle norme in materia di prestazione dei servizi di investimento da parte di intermediari finanziari.

In particolare, a seguito di numerosi esposti, l'Istituto ha esaminato le caratteristiche di alcuni prodotti finanziari di struttura complessa e le cui caratteristiche in termini di rischio-rendimento potevano risultare non sufficientemente chiare o comunque potenzialmente non adeguate per investitori non professionali. Tale fenomeno spiega il notevole aumento degli esposti ricevuti dalla Commissione nel 2003 (3.177, contro 1.030 nel 2002; Tav. VI.1). Gran parte degli esposti hanno riguardato lamentele per inadeguata informativa preventiva sulle caratteristiche dei prodotti finanziari.

Gli interventi della Commissione hanno riguardato prodotti che presentavano in alcuni casi anche una componente derivata associata all'acquisto di titoli e, in altri, un piano di finanziamento accessorio all'acquisto di titoli, soprattutto del gruppo della banca collocatrice, posti poi a garanzia del finanziamento stesso. Data la complessità dell'operazione, sono stati effettuati accertamenti di vigilanza non ancora completati a fine 2003. La Commissione ha anche collaborato con l'Autorità Giudiziaria in relazione a indagini penali avviate a seguito di esposti e denunce dei risparmiatori.

Nel 2003, la Consob è stata fortemente impegnata in relazione al caso Cirio. In particolare, sono stati intrapresi accertamenti di vigilanza nei confronti di diversi intermediari al fine di valutare le modalità di trasferimento alla propria clientela di obbligazioni emesse da società del gruppo Cirio e il rispetto delle regole di condotta in tale operatività.

Per quanto attiene all'area dei servizi di investimento, l'attività di vigilanza è stata avviata con una richiesta di dati e di notizie a oltre 100 intermediari, al fine di ottenere puntuali e dettagliate informazioni sul tipo di operatività posta in essere sui bonds Cirio. Alla luce delle articolate risposte pervenute e sulla base di indici quali-quantitativi, è stato selezionato un elenco di dieci soggetti che presentavano profili di maggiore criticità. Su tali soggetti si è poi concentrata l'attività di vigilanza, attraverso mirate verifiche ispettive (alcune curate direttamente, altre richieste alla Banca d'Italia ex art. 10, comma 2, del Tuf).

La selezione degli intermediari è avvenuta individuando i maggiori venditori netti di bonds Cirio nei confronti della clientela retail e tenendo conto dell'elemento "qualitativo", consistente essenzialmente nella eventuale partecipazione diretta o mediante altra società del gruppo alle operazioni di collocamento dei prestiti. Parallelamente, sono stati acquisiti dati e notizie presso intermediari (lead manager) che avevano curato i private placement delle obbligazioni Cirio nel triennio 2000-2002.

Tav. VI.1

ESPOSTI DEGLI INVESTITORI IN MATERIA DI SERVIZI DI INVESTIMENTO

| OGGETTO DELL'ESPOSTO | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|---|------------|------------|--------------|--------------|
| NEGOZIAZIONE E RACCOLTA ORDINI | | | | |
| INFORMATIVA PREVENTIVA SU STRUMENTI FINANZIARI | 46 | 38 | 322 | 2.195 |
| ONERI COMMISSIONALI | 5 | 1 | 5 | 3 |
| OPERAZIONI NON ADEGUATE SENZA PREVENTIVA CONFERMA DEL CLIENTE | 26 | 65 | 53 | 66 |
| ESECUZIONE ORDINI | 93 | 109 | 194 | 434 |
| ALTRO | 68 | 29 | 72 | 111 |
| GESTIONE DI PATRIMONI | | | | |
| INFORMATIVA PREVENTIVA SU CARATTERISTICHE GESTIONE | 17 | 27 | 27 | 44 |
| RISPETTO DEL CONTRATTO/ REGOLAMENTO DI GESTIONE | 57 | 152 | 99 | 110 |
| RENDIMENTI INSODDISFACENTI | 11 | 19 | 40 | 30 |
| ALTRO ² | 27 | 238 | 114 | 22 |
| COLLOCAMENTO E OFFERTA FUORI SEDE | | | | |
| ASSEGNAZIONE LOTTO PRENOTATO O ORDINATO | 7 | 1 | 17 | 2 |
| RAPPRESENTAZIONE CARATTERISTICHE PRODOTTI/SERVIZI | 22 | 47 | 40 | 145 |
| ESECUZIONE DISPOSIZIONI | 4 | 38 | 39 | 9 |
| IPOTESI DI ATTIVITÀ ABUSIVA | 1 | 25 | 1 | 2 |
| ALTRO | 13 | 28 | 7 | 4 |
| TOTALE | 397 | 817 | 1.030 | 3.177 |

¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Il dato comprende numerosi reclami pervenuti nei confronti di un unico intermediario con riferimento a una fattispecie non inquadrabile nelle altre voci della tabella.

Le obbligazioni Cirio sono state offerte secondo le usuali prassi dell'euomercato. In base a esse, essendo l'offerta dei titoli destinata a investitori professionali, non viene redatto un prospetto di sollecitazione, bensì un documento informativo (offering circular), che viene utilizzato anche come prospetto di quotazione nella Borsa Valori del Lussemburgo. È prassi poi che vi siano contrattazioni nella fase cosiddetta del grey market (dalla data di lancio dell'operazione alla data di primo regolamento), fase nella quale spesso l'offering circular non è ancora disponibile. Nello specifico caso dei bonds Cirio la data di lancio dell'emissione ha preceduto quella di regolamento di un numero di giorni più o meno ampio (da un minimo di 10 giorni a un massimo di 54 giorni).

Le obbligazioni Cirio presentavano le caratteristiche tipiche di molti corporate bonds italiani: non erano assistite da rating e avevano una dimensione media quasi sempre inferiore alla soglia minima, tale da garantire un'effettiva liquidità e suscitare l'interesse degli investitori istituzionali.

L'istruttoria ha anche evidenziato che gli intermediari che hanno operato con clientela non professionale (ove non facenti parte del consorzio di collocamento) hanno spesso acquistato in proprio i titoli dalle controparti istituzionali e li hanno venduti alla clientela fin dai primi giorni del grey market. In generale, tale operatività è risultata concentrata proprio nel periodo del grey market e si è mantenuta rilevante nei primi 120 giorni successivi alla data di primo regolamento, per poi venire progressivamente meno all'allontanarsi da tale data.

Le risultanze istruttorie hanno posto in luce un *modus operandi* in parte comune agli intermediari ispezionati. Anzitutto, l'operatività nei confronti della clientela è stata di norma qualificata come negoziazione in conto proprio. Nei fatti, tuttavia, si è trattato di interposizione fra clienti e mercato che spesso ha comportato limitati rischi di posizione: le banche, infatti, non hanno investito il proprio patrimonio nei titoli Cirio, se non in misura assai limitata. La posizione della banca nei confronti della clientela *retail* ha inoltre assunto una direzione sostanzialmente univoca: la banca si è infatti posta, di norma, in posizione di venditore nei confronti degli investitori non professionali; marginali e limitati sono stati gli acquisti dai risparmiatori. L'operatività in conto proprio delle banche è transitata talvolta all'interno di sistemi di scambi organizzati (Sso).

Tali comportamenti sono stati valutati in base alla disciplina vigente in tema di servizi di investimento. L'individuazione di eventuali casi di conflitto di interessi con la clientela, derivanti da preesistenti rapporti di finanziamento della banca con il gruppo emittente i titoli trattati, ha richiesto ulteriori indagini condotte con la collaborazione della Banca d'Italia.

Carenze procedurali sono alla base di altri casi critici che hanno coinvolto numerosi risparmiatori e che pure hanno impegnato intensamente la Commissione.

In particolare, con riferimento ai *bonds* Argentina, le verifiche si sono concentrate su taluni operatori che, sulla base di indici quantitativi e in ragione del numero e della rilevanza degli esposti degli investitori pervenuti all'Istituto, potevano risultare particolarmente rilevanti.

Le indagini sono risultate complesse anche a causa del fatto che hanno riguardato grandi intermediari che, in alcuni casi, sono stati interessati da processi di ristrutturazione aziendale e societaria nel periodo oggetto di indagine. Talune delle istruttorie avviate sono giunte a compimento.

Fra le altre vicende di rilievo, si segnala la gestione dell'insolvenza di mercato di un agente di cambio che ha portato a iniziative di vigilanza nei confronti di altri intermediari coinvolti.

Approfondimenti sono stati effettuati in merito a forme di investimento caratterizzate dalla tutela del capitale investito, in alcuni casi associata alla previsione di un rendimento minimo. Tali investimenti, negli ultimi anni, per effetto della elevata volatilità dei mercati azionari, hanno trovato larga diffusione tra il pubblico dei risparmiatori.

In particolare, sono state esaminate alcune gestioni patrimoniali garantite offerte da un istituto bancario ad alcuni clienti, intestatari di contratti di gestione patrimoniale in fondi, finalizzate a trasferire sulla stessa banca il rischio gravante sui clienti gestiti. Il fenomeno si è realizzato in maniera non proceduralizzata ed è stato caratterizzato dall'adozione di prassi non formalizzate e comportamenti non standardizzati. Inoltre, non sono stati attivati accorgimenti per il monitoraggio e la gestione dei rischi assunti con il rilascio delle garanzie; l'assunzione di rischi non sottoposti ad adeguato controllo ha determinato il conseguimento di perdite per la banca in questione. Tali irregolarità si sono realizzate e si sono protratte nel tempo anche per effetto del contesto operativo disegnato dagli organi aziendali, caratterizzato da una inadeguata attribuzione e definizione dei compiti all'interno delle strutture societarie, nonché da un sistema di controlli interni inadeguato per il monitoraggio, da parte degli organi aziendali, delle modalità di attuazione dei poteri delegati.

Nel corso del 2003, la Commissione ha rilasciato 6 pareri alla Banca d'Italia in materia di affidamento a terzi della funzione di controllo interno delle Sim.

Secondo quanto stabilito con provvedimento del 4 agosto 2000, la Banca d'Italia si riserva di valutare, alla luce di criteri di tempestività, affidabilità ed efficienza, ipotesi di esternalizzazione della funzione di controllo interno delle Sim, sentita la Consob per gli aspetti di competenza. In gran parte dei casi esaminati la funzione di controllo interno è stata affidata alla struttura di controllo della società capogruppo.

Intensa è stata anche la collaborazione con il Ministero dell'economia e delle finanze al quale la Commissione ha rilasciato 9 pareri in materia di iscrizione e di dimissione di agenti di cambio nel ruolo speciale tenuto presso il Ministero stesso.

Con riferimento al tema delle commissioni di movimentazione, la Commissione ha proseguito l'azione di vigilanza, iniziata nel corso dell'anno 2002, al fine di ricevere conferma dell'effettiva rimozione delle suddette commissioni e conoscere le modifiche, ove esistenti, apportate alla struttura commissionale dell'intermediario. Tutti gli intermediari interessati hanno confermato di essersi adeguati alle indicazioni fornite.

Nel corso del 2003 la Commissione è stata impegnata nella consueta attività di gestione dell'albo delle Sim e delle fiduciarie.

È continuato il processo di riduzione del numero di soggetti abilitati all'esercizio dei servizi di investimento. In particolare, il fenomeno ha interessato Sim e fiduciarie iscritte nell'albo, il cui numero è diminuito del 17 per cento rispetto al 2002 (Tav. aVI.2).

La Commissione ha autorizzato per la prima volta una impresa di investimento comunitaria alla prestazione in Italia di servizi non ammessi al mutuo riconoscimento. In particolare, la suddetta impresa è stata autorizzata a svolgere, in libera prestazione di servizi, l'attività di negoziazione in conto proprio e in conto terzi, nonché l'attività di ricezione e trasmissione di ordini aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati su merci (*commodity derivatives*).

Poiché gli strumenti derivati su merci non sono inclusi nella lista degli strumenti finanziari allegata alla direttiva sui servizi di investimento (93/22/CEE), l'impresa di investimento comunitaria che intende prestare servizi di investimento aventi ad oggetto i suddetti strumenti non può avvalersi del "passaporto europeo" (articoli 17 e 18 della direttiva citata), ma deve presentare apposita istanza di autorizzazione ai sensi dell'articolo 23 del Regolamento Intermediari.

Nel corso del 2003, l'Istituto ha trasmesso al Ministero dell'economia e delle finanze il parere di propria competenza circa un progetto di modifica dello statuto del Fondo nazionale di garanzia (il sistema di indennizzo operante in Italia per i crediti derivanti dalla prestazione di servizi di investimento e per quelli derivanti dalla custodia e amministrazione di strumenti finanziari), approvato dal Comitato di Gestione del Fondo stesso il 15 luglio 2003. È stato reso, inoltre, il parere relativo all'aggiornamento annuale del piano per la copertura finanziaria della gestione speciale del Fondo Nazionale di Garanzia, relativa alle insolvenze anteriori al 1° febbraio 1998.

Il Fondo ha proseguito la nuova gestione avviata, ai sensi dell'art. 59 del Tuf, con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998 (Tav. aVI.3). In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per 19 casi di insolvenza (11 Sim e 8 agenti di cambio). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell'economia e delle finanze, disciplinata dal regime anteriore al Tuf (Tav. aVI.4) e riguarda 25 insolvenze con stato passivo depositato anteriormente al 1° febbraio 1998.

Le società di gestione collettiva del risparmio

Nel corso del 2003, l'attività di vigilanza sulle Sgr si è concentrata in prevalenza sulle società di grandi e medie dimensioni, in rapporto sia alla massa di risparmio gestita che alla quantità di Oic commercializzati.

In particolare, la Commissione ha ritenuto opportuno predisporre un'articolata azione di controllo con l'obiettivo di verificare il rispetto dei principi di trasparenza e correttezza comportamentale in relazione all'operatività connessa all'attività gestoria posta in essere da tali intermediari. Le indagini condotte attraverso gli strumenti tipici di vigilanza informativa hanno evidenziato la presenza di problematiche concernenti le modalità di esecuzione delle operazioni di compravendita di titoli quotati sui mercati regolamentati.

Con particolare riferimento alle operazioni cosiddette "cross" tra fondi gestiti della stessa società è stato rilevato che, limitatamente ad alcuni casi, le modalità operative adottate e le variazioni del prezzo degli strumenti finanziari negoziati potevano essere potenzialmente assimilabili a tecniche di manipolazione dei prezzi. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, è stata invece riscontrata un'operatività in cross trades coerente con le politiche d'investimento perseguite dai vari fondi esaminati e le variazioni dei prezzi rilevate non sono state tali da pregiudicare i rendimenti di alcuni fondi a vantaggio di altri.

Relativamente alle operazioni di day trading, è stato rilevato un sostanziale disallineamento dell'operatività di negoziazione giornaliera effettuata da alcuni fondi con le strategie d'investimento deliberate dagli organi sociali e gli obiettivi d'investimento delineati nella documentazione d'offerta. Prescindendo da tale aspetto, l'attività gestoria in questione non ha presentato profili di criticità in ordine ai principi di correttezza comportamentale, non essendo stati riscontrati meccanismi incentivanti l'incremento del numero necessario di negoziazioni, finalizzati ad aumentare il flusso commissionale verso i brokers (cosiddetto churning). L'attività di vigilanza ha comunque evidenziato alcune carenze in ordine alle procedure di controllo delle operazioni di tipo cross e di registrazione degli elementi essenziali delle operazioni eseguite per conto dei fondi gestiti. Carenze hanno riguardato anche la formalizzazione del processo decisionale d'investimento e l'esplicitazione, nel prospetto informativo e nel rendiconto annuale dei fondi, dello stile gestionale adottato.

Al riguardo, si è fatto ricorso allo strumento della raccomandazione al fine di indurre gli organi sociali delle Sgr interessate a esaminare le criticità evidenziate e a individuare le risorse organizzative e procedurali atte al loro superamento. In un caso specifico, è stata inoltre deliberata una verifica ispettiva finalizzata ad accertare l'adeguatezza delle procedure, oggetto di raccomandazione, predisposte dall'intermediario.

La Commissione ha altresì intrapreso una duplice azione di monitoraggio finalizzata a verificare la conformità alla normativa primaria e regolamentare di alcune recenti tendenze del mercato. In particolare, oggetto di tali verifiche sono state le procedure di tenuta dei registri degli ordini e le operazioni di sottoscrizione e rimborso a breve termine effettuate sulle quote di fondi comuni d'investimento (cosiddetto market timing).

Il market timing può essere definito come la strategia posta in essere dai sottoscrittori consistente nell'eseguire operazioni di trading (investimento e successivo disinvestimento) in un arco temporale limitato con l'intento di anticipare a proprio vantaggio le tendenze rialziste o ribassiste dei mercati finanziari. Sebbene il market timing non costituisca di per sé una fattispecie illecita, esso comporta una violazione indiretta della parità di trattamento tra gli investitori, ovvero un vantaggio per i market timers a discapito degli investitori di lungo periodo.

La prima delle suddette indagini è stata effettuata selezionando un campione di 8 Sgr, alle quali è stata richiesta, ai sensi dell'art. 8, comma 1, del Tuf, la descrizione delle procedure adottate con particolare riguardo ai processi di preimputazione degli ordini, di alimentazione del registro, di gestione degli errori di alimentazione, di controllo e di gestione degli eventuali scostamenti rispetto agli standard procedurali.

Le principali carenze emerse si riferiscono essenzialmente all'attività di inserimento degli ordini nel registro, alle modalità di registrazione e conservazione degli ordini trasmessi ai negozianti via telefono, fax o e-mail, all'assenza nei registri di dati essenziali per garantirne l'affidabilità informativa. Al riguardo, è stato attivato il potere di raccomandazione onde esortare le Sgr interessate ad adeguare le proprie procedure alla best practice del mercato.

L'indagine sul fenomeno del market timing è stata invece preliminarmente fondata sull'esame dei dati mensili aggregati di vigilanza relativi a tutti i fondi comuni aperti italiani per il periodo gennaio 2002 - giugno 2003. In particolare, sono stati calcolati per l'universo degli Oicr aperti di diritto italiano (1339

fondi appartenenti a 92 Sgr) due criteri (incidenza della liquidità netta disponibile e dei flussi di sottoscrizione e rimborsi sul totale dell'attività dei fondi) che potenzialmente possono rappresentare un primo segnale dell'esistenza di fenomeni di market timing. Tale analisi ha portato a una prima selezione che, pur avendo un elevato valore segnaletico, non ha tuttavia consentito di addivenire a un giudizio fondato sull'esistenza di pratiche abusive di sottoscrizione e rimborso a breve delle quote dei fondi. La Commissione ha pertanto deliberato la prosecuzione dell'attività di monitoraggio in questione, attraverso una richiesta di dati e notizie effettuata nei confronti di 7 Sgr e avente ad oggetto i dati relativi ai flussi giornalieri di sottoscrizione e rimborso, nonché le procedure di registrazione delle suddette operazioni adottate dagli intermediari.

La Commissione ha anche prestato una specifica attenzione alle politiche di investimento delle Sgr relative ai *corporate bonds*.

Dalle indagini svolte è emerso che le obbligazioni corporate riferibili a gruppi italiani rappresentano una percentuale complessivamente marginale del patrimonio delle gestioni collettive e individuali (incluso per queste ultime anche quelle di banche e Sim; Tav. VI.2).

TAV. VI.2

**CORPORATE BONDS NEL PORTAFOGLIO
DELLE GESTIONI INDIVIDUALI E COLLETTIVE DI BANCHE, SIM E SGR¹**
(DATI AL 30 GIUGNO 2003; VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

| | GESTIONI INDIVIDUALI | | OICR APERTI (SGR E SICAV) | TOTALE |
|---------------------------------------|----------------------|-------|------------------------------|--------|
| | BANCHE E SIM | SGR | | |
| PRIMI 6 GRUPPI BANCARI | | | | |
| CONTROVALORE | 656 | 527 | 1.288 | 2.470 |
| IN PERCENTUALE DEL PATRIMONIO GESTITO | 0,9 | 0,7 | 0,4 | 0,5 |
| INTERO SISTEMA | | | | |
| CONTROVALORE ² | 1.803 | 2.713 | 2.825 | 7.341 |
| IN PERCENTUALE DEL PATRIMONIO GESTITO | 0,9 | 1,3 | 0,6 | 0,8 |

Fonte: Elaborazioni su dati tratti dalle segnalazioni statistiche di vigilanza Consob e Banca d'Italia. Sono escluse le obbligazioni emesse da società per la cartolarizzazione dei crediti. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Il dato relativo alle gestioni individuali di banche e Sim è stimato.

Infatti, il controvalore di corporate bonds riconducibili a gruppi italiani nei portafogli delle gestioni individuali e collettive di banche, Sim e Sgr era pari (al 30 giugno 2003) a circa 7 miliardi di euro, equivalente a circa l'8 per cento del totale del relativo stock di obbligazioni in circolazione; l'incidenza sulla massa gestita per le gestioni individuali è alquanto modesta (circa l'1 per cento per banche e Sim e l'1,3 per

cento per le Sgr) e ancor meno rilevante per i fondi comuni (0,6 per cento). Con riguardo alle Sgr appartenenti ai primi 6 maggiori gruppi bancari i valori suindicati risultano ancora più modesti.

Anche rapportando i possessi obbligazionari delle Sgr al totale dei debiti finanziari dei principali gruppi industriali italiani si ottengono valori che risultano sempre molto contenuti (Tav. VI.3). Nel caso del gruppo Telecom-Olivetti la quota delle obbligazioni del gruppo in portafoglio alle Sgr rappresenta l'8 per cento circa del totale dei debiti finanziari a fine 2002; nel caso del gruppo Parmalat, invece, il dato era pari al 7 per cento circa dei debiti finanziari consolidati riportati nel bilancio 2002 (sulla base delle riclassificazioni riportate nella pubblicazione R&S Mediobanca 2003).

Un altro aspetto oggetto di una particolare attività di analisi e sorveglianza ha riguardato le problematiche relative alla struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e ai requisiti di indipendenza degli amministratori, con riferimento particolare alle Sgr di matrice bancaria.

La centralità e l'attualità della problematica relativa all'indipendenza dell'organo amministrativo è stata recepita anche dal legislatore italiano. L'art. 9.50, introdotto dal d.lgs. 6 febbraio 2004 n. 37 (cosiddetto "decreto correttivo"), ha infatti modificato l'art. 13 del Tuf introducendo, accanto ai tradizionali requisiti di professionalità e onorabilità, l'ulteriore requisito di "indipendenza" degli esponenti aziendali, la cui specificazione è demandata al Ministero dell'economia e delle finanze, sentita la Consob e la Banca d'Italia. Parimenti importante è il nuovo comma 3bis del medesimo articolo 13, che estende l'applicazione del rimedio sanzionatorio di decadenza dalla carica, sino a ora limitato al caso di violazione dei requisiti fissati a livello regolamentare, anche al caso di difetto dei requisiti di indipendenza autonomamente determinati in sede statutaria.

Se, dunque, in futuro sarà necessaria una fattiva collaborazione tra le Autorità per dare contenuto alla formula di indipendenza recentemente introdotta, l'intervento legislativo ha indubbiamente accentuato il ruolo dell'autodisciplina degli intermediari. Tale approccio è peraltro il medesimo già adottato dal Regolamento Intermediari, il quale demanda agli intermediari l'adozione e il rispetto di un codice interno di autodisciplina, anche tramite rinvio ai codici di autodisciplina adottati da associazioni di categoria, nel quale, in linea con quanto previsto dal Tuf, devono trovare definizione "le regole di comportamento dei componenti gli organi amministrativi". Sul punto, sebbene nel "Protocollo di Autonomia per le società di gestione del risparmio" elaborato da Assogestioni a inizio 2001 siano previsti i requisiti e le attribuzioni degli amministratori indipendenti, scarsa si è dimostrata sino a ora la sensibilità delle Sgr, i cui Cda rispecchiano quindi la predominante struttura proprietaria bancaria.

dell'attività di vigilanza) sono stati spesso motivati dall'obiettivo di ottenere l'intervento sanzionatorio della Consob al fine di legittimare la risoluzione di rapporti di lavoro con i promotori, piuttosto che dall'esigenza di segnalare circostanze effettivamente meritevoli di un'azione di vigilanza.

Nel 2003 si è registrato un sensibile incremento delle comunicazioni con le quali sono state segnalate presunte irregolarità a carico di promotori finanziari. Il numero complessivo degli esposti ricevuti ed esaminati nel 2003 (461) è sensibilmente aumentato rispetto a quello del 2002 (332) e del 2001 (360). Dei 461 esposti esaminati nel corso dell'anno, 73 (16 per cento circa) non riguardavano, già a un primo esame, irregolarità ascrivibili ai promotori finanziari. Si trattava spesso di segnalazioni o esposti anonimi, non attinenti alle materie di competenza dell'Istituto, assolutamente generici o riguardanti fattispecie in relazione alle quali i relativi termini di prescrizione risultavano decorsi.

L'incremento del numero delle segnalazioni è presumibilmente da correlarsi alla perdurante fase di debolezza dei mercati finanziari e alla situazione congiunturale negativa, che se, da un lato, accresce il tasso di litigiosità degli investitori, dall'altro, favorisce la propensione degli operatori a tenere condotte non sempre in linea con i dettami della normativa di settore.

Nel corso del 2003 il numero degli iscritti all'albo dei promotori finanziari è lievemente diminuito rispetto all'anno precedente. Al 31 dicembre 2003, infatti, risultavano iscritti 66.554 promotori finanziari, a fronte dei 66.743 iscritti alla data del 31 dicembre 2002. Per la prima volta dall'istituzione dell'albo unico nazionale si è registrata una flessione del numero totale dei promotori iscritti all'albo (Tav. aVI.5).

Il numero delle cancellazioni (pari a 4.735) è cresciuto sensibilmente rispetto a quello dell'anno precedente (pari a 2.201). Le cancellazioni per omesso pagamento del contributo di vigilanza sono state 3.119, quelle a domanda dell'interessato 1.494, quelle per decesso del soggetto 59, quelle a seguito di radiazione 56, quelle per perdita dei requisiti 4 e 3 quelle per revoca del provvedimento di iscrizione. Il notevole aumento di talune tipologie di cancellazioni (in particolare le cancellazioni per omesso pagamento) rappresenta, unitamente al minor numero di iscritti (passati da 9.300 del 2002 a 4.530 del 2003), il dato che ha maggiormente inciso sulla diminuzione del numero totale degli iscritti all'albo. La diminuzione del numero degli iscritti risulta proporzionalmente maggiore nel centro-sud rispetto al centro-nord del paese.

VII. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI***I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari***

Nel corso del 2003 la Commissione ha concluso 17 procedimenti sanzionatori per violazioni della normativa sull'intermediazione mobiliare e sulla prestazione dei servizi di investimento (Tav. VII.1). Le proposte di sanzione hanno riguardato 215 soggetti (di cui 3 agenti di cambio) e l'importo complessivo delle sanzioni proposte è stato pari a 2,4 milioni di euro (contro i 3,2 milioni di euro nel 2002). La quota di gran lunga maggiore degli illeciti è riferibile alle banche e alle Sgr (sia in termini di numero che di importi delle sanzioni).

TAV. VII.1

SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE PROPOSTE NEI CONFRONTI DI INTERMEDIARI MOBILIARI¹
(VALORI MONETARI IN MIGLIAIA DI EURO)

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| N. CASI | | | | | |
| BANCHE | 23 | 13 | 5 | 5 | 7 |
| SIM | 25 | 21 | 10 | 12 | 3 |
| AGENTI DI CAMBIO | 3 | 14 | 1 | 5 | 1 |
| SGR | -- | -- | -- | 5 | 6 |
| <i>TOTALE</i> | <i>51</i> | <i>48</i> | <i>16</i> | <i>27</i> | <i>17</i> |
| N. ESPONENTI SANZIONATI | | | | | |
| BANCHE | 71 | 71 | 31 | 90 | 114 |
| SIM | 71 | 88 | 52 | 161 | 25 |
| AGENTI DI CAMBIO | 3 | 14 | 1 | 6 | 3 |
| SGR | -- | -- | -- | 61 | 73 |
| <i>TOTALE</i> | <i>145</i> | <i>173</i> | <i>84</i> | <i>318</i> | <i>215</i> |
| IMPORTO DELLE SANZIONI PROPOSTE | | | | | |
| BANCHE | 647 | 986 | 252 | 557 | 1.847 |
| SIM | 566 | 901 | 860 | 1.319 | 172 |
| AGENTI DI CAMBIO | 120 | 100 | 39 | 136 | 54 |
| SGR | -- | -- | -- | 1.147 | 369 |
| <i>TOTALE</i> | <i>1.333</i> | <i>1.987</i> | <i>1.151</i> | <i>3.159</i> | <i>2.441</i> |

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

TAV. VII.2

**SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE PROPOSTE
NEI CONFRONTI DI ESPONENTI AZIENDALI DI INTERMEDIARI NEL 2003¹**
(VALORI MONETARI IN MIGLIAIA DI EURO)

| | SIM | | BANCHE | | AGENTI DI CAMBIO | | SGR | |
|--|-----------|------------|------------|--------------|------------------|-----------|-----------|------------|
| | N. | IMPORTI | N. | IMPORTI | N. | IMPORTI | N. | IMPORTI |
| ESPOONENTI AZIENDALI | | | | | | | | |
| AMMINISTRATORI ESECUTIVI | 4 | 68 | 25 | 817 | 1 | 35 | 22 | 175 |
| AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI | 9 | 27 | 55 | 590 | -- | -- | 26 | 92 |
| PRESIDENTE COLLEGIO SINDACALE | 2 | 15 | 6 | 117 | -- | -- | 6 | 34 |
| ALTRI SINDACI | 5 | 24 | 12 | 110 | -- | -- | 11 | 43 |
| DIRETTORE GENERALE | -- | -- | 4 | 70 | -- | -- | 2 | 15 |
| CONTROLLER | 2 | 11 | 3 | 46 | 2 | 19 | 3 | 7 |
| DIPENDENTI | 3 | 28 | 9 | 97 | -- | -- | 3 | 4 |
| <i>TOTALE</i> | <i>25</i> | <i>172</i> | <i>114</i> | <i>1.847</i> | <i>3</i> | <i>54</i> | <i>73</i> | <i>369</i> |
| SANZIONI PROPOSTE E IRROGATE NEL 2003^{2,3} | | | | | | | | |
| PROPOSTE | 62 | 172 | 135 | 427 | -- | -- | 66 | 144 |
| IRROGATE | 62 | 172 | 135 | 427 | -- | -- | 66 | 144 |
| TIPOLOGIA DI VIOLAZIONE³ | | | | | | | | |
| PROCEDURALE | 54 | 69 | 301 | 1.515 | 3 | 16 | 169 | 275 |
| COMPORIMENTALE | 8 | 103 | 89 | 332 | 3 | 37 | 56 | 114 |
| SERVIZIO DI INVESTIMENTO / GESTIONE⁴ | | | | | | | | |
| COLLOCAMENTO | 30 | 117 | 84 | 317 | — | — | — | — |
| RACCOLTA ORDINI | 33 | 112 | 210 | 783 | 6 | 54 | — | — |
| NEGOZIAZIONE CONTO TERZI | 16 | 118 | 104 | 339 | 6 | 54 | — | — |
| NEGOZIAZIONE CONTO PROPRIO | 15 | 93 | 91 | 353 | — | — | — | — |
| GESTIONE COLLETTIVA | — | — | — | — | — | — | 188 | 303 |
| GESTIONE INDIVID. E COLLETTIVA | — | — | — | — | — | — | 26 | 49 |
| GESTIONE INDIVIDUALE | 28 | 102 | 281 | 1.403 | 3 | 16 | 11 | 37 |

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati si riferiscono esclusivamente alle sanzioni che risultavano effettivamente irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze alla fine del 2003. ³ Il totale differisce dai precedenti per effetto dell'applicazione del cumulo giuridico e il numero si riferisce al numero di violazioni commesse dagli esponenti aziendali. ⁴ I dati differiscono dai precedenti in quanto la stessa violazione può riferirsi a più servizi.

Nel caso delle Sim, quasi tutte le violazioni riscontrate hanno riguardato aspetti relativi alla carenza delle procedure e degli assetti organizzativi; violazioni di carattere strettamente comportamentale sono risultate invece più frequenti fra banche e Sgr, sebbene anche per questi soggetti le violazioni di carattere procedurale rimangono le più numerose (Tav. VII.2). Nel caso delle banche, la maggior parte delle violazioni ha riguardato il servizio di gestione su base individuale, seguito dalla raccolta ordini e dalla negoziazione in conto terzi; per le Sim, invece, risultano prevalenti le violazioni relative alla raccolta ordini e al collocamento. Nel caso, infine, delle Sgr le violazioni relative alla gestione collettiva sono risultate nettamente più numerose rispetto a quelle relative alla gestione su base individuale.

TAV. VII.3

**PRINCIPALI VIOLAZIONI RISCONTRATE
NELL'ATTIVITÀ DI VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI NEL 2003¹**
(VALORI MONETARI IN MIGLIAIA DI EURO)

| FATTISPECIE DI VIOLAZIONE | COMBINATO DISPOSTO | QUOTA ² | IMPORTO SANZIONI | NUMERO VIOLAZIONI |
|---|---|--------------------|---------------------|----------------------|
| Mancato rispetto di principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente, ordinato e corretto svolgimento dei servizi, a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere e ad assicurare un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari | Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 56, co. 2, Reg. Intermediari | 19,1 | 462 | 126 |
| Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati | Art. 21, co. 1, lett. a), Tuf | 14,8 | 364 | 44 |
| Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati | Art. 21, co. 1, lett. e), Tuf | 9,5 | 233 | 28 |
| Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure di controllo interno idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi determinato dalla non costante verifica dell'idoneità delle procedure interne ad assicurare il rispetto delle disposizioni di cui al Tuf e ai relativi regolamenti di attuazione da parte della funzione di controllo interno | Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 57, co. 3, lett. a), Reg. Intermediari | 8,7 | 209 | 29 |
| Mancato rispetto dei principi e delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi | Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 56, Reg. Intermediari | 8,5 | 205 | 39 |
| <i>Totale</i> | | <i>60,5</i> | <i>1473</i> | <i>266</i> |

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Valori in percentuale sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte.

Con riferimento alle fattispecie di violazioni, il 19 per cento circa delle violazioni riscontrate (in termini di importo delle relative sanzioni) ha riguardato il mancato rispetto del principio che impone agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare un efficiente, ordinato e corretto svolgimento dei servizi (oltre che a ricostruire i tempi, le modalità e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere) e un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dai dipendenti e dai promotori (Tav. VII.3). Un altro 15 per cento delle violazioni si riferisce al mancato rispetto del principio che impone agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

Con riferimento alle violazioni per tipologia di intermediario, nel caso degli agenti di cambio, il 70 per cento delle violazioni riscontrate ha riguardato il mancato rispetto delle norme sulla separazione dei patrimoni dei clienti (Tav. VII.4). Tale tipologia di violazione è stata pure quella più frequentemente riscontrata per le Sim (33 per cento del totale). Nel caso delle Sgr, la violazione più frequente è relativa alla mancanza di procedure interne idonee a ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse connesso a operazioni anche di gruppo e a garantire un equo trattamento ai diversi Oicr gestiti.

TAV. VII.4

**PRINCIPALI VIOLAZIONI RISCONTRATE NELL'ATTIVITÀ DI VIGILANZA NEL 2003
PER TIPOLOGIA DI INTERMEDIARIO
(VALORI MONETARI IN MIGLIAIA DI EURO)**

| CATEGORIA INTERMEDIARIO | FATTISPECIE DI VIOLAZIONE | COMBINATO DISPOSTO | QUOTA ¹ | IMPORTO SANZIONI | NUMERO VIOLAZIONI |
|-------------------------|--|---|--------------------|------------------|-------------------|
| Sgr | Mancato rispetto delle regole di comportamento che impongono alle Sgr di organizzarsi e di dotarsi di procedure interne idonee a ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse connesso a operazioni anche derivanti da rapporti di gruppo o da rapporti di affari propri o di società del gruppo e di garantire in tale ambito operativo che sia comunque assicurato un equo trattamento degli Oicr | Art. 40, co. 1, lett. b), Tuf e Art. 49, co. 1, Reg. Intermediari e Art. 56, co. 1, Reg. Intermediari | 13,5 | 52 | 31 |
| Agenti di cambio | Mancata separazione patrimoniale | Art. 22, Tuf | 69,6 | 37 | 3 |
| Sim | Mancata separazione patrimoniale | Art. 22, Tuf | 33,3 | 57 | 6 |
| Banche | Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente, ordinato e corretto svolgimento dei servizi, a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere e ad assicurare un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari | Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 56, co. 2, Reg. Intermediari | 22,4 | 413 | 92 |

¹ Incidenza percentuale della fattispecie di violazione sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte per tipologia di intermediario.

Nel corso del 2003 la Commissione ha adottato 109 provvedimenti sanzionatori e 26 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività di promotore finanziario; la Commissione ha avviato altri 107 procedimenti che si sono però conclusi con l'archiviazione. Sono state trasmesse 77 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore finanziario (Tav. aVII.1).

Per quanto attiene al numero dei provvedimenti sanzionatori più gravi non si registrano sostanziali variazioni rispetto al 2002 (le radiazioni sono diminuite da 58 a 56) e nella stessa linea di tendenza si pongono le sanzioni amministrative pecuniarie (passate da 6 a 5); mentre invece, risultano aumentate le sospensioni sanzionatorie (da 37 a 47) e drasticamente diminuiti i richiami (da 33 a 1). La diminuzione dei provvedimenti cautelari (da 31 del 2002 a 26 del 2003) non si discosta dalla tendenza manifestatasi nel 2002, riconducibile soprattutto a una flessione dei provvedimenti di interdizione dall'attività sino a un anno.

Nell'ambito dei rapporti di reciproca collaborazione fra la Commissione e l'Autorità Giudiziaria, deve segnalarsi che i poteri e gli strumenti d'indagine attualmente a disposizione della Consob non sempre consentono all'Istituto di pervenire all'adozione di provvedimenti cautelari o sanzionatori prima dell'accertamento, da parte della magistratura, di talune ipotesi delittuose ascrivibili ai promotori finanziari.

Fattispecie quali, ad esempio, la falsificazione della firma dell'investitore o il riciclaggio richiedono, in alcuni casi, accertamenti da parte della Magistratura, in mancanza dei quali è estremamente difficile per la Commissione intervenire con l'adozione di misure sanzionatorie. Si instaurano, quindi, pur nell'autonomia tra procedimento amministrativo e processo penale e nel rispetto dei diritti e degli interessi dei soggetti coinvolti, forme di collaborazione sempre più strette fra la Commissione e l'Autorità Giudiziaria, collaborazione che consente di acquisire documentazione e informazioni rilevanti diversamente non reperibili. Alla stessa maniera, si è spesso verificato che da segnalazioni della Consob di ipotesi di fattispecie penalmente rilevanti abbiano preso le mosse indagini degli organi di Polizia giudiziaria di notevole importanza.

I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

Nel corso del 2003 la Consob ha formulato 31 proposte al Ministero dell'economia e delle finanze di irrogazione di sanzioni pecuniarie per violazioni della disciplina sull'appello al pubblico risparmio e sull'informativa societaria (Tav. VII.5). L'importo complessivo delle sanzioni proposte è stato pari a 1,7 milioni di euro (contro 2,1 nel 2002). La Commissione, inoltre, ha avviato 32 procedimenti che si sono conclusi nel 2003 con il pagamento in misura ridotta della sanzione (Tav. VII.6).

Tav. VII.5

**SANZIONI AMMINISTRATIVE PROPOSTE DALLA CONSOB AL MINISTERO DELL'ECONOMIA E
DELLE FINANZE IN MATERIA DI APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO,
INFORMATIVA SOCIETARIA E DELEGHE DI VOTO**
(VALORI MONETARI IN MIGLIAIA DI EURO)

| | 2001 | 2002 | 2003 |
|--|------|-------|-------|
| N. CASI | | | |
| SOLLECITAZIONE | 27 | 14 | 3 |
| OPA | -- | -- | 1 |
| INFORMATIVA SOCIETARIA | 6 | 12 | 5 |
| PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI | 3 | 11 | 22 |
| DELEGHE DI VOTO | -- | -- | -- |
| <i>TOTALE</i> | 36 | 37 | 31 |
| N. SOGGETTI SANZIONATI | | | |
| SOLLECITAZIONE | 35 | 24 | 7 |
| OPA | -- | -- | 5 |
| INFORMATIVA SOCIETARIA | 5 | 18 | 7 |
| PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI | 4 | 43 | 13 |
| DELEGHE DI VOTO | -- | -- | -- |
| <i>TOTALE</i> | 44 | 85 | 32 |
| IMPORTO DELLE SANZIONI PROPOSTE | | | |
| SOLLECITAZIONE | 545 | 1.404 | 702 |
| OPA | -- | -- | 464 |
| INFORMATIVA SOCIETARIA | 160 | 400 | 216 |
| PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI | 238 | 300 | 359 |
| DELEGHE DI VOTO | -- | -- | -- |
| <i>TOTALE</i> | 943 | 2.104 | 1.741 |