

Comunicazione n. DME/5078692 del 29-11-2005

Oggetto: Esempi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette indicati dal Committee of European Securities Regulators (CESR) nel documento "Market Abuse Directive. Level 3 - First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive". Istruzioni per la segnalazione di operazioni sospette.

Premessa

In data 29 novembre 2005 la Consob ha approvato le modifiche al Regolamento Mercati di attuazione del Testo unico come modificato e integrato dalla legge "comunitaria 2004" di recepimento della normativa europea in materia di abusi di mercato.

La presente comunicazione riproduce nella Sezione A gli esempi di manipolazione del mercato e nella Sezione B gli esempi di operazioni sospette indicati dal CESR al fine di fornire una guida agli operatori. Nella Sezione B sono contenute anche le istruzioni per la segnalazione delle operazioni sospette.

Gli esempi di manipolazione del mercato contenuti nella Sezione A sono riportati ad integrazione di quanto previsto dall'articolo 62, comma 5, del Regolamento Mercati e devono servire agli operatori per l'identificazione di variabili importanti (c.d. "diagnostic flags" o "signals") nel monitoraggio della propria attività. Inoltre, come indicato nell'art. 64, comma 1, lett. e) del Regolamento Mercati, gli esempi devono essere presi in considerazione per adempiere correttamente agli obblighi in materia di comunicazione delle operazioni sospette previsti dall'articolo 187-nonies del Testo unico. Per maggiore chiarezza si precisa che laddove un esempio sembri prevedere in un determinato comportamento dell'agente la presenza dell'intento manipolativo o del dolo specifico ciò non implica in alcun modo che in mancanza dell'intento manipolativo o del dolo specifico quel comportamento non possa rientrare nella definizione di manipolazione del mercato fornita dal Testo unico. Data la brevità che contraddistingue necessariamente gli esempi, il documento del CESR illustra casi evidenti che ricadono nettamente nella definizione di manipolazione del mercato o che, comunque, forniscono indizi di elementi manipolativi importanti per le valutazioni. Si riconosce, di converso, che alcuni comportamenti indicati negli esempi possono risultare di fatto leciti se, ad esempio, determinati da motivazioni del tutto legittime e se conformi a quanto previsto dalle leggi e dai regolamenti.

La Sezione B, Parte I, riporta gli esempi indicativi della presenza di operazioni sospette, ad integrazione di quanto previsto dall'art. 64, comma 1, lett. f) del Regolamento Mercati. Nella Parte II della stessa Sezione sono inoltre inserite le "*Istruzioni per la segnalazione di operazioni sospette*" alla Consob, ai sensi dell'art. 67 del Regolamento Mercati.

Si segnala, da ultimo, che per una migliore valutazione degli esempi indicati nelle Sezioni A e B appare comunque necessario prendere visione del documento originale prodotto dal CESR nella versione in lingua inglese.

* * *

SEZIONE A – MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

Gli esempi indicati di seguito:

- a) hanno la mera finalità di fornire una guida agli operatori;
- b) sono scritti in linguaggio non tecnico-giuridico;
- c) costituiscono una elencazione non esaustiva e non limitano l'ambito di applicazione delle fattispecie cui sono riferiti;



- d) fanno riferimento a specifiche fattispecie di manipolazione del mercato previste dall'articolo 187-*ter* del Testo unico, tuttavia esse possono ricondursi anche ad altre ipotesi ivi previste;
- e) sono tradotti dall'inglese ma non intendono modificare quanto espresso dal CESR.

1. Esempi riferiti all'articolo 187-ter, comma 3, lettera a), del Testo unico, c.d. "False / Misleading Transactions" (Operazioni false o fuorvianti).

- a) <u>Wash trades</u> (Operazioni fittizie). Questo comportamento consiste nell'effettuare operazioni di acquisto o di vendita di uno strumento finanziario senza che si determini alcuna variazione negli interessi o nei diritti o nei rischi di mercato del beneficiario delle operazioni o dei beneficiari che agiscono di concerto o in modo collusivo. (Le operazioni di riporto o di prestito titoli o le altre operazioni che prevedono il trasferimento di strumenti finanziari in garanzia non costituiscono di per sé manipolazione del mercato.)
- b) <u>Painting the tape</u> (Artefare il quadro delle operazioni). Questo comportamento consiste nell'effettuare un'operazione o una serie di operazioni che vengono mostrate al pubblico, anche su strutture telematiche o elettroniche, per fornire l'apparenza di una attività o di un movimento dei prezzi di uno strumento finanziario.
- c) <u>Improper matched orders</u> (Ordini abbinati in modo improprio). Operazioni che derivano da ordini di acquisto e di vendita immessi da soggetti che agiscono di concerto contemporaneamente ovvero quasi allo stesso momento, aventi gli stessi prezzi e gli stessi quantitativi; salvo che questi ordini siano legittimi ed effettuati in conformità alle regole del mercato (ad esempio, *cross orders*).
- d) <u>Placing orders with no intention of executing them</u> (Inserimenti di ordini nel mercato senza l'intenzione di eseguirli). Questo comportamento implica l'inserimento di ordini, specie nei mercati telematici, a prezzi più alti (bassi) di quelli delle proposte presenti dal lato degli acquisti (vendite). L'intenzione sottostante agli ordini non è quella di eseguirli ma di fornire indicazioni fuorvianti dell'esistenza di una domanda (offerta) sullo strumento finanziario a tali prezzi più elevati (bassi). (Una variante di questo comportamento consiste nell'inserimento di un ordine per quantitativi minimi in modo da muovere il prezzo delle migliori proposte in acquisto o in vendita sullo strumento finanziario con l'intenzione di non eseguirlo, ma rimanendo eventualmente disponibili all'esecuzione qualora non si riesca a ritirarlo in tempo.)

2. Esempi riferiti all'articolo 187-ter, comma 3, lettera b), del Testo unico, c.d. "Price Positioning" (Operazioni che fissano i prezzi a livelli anomali o artificiali).

a) <u>Marking the close</u> (Segnare il prezzo in chiusura). Questo comportamento consiste nell'acquistare o nel vendere intenzionalmente strumenti finanziari o contratti derivati verso la fine delle negoziazioni in modo da alterare il prezzo finale dello strumento finanziario o del contratto derivato. Questo comportamento può essere posto in essere in qualsiasi giorno di negoziazione, ma è spesso associato ai giorni in cui scadono contratti derivati o ai giorni in cui vengono calcolate, annualmente o trimestralmente, le commissioni su portafogli gestiti o su fondi comuni o ai giorni in cui vengono valutati o indicizzati contratti o obbligazioni.



- b) Colluding in the after market of an Initial Public Offer (Colludere sul mercato secondario dopo un collocamento effettuato nell'ambito di un'offerta al pubblico). Questo comportamento è di solito associato alle operazioni che si effettuano sul mercato secondario appena terminano i collocamenti. I soggetti che hanno acquisito strumenti finanziari nel mercato primario acquistano di concerto ulteriori quantitativi sul mercato secondario in modo da spingere il prezzo verso livelli artificiali e da generare l'interesse da parte di altri investitori così da vendere loro i quantitativi che detenevano in portafoglio.
- c) <u>Abusive squeeze</u> (Comprimere in modo abusivo il mercato). Questo comportamento prevede che i soggetti che hanno una significativa influenza sulla domanda o sull'offerta o sulla consegna di uno strumento finanziario o di un prodotto sottostante a uno strumento finanziario derivato abusano della posizione dominante in modo da distorcere significativamente il prezzo al quale altri operatori sono obbligati, per l'assolvimento dei loro impegni, a consegnare o ricevere o rinviare la consegna dello strumento finanziario o del prodotto sottostante. (Si deve tenere presente che: 1) la regolare interazione della domanda e dell'offerta può condurre, e spesso conduce, a rigidità nel mercato, ma questo fatto non implica di per sé una manipolazione del mercato; 2) disporre di una significativa influenza sulla domanda o sull'offerta o sulla consegna di uno strumento finanziario o di un prodotto sottostante non costituisce di per sé una manipolazione del mercato.)
- d) <u>Creation of a floor in the price pattern</u> (Costituzione di una soglia minima al corso dei prezzi). Questo comportamento è di solito posto in essere dalle società emittenti o dai soggetti che le controllano. Si concludono operazioni o si inseriscono ordini in modo tale da evitare che i prezzi di mercato scendano al disotto di un certo livello, principalmente per sottrarsi alle conseguenze negative derivanti dal connesso peggioramento del rating degli strumenti finanziari emessi. Questo comportamento deve essere tenuto distinto dalla conclusione di operazioni rientranti nei programmi di acquisto di azioni proprie o nella stabilizzazione degli strumenti finanziari previsti dalla normativa.
- e) <u>Excessive bid-ask spread</u> (Eccessive quotazioni "denaro lettera"). Questo comportamento è di solito posto in essere da intermediari quali gli specialisti o i market makers che operano di concerto che abusando del loro potere di mercato posizionano e/o mantengono intenzionalmente il bid-ask spread su livelli artificiali e/o lontani dal fair value.
- f) Trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market (Operazioni effettuate in un mercato per influenzare impropriamente i prezzi di uno strumento finanziario in un mercato correlato). Questo comportamento prevede la conclusione di operazioni in un mercato su uno strumento finanziario con la finalità di influenzare impropriamente il prezzo dello stesso strumento finanziario o di altri strumenti finanziari collegati negoziati sullo stesso o su altri mercati. Ad esempio, concludere operazioni su azioni per fissare il prezzo del relativo strumento finanziario derivato negoziato su un altro mercato a livelli anomali, oppure effettuare operazioni sul prodotto sottostante a uno strumento finanziario derivato per alterare il prezzo dei relativi contratti derivati. (Le operazioni di arbitraggio non costituiscono di per sé manipolazione del mercato.)



3. Esempi riferiti all'art. 187-ter, comma 3, lettera c), del Testo unico, c.d. "Transactions involving fictitious devices / deception" (Operazioni che utilizzano artifizi, inganni o espedienti).

- a) <u>Concealing ownership</u> (Celare la proprietà). Questo comportamento prevede la conclusione di un'operazione o di una serie di operazioni per nascondere quale sia la vera proprietà su uno strumento finanziario, tramite la comunicazione al pubblico in violazione alle norme che regolano la trasparenza degli assetti proprietari della proprietà di strumenti finanziari a nome di altri soggetti collusi. La comunicazione al pubblico risulta fuorviante rispetto alla vera proprietà degli strumenti finanziari. (Questo comportamento non riguarda i casi in cui esistono motivi legittimi che consentono l'intestazione degli strumenti finanziari in nome di un soggetto diverso dal proprietario. Inoltre, una scorretta comunicazione di una partecipazione rilevante non implica necessariamente una manipolazione del mercato.)
- b) <u>Dissemination of false or misleading market information through media, including the Internet, or by any other means</u> (Diffusione di informazioni di mercato false o fuorvianti tramite mezzi di comunicazione, compreso Internet, o tramite qualsiasi altro mezzo). Questo comportamento è effettuato con l'intenzione di muovere il prezzo di un titolo, di un contratto derivato o di un'attività sottostante verso una direzione che favorisce la posizione aperta su tali strumenti finanziari o attività o favorisce un'operazione già pianificata dal soggetto che diffonde l'informazione.
- c) <u>Pump and dump</u> (Gonfiare e scaricare). Questo comportamento consiste nell'aprire una posizione lunga su uno strumento finanziario e quindi nell'effettuare ulteriori acquisti e/o diffondere fuorvianti informazioni positive sullo strumento finanziario in modo da aumentarne il prezzo. Gli altri partecipanti al mercato vengono quindi ingannati dal risultante effetto sul prezzo e sono indotti ad effettuare ulteriori acquisti. Il manipolatore vende così gli strumenti finanziari a prezzi più elevati.
- d) <u>Trash and cash</u> (Screditare e incassare). Questo comportamento è esattamente l'opposto del "pump and dump". Un soggetto prende una posizione ribassista su uno strumento finanziario ed effettua un'ulteriore attività di vendita e/o diffonde fuorvianti informazioni negative sullo strumento finanziario in modo da ridurne il prezzo. Il manipolatore chiude così la posizione dopo la caduta del prezzo.
- e) Opening a position and closing it immediately after its public disclosure (Aprire una posizione e chiuderla immediatamente dopo che è stata resa nota al pubblico). Questo comportamento è di solito posto in essere da grandi investitori o da gestori di patrimoni le cui scelte di investimento sono considerate dagli altri partecipanti al mercato come indicazioni rilevanti per la stima del futuro andamento dei prezzi. Tipicamente la condotta consiste nell'aprire una posizione e, quindi, nel chiuderla immediatamente dopo aver comunicato al pubblico di averla aperta, enfatizzando l'obiettivo di lungo periodo dell'investimento. Comunque, il comunicato al pubblico non assume di per sé alcun connotato manipolativo se è richiesto esplicitamente dalla disciplina o se è dalla stessa permesso.

4. Esempi riferiti all'art. 187-ter, comma 1, del Testo unico, c.d. "Dissemination of false and misleading information" (Diffusione di informazioni false o fuorvianti).

Questo tipo di manipolazione del mercato implica la diffusione di informazioni false o fuorvianti senza richiedere necessariamente la presenza di operazioni sul mercato. Questo tipo di



manipolazione del mercato comprende anche i casi in cui la creazione dell'indicazione fuorviante deriva da un mancato rispetto della disciplina in materia di comunicazione di informazioni rilevanti soggette a obblighi di comunicazione da parte dell'emittente o di altri soggetti obbligati. Per esempio, quando un emittente omette di diffondere adeguatamente un'informazione privilegiata, come definita dall'articolo 114, comma 1, e il risultato è che il pubblico venga plausibilmente fuorviato.

- a) <u>Spreading false / misleading information through the media</u> (Diffusione di informazioni false o fuorvianti tramite mezzi di comunicazione). Questo comportamento comprende l'inserimento di informazioni su Internet o la diffusione di un comunicato stampa che contengono affermazioni false o fuorvianti su una società emittente. Il soggetto che diffonde l'informazione è consapevole che essa è falsa o fuorviante e che è diffusa al fine di creare una falsa o fuorviante apparenza. La diffusione di informazioni false o fuorvianti tramite canali ufficiali di comunicazione è particolarmente grave in quanto i partecipanti al mercato tendono a fidarsi delle informazioni diffuse tramite tali canali.
- b) Other behaviour designed to spread false / misleading information (Altri comportamenti preordinati alla diffusione di informazioni false o fuorvianti). Questo tipo di manipolazione del mercato comprende le condotte progettate per fornire indicazioni false o fuorvianti tramite canali diversi dai mezzi di comunicazione di massa. Ad esempio, il movimento fisico di merci che crea un'apparenza fuorviante sulla domanda o sull'offerta di una merce o sulla consegna per un contratto future su merci.

SEZIONE B - OPERAZIONI SOSPETTE

Parte I - Esempi indicativi della presenza di operazioni sospette

Gli esempi indicati di seguito:

- a) costituiscono solo un punto di partenza per successive valutazioni circa la natura sospetta delle operazioni;
- b) sono scritti in linguaggio non tecnico-giuridico;
- c) costituiscono una elencazione non esaustiva e non limitano l'ambito di applicazione delle fattispecie cui sono riferiti;
- d) sono tradotti dall'inglese ma non intendono modificare quanto espresso dal CESR.

1. Costituiscono possibili segnali di insider trading o di manipolazione del mercato i seguenti:

- a) Un'inusuale concentrazione di operazioni su un particolare strumento finanziario (per esempio, tra uno o più investitori istituzionali che sono notoriamente collegati alla società emittente o a soggetti che hanno degli interessi su tale società, quali i soggetti che intendono o potrebbero lanciare un'offerta pubblica di acquisto);
- b) un'inusuale ripetizione di operazioni tra un piccolo numero di clienti in un determinato periodo di tempo;
- c) un'inusuale concentrazione di operazioni e/o ordini con un solo cliente o con differenti conti di un medesimo cliente o con un limitato numero di clienti, specie se i clienti sono tra loro collegati;



2. Costituiscono possibili segnali di insider trading i seguenti:

- a) il cliente apre un conto e conferisce subito l'ordine di effettuare un'importante operazione o, in caso di clienti istituzionali che operano su mercati all'ingrosso, conferisce ordini inusuali o di eccezionale rilevanza su uno specifico strumento finanziario; assume ulteriore rilievo in tal caso la circostanza che il cliente insista perché l'ordine sia eseguito con particolare urgenza o prima di un certo orario;
- b) l'operazione o la strategia di investimento richiesta dal cliente che sia sensibilmente diversa dalle precedenti strategie di investimento poste in essere dallo stesso cliente per tipologia di strumento finanziario o per controvalore investito o per dimensione dell'ordine o per durata dell'investimento, ecc.. Si indicano al riguardo alcuni esempi:
 - b.1) un cliente vende tutti i titoli che ha in portafoglio per investire la riveniente liquidità su uno specifico strumento finanziario;
 - b.2) un cliente che in passato ha investito solo in fondi comuni richiede all'improvviso di acquistare strumenti finanziari emessi da una specifica società;
 - b.3) un cliente che in passato ha investito solo in *blue chip* sposta i suoi investimenti su un titolo illiquido;
 - b.4) un cliente che in passato ha attuato strategie di investimento di lungo periodo (*buy and hold*) effettua all'improvviso un acquisto di uno specifico strumento finanziario appena prima dell'annuncio di un'informazione *price sensitive* e, quindi, chiude la posizione;
- c) il cliente richiede specificatamente l'immediata esecuzione di un ordine senza curarsi del prezzo al quale l'ordine verrebbe eseguito (questo esempio presuppone qualcosa di più serio di un semplice ordine al prezzo di mercato);
- d) un'operatività significativa tra azionisti rilevanti o *manager* della società prima dell'annuncio di un importante evento societario;
- e) un'inusuale operatività sulle azioni di una società prima dell'annuncio di informazioni *price sensitive* relative alla società. Operazioni che finiscono per determinare improvvise ed inusuali variazioni nel controvalore degli ordini e nei prezzi delle azioni prima dell'annuncio al pubblico di informazioni relative a tali azioni;
- f) la presenza nel conto del dipendente o collaboratore di operazioni e ordini che nella tempistica di esecuzione anticipano le operazioni e gli ordini della clientela sullo stesso strumento finanziario (*front running*).

3. Costituiscono possibili segnali di manipolazione del mercato i seguenti:

- a) operazioni senza alcuna altra apparente motivazione che quella di aumentare o ridurre il prezzo di uno strumento finanziario o di aumentare i quantitativi scambiati su uno strumento finanziario, specie quando gli ordini di questo tipo finiscono per portare alla esecuzione di contratti nei periodi di negoziazione utili alla determinazione di prezzi di riferimento, ad esempio verso la chiusura delle negoziazioni;
- b) ordini che, a causa delle loro dimensioni rispetto alla liquidità di uno specifico strumento finanziario, avranno chiaramente un impatto significativo sulla domanda o sull'offerta o sul



- prezzo o sulla valutazione di tale strumento finanziario, specie quando tali ordini portano alla esecuzione di operazioni nei periodi di negoziazione utili alla determinazione di prezzi di riferimento, ad esempio verso la chiusura delle negoziazioni;
- c) operazioni che sembrano avere la finalità di aumentare il prezzo di uno strumento finanziario nei giorni precedenti all'emissione di uno strumento finanziario derivato collegato o di uno strumento finanziario convertibile;
- d) operazioni che, proprio nei giorni precedenti l'emissione di uno strumento finanziario derivato collegato o di uno strumento finanziario convertibile, sembrano avere la finalità di sostenere il prezzo dello strumento finanziario in presenza di un andamento discendente dei prezzi di tale strumento finanziario;
- e) operazioni che sembrano tentare di modificare la valutazione di una posizione senza che venga modificata, in aumento o in diminuzione, la dimensione della posizione stessa;
- f) operazioni che sembrano cercare di aumentare o ridurre il prezzo medio ponderato del giorno o di un periodo della sessione di negoziazione;
- g) operazioni che sembrano tentare di far segnare un prezzo di mercato allo strumento finanziario mentre la sua liquidità non è sufficiente per far segnare un prezzo nella sessione di negoziazione (a meno che le regole o i meccanismi di funzionamento del mercato permettano esplicitamente tali operazioni);
- h) operazioni che sembrano cercare di aggirare gli accorgimenti previsti dai meccanismi di negoziazione (ad esempio, con riferimento ai limiti quantitativi, ai parametri relativi al differenziale tra le proposte di acquisto e di vendita, ai *trading alt* sui prezzi, ecc.);
- i) viene modificato il *bid-ask spread* (come calcolato dal sistema di negoziazione) proprio quando un'operazione deve essere conclusa o eseguita e questo *spread* è un fattore per la determinazione del prezzo di tale operazione;
- j) la cancellazione di ordini per quantitativi importanti pochi secondi prima del termine dell'asta a chiamata elettronica determinando una significativa variazione del prezzo teorico dell'asta e, quindi, del prezzo dell'asta;
- k) operazioni che nel giorno di scadenza di uno strumento finanziario derivato sembrano cercare di mantenere il prezzo dello strumento finanziario sottostante al disotto del prezzo di esercizio dello strumento finanziario derivato;
- operazioni che nel giorno di scadenza di uno strumento finanziario derivato sembrano finalizzate a far passare il prezzo dello strumento finanziario sottostante al disopra del prezzo di esercizio dello strumento finanziario derivato;
- m) operazioni che sembrano cercare di modificare il prezzo di regolamento di uno strumento finanziario quando questo prezzo è utilizzato come riferimento per il calcolo dei margini.

Parte II – Istruzioni per la segnalazione di operazioni sospette

Sezione I Segnalazioni in forma scritta

1. Fermo restando quanto indicato nel Capo IV del regolamento mercati, i soggetti tenuti alla segnalazione devono presentare le informazioni richieste secondo il seguente modello.

Oggetto: Segnalazione ai sensi dell'art. 187-nonies del Tuf

Descrizione delle operazioni

- Dettagli relativi allo strumento finanziario
- Codice ISIN



- Mercati interessati
- Caratteristiche degli ordini sottostanti (data, ora, prezzo, quantità, altri parametri)
- Caratteristiche delle operazioni (data, ora, prezzo, quantità, ecc.)
- Altro

Motivi per cui si sospetta che le operazioni possano costituire abusi

Identità dei soggetti che hanno conferito gli ordini sottostanti alle operazioni

- Nome
- Data di nascita
- Codice fiscale
- Residenza
- Indirizzo
- Recapito telefonico
- Codice identificativo presso l'intermediario / mercato
- Altro

Identità di altri soggetti coinvolti nelle operazioni

- Nome
- Data di nascita
- Codice fiscale
- Residenza
- Indirizzo
- Recapito telefonico
- Relazione con i soggetti che hanno effettuato le operazioni
- Ruolo svolto
- Altro

Ruolo in cui opera il soggetto segnalante

- Intermediario negoziatore, SGR, società di gestione del mercato, ecc.
- Conto proprio, conto di terzi

<u>Ulteriori informazioni utili</u>

- Collegamento a altri fatti o informazioni
- Elenco degli eventuali allegati
- Altro

Informazioni sul soggetto che effettua la segnalazione

- Nome della persona
- Responsabilità ricoperta
- Recapito telefonico

Firma ...

Data della segnalazione ...



Sezione II Segnalazioni per telefono

- 1. I soggetti tenuti alla segnalazione possono segnalare le operazioni sospette telefonando al numero 06-84771, chiedendo di voler parlare:
 - con il Responsabile della Divisione Mercati e Consulenza Economica o
 - con il Responsabile dell'Ufficio Mercati a Pronti o
 - con il Responsabile dell'Ufficio Mercati Derivati o
 - in loro assenza, con chi ne fa le veci

e specificando di voler effettuare una segnalazione ai sensi dell'articolo 187-nonies del Testo unico.

IL PRESIDENTE Lamberto Cardia