

eventi e sulle intenzioni dei principali soggetti coinvolti, con conseguenti ripetuti interventi della Consob volti a sollecitare un più puntuale rispetto degli obblighi informativi verso il mercato.

Con riferimento al primo caso, il titolo Rcs ha mostrato, nel corso del 2005, un consistente incremento dei volumi negoziati e dei relativi corsi³⁵. Tale incremento è stato essenzialmente dovuto agli acquisti operati da un azionista rilevante, che ha incrementato la sua partecipazione, tra il 17 febbraio e il 2 agosto 2005, dal 4,99 per cento al 20,92 per cento. Tale attività in acquisto ha prodotto, insieme a dichiarazioni dello stesso azionista, incertezze sui futuri assetti proprietari del gruppo Rcs e sulla tenuta dell'esistente patto di sindacato, la cui composizione aveva subito nell'anno significative modifiche.

La Consob ha quindi effettuato numerosi interventi e richieste di informazioni per garantire la simmetria informativa sul mercato, soprattutto in merito all'effettiva variazione delle partecipazioni³⁶.

La Consob ha inoltre riconosciuto l'applicabilità della disciplina sui patti parasociali, che prevede obblighi di pubblicità e il diritto di recesso in caso di Opa, a un nuovo accordo stipulato il 5 giugno 2005 dagli azionisti che già aderivano all'esistente patto di sindacato di blocco e consultazione, con l'obiettivo di rafforzare la solidità dell'assetto di controllo proprio in caso di Opa³⁷. Tale decisione si è posta in linea di continuità con l'impostazione del Tuf che ha inteso limitare gli effetti dei patti di sindacato sulla contendibilità delle società quotate in caso di lancio di un'Opa e ha contribuito a dare maggiori elementi di certezza al mercato in merito alla consistenza degli interessi in campo.

Con riguardo al caso Fiat, il prezzo delle azioni ordinarie Fiat aveva fatto registrare, tra il 20 aprile e il 20 settembre 2005, un incremento pari al 55 per cento. Fino a giugno 2005, tale incremento sembrava essere dovuto essenzialmente a fattori legati al raggiungimento dell'accordo tra la società e le banche sul cosiddetto prestito "convertendo" e alla messa a punto del piano

³⁵ Nel corso del 2004 vi erano state modifiche nel patto di sindacato che governa il gruppo: in data 21 giugno 2004 gli aderenti al patto di sindacato di blocco e consultazione di Rcs, che avevano conferito al patto azioni pari al 44,793 per cento del totale delle azioni ordinarie, avevano comunicato di aver acquistato da Gemina Spa 63 milioni di azioni ordinarie Rcs, pari a circa l'8,7 per cento del capitale di Rcs, al prezzo unitario di euro 4,40 per azione; per effetto di tale cessione, Gemina Spa sarebbe rimasta nel patto con 7,3 milioni di azioni, pari a circa l'1 per cento. Contestualmente, il Patto era stato rinnovato con effetto dal 1° luglio 2004 e fino a tutto il 30 giugno 2007 e nuovi soci vi avevano aderito. A seguito dell'apporto al patto delle azioni cedute da Gemina Spa, della ammissione dei nuovi partecipanti (Dorint Holding Sa del gruppo Della Valle, Merloni Invest Spa del gruppo Merloni e Fondiaria-Sai), nonché della assegnazione (26 maggio 2005) di azioni gratuite ai soci, la percentuale delle azioni conferite al patto era salita al 58,1 per cento del capitale ordinario di Rcs.

³⁶ La Consob ha effettuato richieste di conferma e aggiornamento delle partecipazioni detenute in Rcs in 3 occasioni e ha chiesto in data 24 giugno 2006 agli azionisti rilevanti di Rcs di informare il mercato in occasione di ogni variazione dell'1 per cento della loro partecipazione.

³⁷ L'accordo, che ha la medesima durata del patto, prevede, tra l'altro, una clausola che disciplina il caso in cui sia promossa un'Opa sulle azioni Rcs che legittimi la facoltà di recesso senza preavviso dal patto ex art. 123, comma 3 del Tuf. In tale circostanza, le parti non recedenti avranno la facoltà di acquistare, prima della conclusione dell'Opa, le azioni apportate al patto dai soggetti che hanno esercitato il diritto di recesso (i quali saranno obbligati a vendere) a un prezzo pari al prezzo d'offerta quale risultante anche a seguito di eventuali rilanci od offerte concorrenti.

industriale. I consistenti incrementi successivi sembravano invece influenzati dalle incertezze, anche informative, relative all'assetto dell'azionariato a seguito della conversione del prestito "convertendo" da parte delle banche creditrici.

In tutto il periodo, la Consob ha vigilato sull'andamento del mercato, intervenendo a più riprese con richieste di informazioni e chiarimenti.

Sulla base delle reiterate richieste della Consob, volte a chiarire le iniziative del gruppo di controllo della Fiat in vista dei possibili mutamenti nel capitale e delle tensioni sul mercato, il 15 settembre è stata comunicata al mercato l'esistenza di un contratto di *equity swap* avente a oggetto 90 milioni di azioni Fiat, stipulato tra Exor Group, società del gruppo facente capo alla Giovanni Agnelli & C., e Merrill Lynch International. A seguito della risoluzione anticipata di tale contratto, Ifil ha acquistato, il 20 settembre 2005, azioni Fiat che hanno consentito al gruppo di mantenere inalterata – al di sopra del 30 per cento del capitale – la propria quota di partecipazione in Fiat, pur non aderendo al contestuale aumento di capitale, eseguito alla stessa data³⁸.

La Consob ha quindi vigilato sugli effetti dell'operazione di *equity swap* e sull'attività di comunicazione finanziaria svolta da Ifil e dalla capogruppo Giovanni Agnelli & C. In particolare, l'attività istruttoria ha avuto a oggetto, da un lato, la sussistenza di obblighi di Opa, conseguenti agli effetti del contratto e, dall'altro, ipotesi di violazione della normativa sugli abusi di mercato e sugli obblighi di comunicazione al mercato.

Per quanto riguarda il primo aspetto, la Commissione ha ritenuto che non generasse obblighi di Opa da parte di Ifil, di un quantitativo di titoli Fiat idoneo a evitare l'effetto diluitivo, generato dal mancato esercizio dei diritti di opzione relativi all'aumento di capitale al servizio del prestito convertendo³⁹. Inoltre, secondo la Commissione, non ricorrevano i presupposti dell'Opa obbligatoria neanche per gli acquisti precedenti, effettuati in esecuzione del contratto di *equity swap*, in quanto non configurabili come acquisti concertati.

Con riferimento al secondo aspetto, l'analisi della Consob si è rivolta alla verifica della correttezza di comportamento rispetto ai tempi e ai contenuti delle informazioni fornite al mercato sul contratto di *equity swap*, con particolare riguardo al comunicato del 24 agosto 2005, effettuato su richiesta della Consob, con cui il gruppo di controllo della Fiat dichiarava di non aver intrapreso

³⁸ Tale aumento di capitale era al servizio della conversione del prestito convertendo per complessivi 3 miliardi di euro erogato nel luglio 2002 da 8 banche. Il prezzo di emissione delle nuove azioni era di 10,28 euro, largamente superiore al prezzo di mercato (all'epoca prossimo a 7,30 euro) e, dunque, tale da non risultare conveniente per i vecchi soci, cui tali azioni sarebbero state offerte in opzione dalle suddette 8 banche.

³⁹ Ciò in quanto, sinteticamente, nello schema prospettato, risultava presente un nesso di funzionalità idoneo a conferire unitarietà alle operazioni di aumento di capitale in opzione (con l'unito effetto diluitivo) e di acquisto delle azioni in misura corrispondente a quelle acquistabili in sede di aumento da parte del titolare del diritto di opzione (con l'unito effetto di mantenimento della partecipazione) e inoltre il raffronto della situazione dell'azionariato Fiat *ante* aumento di capitale con la situazione *post* operazione evidenziava una sostanziale identità della partecipazione detenuta da Ifil sia prima che dopo l'operazione. La conclusione accolta era rafforzata dalla circostanza che gli effetti dell'aumento di capitale e dell'acquisto di azioni Fiat sarebbero avvenuti contestualmente.

né studiato alcuna iniziativa in merito alla scadenza del prestito “convertendo” e di non disporre di elementi utili a spiegare l’andamento del titolo.

Sulle vicende esposte la Consob continua, nell’ambito delle sue competenze, l’attività di vigilanza a tutela della trasparenza e dell’integrità del mercato.

2. I controlli e l’informazione societaria

2.1 I controlli societari e la vigilanza sull’informazione periodica e sui prospetti

I controlli svolti dalla Consob sull’informazione finanziaria sono graduati in funzione dell’emergere di elementi che facciano ritenere possibile una violazione delle norme riguardanti l’informazione del mercato. Nei confronti degli emittenti esistono diversi strumenti di controllo che vanno dal potere di richiesta di informazioni, al potere ispettivo, al potere di impugnativa di bilancio.

In quest’ambito, la periodica attività di controllo sulla correttezza contabile dei bilanci delle società quotate svolta dalla Commissione ha condotto, in 4 casi nel corso del 2005 e in 2 casi nei primi 3 mesi del 2006, all’attività di impugnativa prevista dall’art. 157, comma 2 del Tuf, che ha come obiettivo il perseguimento dell’interesse del mercato a che i bilanci rappresentino l’effettiva situazione patrimoniale ed economica della società e svolgano la loro funzione informativa per la tutela degli investitori e il corretto funzionamento del mercato mobiliare.

Di particolare rilievo è stata la decisione di impugnativa relativa ai bilanci d’esercizio e consolidato al 31 dicembre 2004 della Bpi, le cui carenze informative erano tali da non consentire una corretta rappresentazione dei rischi e degli impegni che gravavano sulla società, rivelatisi di notevole impatto.

Nell’esercitare l’attività di impugnativa di bilancio la Consob tiene conto dell’obiettivo di un ripristino sostanziale della correttezza dell’informazione contabile e dei sistemi di responsabilità che all’interno delle società quotate dovrebbero garantire la correttezza e la completezza dell’informazione fornita. L’attività compiuta nel corso del 2005 è stata rivolta prevalentemente alla verifica delle valutazioni compiute dagli amministratori in sede di redazione dei bilanci in assenza di adeguata documentazione a supporto delle loro considerazioni. In alcuni casi, l’inattendibilità delle informazioni fornite al mercato era connessa con le valutazioni svolte dagli amministratori anche sulle prospettive future delle società, non adeguatamente confortate da elementi probativi.

In passato, la Commissione aveva deciso invece, in alcuni casi, di non procedere all’impugnativa di bilanci che, per quanto erroneamente redatti, non rappresentavano più una

informazione utile per il mercato, in quanto il mercato non faceva più affidamento su tali informazioni e in quanto si erano anche verificate condizioni che avrebbero reso la modifica del bilancio stesso non necessaria, se non addirittura fuorviante per gli investitori. In altri casi, la Commissione aveva ritenuto di non attivare tale potere quando l'informazione finanziaria era stata comunque garantita al mercato e non sembravano sussistere possibili effetti degli errori commessi sulla futura rendicontazione dell'emittente.

Tra gli altri strumenti di intervento, meno invasivi e peraltro di rapida efficacia, quali le richieste di informazioni da diffondere al mercato *ex art.* 114 del Tuf, svolgono ormai da alcuni anni una funzione essenziale gli obblighi di informazioni periodiche mensili imposti a determinate società, che presentano elementi di rischio per la continuità aziendale, al fine di fornire aggiornamenti in merito all'andamento economico e finanziario delle società stesse.

In particolare, i principali fattori di rischio considerati per selezionare le società da sottoporre a tali obblighi sono: un rilevante indebitamento; perdite di esercizio che riducono il capitale sociale al di sotto dei limiti imposti dalla legge; presenza di giudizio negativo o dichiarata impossibilità di esprimere un giudizio da parte dei revisori sul bilancio o sulla relazione semestrale. Per le società selezionate la Commissione ha effettuato specifiche richieste di diffusione al mercato di comunicati mensili al fine di fornire puntuali e aggiornate informazioni su aspetti definiti caso per caso sulla base delle singole problematiche delle società. Alla fine del 2005 risultavano soggette a tali obblighi 18 società quotate.

Il controllo dei prospetti

Le recenti riforme legislative, introdotte a livello sia comunitario sia nazionale, hanno apportato innovazioni con riguardo alla disciplina del prospetto di offerta e di quotazione, che si sono necessariamente riflesse sulle dinamiche e sui contenuti dei controlli svolti dalla Consob.

Il prospetto, secondo l'art. 94, comma 2 del d.lgs. 58/1998, deve contenere le informazioni relative all'emittente, all'operazione e ai prodotti finanziari offerti necessarie all'investitore per formarsi un fondato giudizio sull'investimento proposto.

Per il conseguimento di tale obiettivo, la Consob svolge sull'insieme dei dati contenuti nel prospetto un controllo di completezza, ossia di conformità dello stesso ai requisiti informativi richiesti dalla normativa, e di coerenza delle informazioni riportate nel documento, anche rispetto a quelle comunque già in suo possesso.

Come indicato dalla nuova direttiva 2003/71/CE in tema di prospetti, entrata in vigore a partire dal 1° luglio 2005, tali verifiche sono dirette anche a rendere più agevolmente comprensibili le informazioni contenute nel prospetto.

Particolare attenzione la Consob ha specificamente rivolto alla sezione del prospetto - prima denominata "Avvertenze per l'investitore" e oggi, a seguito del recepimento della nuova disciplina comunitaria, intitolata "fattori di rischio" - affinché siano evidenziati gli aspetti più salienti, e principalmente quelli più rischiosi, dell'investimento proposto. La concentrazione in un capitolo iniziale dei "fattori di rischio" mira a realizzare un bilanciamento fra la fondamentale istanza di completezza e analiticità delle informazioni contenute nell'intero prospetto e l'esigenza di fornire all'investitore un quadro il più possibile chiaro e immediato dei rischi legati all'attività, alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del soggetto emittente e dell'investimento finanziario proposto.

L'ulteriore e imprescindibile requisito dell'attendibilità delle informazioni finanziarie rappresentate nel prospetto è il risultato di un articolato sistema "a cascata" dei controlli, che parte dalle verifiche condotte dalle funzioni interne all'emittente a ciò deputate, incontra il filtro della supervisione svolta dalla società di revisione sulla correttezza contabile dei dati finanziari, sino ad arrivare ai controlli specifici del responsabile del collocamento, più mirati allo svolgimento dell'offerta pubblica, nonché dello sponsor nel caso di operazioni di ammissione di strumenti finanziari alla quotazione sul Mercato Telematico Azionario.

La Consob, posta al vertice della piramide dei controlli, accerta con le proprie verifiche che non vi sia irragionevolezza nelle dichiarazioni rese nei giudizi di revisione e nelle attestazioni che i revisori e gli altri soggetti esterni all'emittente sono tenuti a rilasciare ai fini della pubblicazione del prospetto.

L'attivazione dei poteri della Consob di interlocuzione con gli indicati controllori di seconda linea assume, ovviamente, particolare rilevanza nei casi in cui l'informazione finanziaria resa nel prospetto presenta connotati più complessi.

Nell'anno 2005, esempi della possibilità di acquisire dalle diverse fonti del controllo una più ampia collaborazione informativa sono rappresentati dalle istruttorie condotte dalla Consob sui prospetti Parmalat e 3Italia.

Il prospetto di sollecitazione finalizzata alla quotazione della Parmalat ha visto come soggetto emittente la nuova società chiamata ad assumere l'insieme delle attività e passività delle società del Gruppo in amministrazione straordinaria, oggetto di concordato ai sensi della legge n. 39 del 2004. La peculiarità della situazione dell'emittente, una società di recente costituzione, non operativa, che sarebbe divenuta capogruppo del Gruppo Parmalat a seguito dell'approvazione e dell'attuazione del concordato - previsto dalla legge come possibile atto conclusivo della procedura concorsuale per aziende in funzionamento - ha reso la rappresentazione in termini pro-forma dell'andamento economico-gestionale e patrimoniale del Gruppo Parmalat, così come risultante dall'approvazione del concordato, essenziale per consentire un giudizio fondato sull'investimento proposto. La complessità dell'informazione finanziaria resa, determinata soprattutto dai dati contabili storici di provenienza, già oggetto di ampie rettifiche a seguito dell'accertamento, come noto, di falsità dei

precedenti bilanci della vecchia Parmalat, ha indirizzato la Consob a incentrare le proprie verifiche sulla corretta applicazione da parte della società di revisione dei principi e delle tecniche adottate per potere esprimere un giudizio di ragionevolezza sulle ipotesi di base per la redazione dei dati finanziari pro-forma, sulla corretta applicazione della metodologia utilizzata nonché sulla correttezza dei principi contabili applicati.

Analoghi accertamenti si sono resi necessari nell'istruttoria svolta dalla Consob relativamente al prospetto di sollecitazione e ammissione alla quotazione delle azioni di 3Italia, società attiva nel settore delle telecomunicazioni e in fase di avviamento delle proprie attività. In particolare, nel caso del prospetto di 3Italia, hanno assunto particolare rilievo i controlli svolti sulle informazioni finanziarie previsionali, ivi riportate. La società ha successivamente dichiarato di rinunciare, momentaneamente, all'offerta e alla quotazione a causa delle condizioni di mercato, ritenute non favorevoli.

L'importanza delle verifiche sui dati previsionali inclusi nei prospetti si è accentuata alla luce delle nuove regole comunitarie. Queste dispongono che ove nel prospetto siano riportate previsioni o stime di utili esse devono essere supportate da una dichiarazione della società di revisione che ne attesti la corretta compilazione sulla base indicata e che la base contabile utilizzata per la previsione o la stima degli utili sia coerente con i criteri contabili dell'emittente.

Nelle società di recente costituzione, o comunque assimilabili a *start up* in quanto caratterizzate da perdite operative rilevanti ed elevato assorbimento di flussi di cassa, eventuali previsioni di raggiungimento di risultati positivi assumono particolare rilevanza per le valutazioni dei potenziali investitori. Pertanto, la delicatezza di tali dati impone anche un'attenta valutazione da parte della società di revisione, ai fini del rilascio delle richieste attestazioni, della correttezza delle metodologie adottate dall'emittente.

Secondo gli indirizzi assunti dalla Consob, nelle istruttorie svolte dopo l'adeguamento del Regolamento Emittenti alle nuove norme comunitarie in materia di prospetti, le verifiche delle società di revisione relative ai dati previsionali inclusi nei prospetti devono essere condotte in conformità ai principi internazionali di revisione già raccomandati. Dette verifiche devono, quindi, estendersi alla ragionevolezza delle ipotesi poste alla base dei dati previsionali dell'emittente contenuti nel prospetto, ai fini di una corretta informazione al mercato.

Va poi segnalato che la recente legge 28 dicembre 2005, n. 262 ha introdotto significativi elementi di novità nel complesso dei poteri attribuiti alla Consob in occasione del primo ingresso di un emittente nel mercato.

In particolare, l'articolo 64 del d.lgs. 58/1998, novellato dalla legge n. 262/2005, prevede che le decisioni assunte dalla società di gestione del mercato relative all'ammissione (ma la disciplina riguarda anche l'esclusione e la sospensione) di strumenti finanziari siano comunicate immediatamente alla Consob e rimangano sospese per 5 giorni, durante i quali l'Autorità di

vigilanza può vietarne l'esecuzione, per ragioni attinenti alla trasparenza, all'ordinato svolgimento delle negoziazioni o alla tutela degli investitori. La brevità del termine previsto presuppone, evidentemente, un efficace coordinamento nei rapporti fra l'Autorità di vigilanza e la società di gestione del mercato, la quale dovrà assicurare piena collaborazione trasmettendo tempestivamente alla Consob le informazioni necessarie.

Su tale previsione normativa è in corso una valutazione circa gli effetti della disciplina e le implicazioni operative che ne potranno derivare.

L'adozione dei nuovi principi contabili internazionali

Il Regolamento comunitario n. 1606/2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 luglio 2002 impone l'obbligo alle società quotate di redigere i conti consolidati secondo i principi contabili internazionali *International Accounting Standards / International Financial Reporting Standards* (Ias/Ifrs) emanati dall'*International Accounting Standard Board* (Iasb) a decorrere dall'esercizio finanziario avente inizio dal 1° gennaio 2005 o in data successiva. L'obiettivo del regolamento è l'adozione di un unico corpo di regole contabili per le imprese europee quotate al fine di armonizzare l'informativa finanziaria e garantire un elevato livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci.

Gli ambiti di applicazione degli Ias/Ifrs in Italia sono stati definiti dal legislatore attraverso il d.lgs. 38 del 28 febbraio 2005 che ha esteso l'ambito soggettivo e oggettivo di applicazione dei principi contabili internazionali. A partire dall'esercizio 2006, l'utilizzo degli Ias/Ifrs diverrà obbligatorio anche per i bilanci d'esercizio delle società emittenti titoli quotati (diversi da quelli esercenti attività assicurativa), delle società con titoli diffusi, delle banche e degli intermediari finanziari vigilati.

L'art. 9 del citato decreto legislativo ha conservato in capo alle Autorità di vigilanza dei settori bancario e assicurativo poteri a loro riconosciuti dalla legge in materia di forme tecniche di bilancio (assistiti dalle relative sanzioni), attribuendo alla Consob il potere di predisporre gli schemi di bilancio per le società quotate diverse da quelle del settore bancario e assicurativo.

Al riguardo, la Commissione ha fissato alcune disposizioni per i bilanci di tutte le società quotate (incluse le imprese bancarie e assicurative), riordinando le disposizioni Consob che fanno riferimento alle regole internazionali Ias/Ifrs al fine di completare il quadro sistematico di riferimento in materia di bilanci.

La nuova direttiva sui revisori e la convergenza internazionale negli standard di revisione

La proposta di direttiva in materia di revisione legale dei conti, in fase di imminente definitiva approvazione da parte del Parlamento Europeo, modificherà in maniera radicale la disciplina della

revisione in Europa, fino a oggi contenuta nell'ormai superata ottava direttiva. La nuova direttiva risponde infatti alle esigenze emerse in questi ultimi anni di rafforzare la regolamentazione dell'attività di revisione e restituire al mercato la fiducia in una funzione fondamentale per l'affidabilità dell'informazione contabile. È stata dunque realizzata un'operazione di ampio respiro, che prevede l'armonizzazione di numerosi aspetti legati alla revisione legale, quali la disciplina dell'accesso alla professione, i principi etici e d'indipendenza, i principi tecnici di svolgimento della revisione, i sistemi di controllo della qualità e di controllo pubblico sulla professione contabile nonché le norme in materia di cooperazione in ambito europeo e con i Paesi terzi.

Estremamente innovativo per l'Unione Europea è il tema del controllo pubblico su tutta la categoria professionale dei revisori, prescindendo dunque dalla tipologia delle società sottoposte a revisione, novità che determinerà in Europa la fine degli spazi di autoregolamentazione della professione, sulla scia di quanto avvenuto negli Stati Uniti a seguito del caso Enron. La direttiva prevede infatti che ogni Stato Membro debba dotarsi di un sistema di controllo pubblico dei revisori governato da persone esterne alla professione e indipendenti, che si assumerà la responsabilità finale del controllo della correttezza e della qualità dell'attività di revisione svolta nonché dell'adozione dei principi di comportamento della professione.

Il sistema previsto nella direttiva è rinvenibile, a livello nazionale, nell'attività di vigilanza che la Consob svolge sui revisori da lungo tempo (oltre 20 anni) e che è stata recentemente rafforzata nella legge sul risparmio. Ulteriori riflessioni appaiono invece opportune per l'eventuale rafforzamento del sistema di controllo pubblico su tutta la professione contabile, tenendo anche conto delle novità introdotte in materia dalla riforma del diritto societario entrata in vigore nel 2004.

Nell'ambito della proposta di direttiva tesa ad armonizzare i molteplici aspetti legati alla revisione dei conti, è stata prevista, tra l'altro, anche l'armonizzazione dei principi di revisione che dovranno essere utilizzati per esprimere i giudizi sui bilanci.

I principi adottati a livello europeo attraverso la procedura Lamfalussy dovranno garantire un elevato livello di credibilità e qualità dei bilanci, dovranno essere elaborati secondo una procedura adeguata ed essere generalmente accettati a livello internazionale. L'Unione Europea dovrà quindi valutare se i principi di revisione internazionali *International Standards on Auditing* (Isa) emanati dall'*International Federation of Accountants* (Ifac), che sembrano costituire il riferimento più adeguato, possiedono tutte le caratteristiche richieste e, a tal fine, la Commissione Europea ha già avviato le iniziative necessarie allo sviluppo del processo di armonizzazione. In tale contesto l'Ifac sta altresì procedendo alla rivisitazione degli attuali principi di revisione per innalzare il livello della qualità della revisione contabile, venendo incontro alle richieste sollevate da più parti a livello internazionale.

Il processo di armonizzazione non avverrà tuttavia in tempi brevi e, con ogni probabilità, non si potrà concludere prima del 2008, tenendo anche conto che la stessa direttiva sulla revisione legale

dei conti consente agli Stati membri di adottare le disposizioni necessarie alla sua attuazione entro 2 anni dalla sua entrata in vigore.

2.2 Il governo societario: il ruolo degli amministratori indipendenti e degli amministratori eletti dalle minoranze.

Il problema di assicurare un ruolo efficace degli organi di amministrazione e controllo degli emittenti quotati nei confronti dei rischi di comportamenti contrari all'interesse sociale da parte di chi dispone dei poteri di gestione della società ha ricevuto una crescente attenzione in seguito alle crisi dei primi anni 2000, dove il "fallimento" di tali sistemi è apparso essere una delle cause fondamentali della mancata prevenzione e della tempestiva rilevazione di abusi gravissimi.

In particolare, la composizione e il funzionamento degli organi societari sono stati individuati come elementi chiave su cui costruire sistemi di controllo più efficaci nell'interesse di tutti gli azionisti della società.

Una particolare enfasi è stata attribuita ai meccanismi di selezione e di nomina dei membri degli organi sociali e alle caratteristiche di indipendenza che dovrebbe possedere almeno una parte dei membri che non svolgono compiti esecutivi.

Per quanto riguarda i meccanismi di selezione e di nomina dei membri degli organi sociali, c'è una diffusa tendenza a valorizzare il ruolo degli azionisti di minoranza che hanno finora svolto un ruolo molto limitato sia nei sistemi ad azionariato diffuso, dove il *management* solitamente controlla tali meccanismi, sia nei sistemi a proprietà concentrata, dove il ruolo degli azionisti di controllo è massimizzato da sistemi di elezione "maggioritari".

Con riguardo al possesso del requisito di indipendenza, la quasi totalità dei codici di comportamento adottati dagli emittenti sui principali mercati, in molti casi recepiti nelle regole di ammissione a quotazione, e alcune legislazioni hanno introdotto previsioni volte a garantire il possesso di tale requisito da parte di almeno una parte dei soggetti che fanno parte degli organi sociali.

Queste tendenze hanno ricevuto anche un crescente riconoscimento da parte degli organismi sopranazionali.

L'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Ocse), nella revisione dei principi di *corporate governance* effettuata nel 2004, ha introdotto nuovi principi volti ad assicurare un'effettiva partecipazione degli azionisti alla selezione e alla nomina degli amministratori. Si raccomanda che agli azionisti sia consentito di votare sulle singole candidature o su diverse liste di amministratori e che un sufficiente numero di membri non esecutivi degli organi sociali sia in grado di esercitare un giudizio indipendente nella formulazione delle decisioni da parte dell'organo stesso.

La Iosco ha recentemente istituito una *task-force* sulla *corporate governance*, che, sulla base di un'indagine attualmente in corso su come il principio d'indipendenza di giudizio stabilito dall'Ocse sia concretamente attuato nei Paesi membri, caratterizzati da diversi assetti proprietari e di controllo e da diverse articolazioni delle funzioni e del ruolo degli organi sociali, ha l'obiettivo di verificare l'opportunità di inserire specifiche indicazioni sui requisiti di indipendenza nell'ambito dei propri principi.

L'Unione Europea ha emanato una raccomandazione⁴⁰ chiedendo agli Stati membri di adottare misure volte ad assicurare la presenza di un numero adeguato di membri indipendenti negli organi sociali degli emittenti quotati, lasciando ampia discrezionalità sulle modalità di recepimento di tale principio a livello nazionale. Gli Stati Membri entro il 30 giugno 2006 devono comunicare alla Commissione le misure adottate. Inoltre nel piano d'azione sul diritto societario e la *corporate governance*, è stata indicata come una delle questioni rilevanti per il rafforzamento dei poteri degli azionisti, quella di prevedere meccanismi di elezione dei membri degli organi sociali più aperti alla partecipazione degli azionisti di minoranza.

L'esigenza di garantire una più efficace dialettica tra azionisti di maggioranza e azionisti di controllo nella vita societaria e tra le funzioni di gestione e di controllo, all'interno degli organi di sociali, assume una rilevanza e caratteristiche peculiari in funzione delle specificità degli assetti proprietari e di controllo delle società quotate italiane.

L'elevata concentrazione proprietaria, che si riflette in una limitata contendibilità del controllo, la presenza di gruppi piramidali, che consentono di ridurre il capitale necessario per esercitare il controllo su gruppi anche di notevoli dimensioni, lo scarso sviluppo degli investitori istituzionali, soprattutto di quelli i cui orizzonti temporali siano orientati a investimenti di lungo periodo, come i fondi pensione, sono fattori che hanno storicamente limitato gli spazi della dialettica societaria.

Questo quadro mostra però segnali di una sensibile, ancorché non sempre univoca e omogenea, evoluzione. La concentrazione proprietaria, ancora molto elevata soprattutto in confronto ad altri paesi con caratteristiche storiche e di struttura del sistema finanziario simili a quelle italiane, si sta riducendo: negli ultimi dieci anni la quota della capitalizzazione di borsa rappresentata dal flottante, cioè da quote non possedute da azionisti rilevanti, è di molto aumentata, passando dal 38,9 per cento del 1996 al 56 per cento del 2005. Il ruolo dei gruppi piramidali, che a seguito dei processi di riallocazione del controllo sulle società privatizzate aveva avuto una nuova crescita, tende a ridursi: il numero medio di società quotate che compongono un gruppo quotato si è ridotto da circa 2, all'inizio degli anni '90, a 1,2 a fine 2005 e il numero massimo di società quotate comprese nello stesso gruppo è passato da 23 a 5. Pur in assenza di uno sviluppo significativo degli investitori istituzionali italiani, è notevolmente cresciuta la presenza di investitori internazionali,

⁴⁰ Raccomandazione 2005/162/CE.

che hanno mostrato, soprattutto in alcune occasioni, una più spiccata propensione all'attivismo nella vita societaria.

Parallelamente a tale evoluzione, che vede il parziale attenuarsi di alcuni elementi di anomalia del sistema italiano, emergono fattori nuovi, quali l'estendersi dei fenomeni coalizionali negli assetti di controllo e una maggiore integrazione proprietaria tra banche e imprese non finanziarie, che rappresentano ulteriori elementi potenzialmente critici all'interno del governo societario.

Il codice di autodisciplina delle società quotate

Da parte degli attori del mercato giungono segnali di una maggiore attenzione per i sistemi di governo societario, in modo coerente con le esigenze di rafforzamento delle funzioni di controllo e di valorizzazione del ruolo degli azionisti di minoranza.

La recente revisione del codice di autodisciplina delle società quotate, effettuata dal Comitato per la *corporate governance* costituito presso Borsa Italiana Spa, adegua i principi alle linee evolutive dell'ordinamento nazionale, comunitario e internazionale, e in particolare alle raccomandazioni della Commissione Europea sugli amministratori indipendenti⁴¹ e sulla remunerazione degli amministratori⁴².

Vengono rafforzate le responsabilità del consiglio di amministrazione, sia riguardo all'esercizio delle proprie competenze, prevedendo l'approvazione preventiva delle operazioni più significative e con parti correlate delle società e del gruppo, sia riguardo al proprio funzionamento, prevedendo l'obbligo di effettuare una valutazione annuale del funzionamento proprio e dei comitati interni, di determinare limiti al cumulo degli incarichi degli amministratori, di rendere trasparente nella relazione sul governo societario l'effettivo funzionamento e il tasso di partecipazione dei singoli consiglieri alle riunioni del consiglio e di tutti i comitati istituiti.

Maggiore importanza è attribuita agli amministratori indipendenti, che devono essere in un numero adeguato rispetto alle dimensioni del consiglio, all'attività svolta dall'emittente e all'esigenza di assicurare l'autonomia della gestione nel caso di appartenenza a gruppi societari. I requisiti di indipendenza, ampliati per avvicinarli a quelli della migliore pratica internazionale, devono essere valutati in modo "sostanziale" all'atto della nomina e successivamente almeno una volta all'anno. Sulla corretta applicazione dei criteri e delle procedure di accertamento dell'indipendenza adottati dal consiglio di amministrazione deve vigilare il collegio sindacale. Si prevede inoltre che debba essere indicato un *lead independent director*⁴³ nelle situazioni in cui si ha

⁴¹ Raccomandazione 2005/162/CE.

⁴² Raccomandazione 2004/913/CE.

⁴³ Tale figura rappresenta un punto di riferimento e coordinamento delle istanze e dei contributi degli amministratori non esecutivi e, in particolare, di quelli indipendenti, e ha la responsabilità di vigilare sulla completezza e tempestività dell'informazione fornita al consiglio e il potere di convocare apposite riunioni di soli amministratori indipendenti per

coincidenza tra la figura del presidente e dell'effettivo titolare della gestione, situazione che il Codice ritiene opportuno evitare, o in cui il presidente delegato sia la persona che controlla la società.

Vengono rafforzati i principi sulla remunerazione degli amministratori, prevedendo che il Comitato per la remunerazione sia composto esclusivamente di membri non esecutivi, con la maggioranza di indipendenti, in linea con la Raccomandazione UE e che la remunerazione dei membri non esecutivi non sia costituita in proporzioni significative da eventuali parti variabili.

Le società quotate hanno mostrato in questi ultimi anni una crescente propensione ad adeguarsi ai principi del Codice, come dimostrato dall'analisi condotta periodicamente dall'Associazione delle società per azioni. L'indagine mostra un progressivo incremento di quantità e qualità delle informazioni fornite dalle società, soprattutto tra le società di maggiori dimensioni. Permane peraltro una notevole variabilità nel grado di adesione ai principi raccomandati dal Codice e soprattutto nel livello di trasparenza sulle modalità di applicazione delle singole disposizioni in esso contenute.

Disomogeneità si riscontrano in particolare nella identificazione degli amministratori indipendenti. A fronte di un numero medio complessivamente elevato, pari al 42 per cento del totale degli amministratori, i criteri adottati sembrano infatti presentare elementi di diversità a livello di segmenti di mercato e di settori di attività, solo in parte riconducibili alla differente ampiezza del consiglio e a una diversa struttura di deleghe, che segnalano un'applicazione meno rigorosa dei criteri di indipendenza, rilevabile soprattutto nelle società dei settori bancario e assicurativo.

Lacune nella trasparenza si evidenziano in merito alle motivazioni dell'adozione di soluzioni organizzative diverse da quelle raccomandate dal Codice, in particolare riguardo:

- alla mancata previsione di una riserva esplicita di competenza decisionale a favore del consiglio in materia di operazioni significative o con parti correlate;
- alla mancata istituzione dei Comitati o alla loro composizione difforme dalle raccomandazioni del Codice;
- all'articolazione delle competenze e delle deleghe tra organi delegati e consiglio di amministrazione e/o alle linee-guida e ai criteri di significatività per individuare le operazioni riservate al consiglio stesso;
- alle procedure per la selezione delle candidature agli organi sociali.

L'esigenza di assicurare una più efficace sorveglianza sulle modalità di adeguamento ai principi stabiliti dal Codice di autodisciplina ha indotto il legislatore italiano a introdurre un

la discussione dei temi giudicati di interesse rispetto al funzionamento del consiglio di amministrazione o all'attività di gestione.

controllo di natura pubblica che integra l'autoregolamentazione degli emittenti, fermo restando il principio della libertà delle società quotate di aderire, anche parzialmente, al Codice.

Fino all'approvazione della legge n. 262/2005 l'unico strumento previsto per verificare l'applicazione del Codice era infatti basato sul principio di trasparenza, che richiedeva la dichiarazione di adesione al Codice ovvero l'esplicitazione delle motivazioni del mancato adeguamento. Nulla era previsto in merito alla verifica dell'effettiva rispondenza dei concreti comportamenti rispetto a quanto dichiarato ⁴⁴.

Le innovazioni legislative della riforma del risparmio, da un lato, istituiscono un ulteriore presidio endosocietario, attribuendo all'organo di controllo (il collegio sindacale o gli analoghi organi negli altri modelli societari) la funzione di vigilare sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di autodisciplina; dall'altro, danno alla Consob il compito di stabilire le modalità con le quali gli emittenti diffondono annualmente informazioni sull'adesione a tali codici e di vigilare sulla veridicità delle informazioni riguardanti l'adempimento degli impegni assunti in adesione al Codice.

La nuova disciplina prevede anche, salvo che le violazioni integrino reati sanzionati penalmente, una sanzione pecuniaria amministrativa da dieci a trecentomila euro per false comunicazioni relative all'applicazione delle regole previste nei Codici di comportamento (art. 192-*bis* del Tuf).

La concreta applicazione di tali nuovi poteri della Consob richiede un'attenta valutazione nella scelta degli strumenti e delle modalità del loro esercizio.

È necessario che si assicuri la tutela degli investitori attraverso la qualità delle informazioni fornite dalle società e, al tempo stesso, che sia stimolata la più ampia partecipazione degli operatori all'adozione e all'evoluzione di principi di buon governo societario.

Occorre in particolare evitare che si determini una tendenza all'adozione di pratiche minimaliste di adesione ai principi del Codice da parte delle singole società, volte a ridurre i rischi e i costi dei controlli. Inoltre è necessario che sia incoraggiata la spinta a far evolvere il Codice stesso, per mantenerlo adeguato ai cambiamenti del mercato e alle possibili nuove criticità che potrebbero emergere e per migliorarne la funzione di guida nella ricerca di una maggiore competitività dei sistemi di *governance* delle società italiane.

Importante appare perciò privilegiare una maggiore trasparenza sulle modalità con le quali le società adottano i principi del Codice, incrementando le informazioni fornite al mercato sulle scelte e sui criteri adottati, sotto il profilo organizzativo e comportamentale.

⁴⁴ In particolare, le Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana prevedono la predisposizione da parte del consiglio di amministrazione di una relazione annuale sulla *corporate governance* con informazioni sull'adesione al Codice e con l'indicazione delle motivazioni della mancata o parziale adesione allo stesso.

Nel prescrivere gli obblighi informativi in merito all'adeguamento al Codice, la Consob potrà anche avere come utile punto di riferimento la Guida alla compilazione della relazione sulla *corporate governance*, pubblicata dall'Associazione delle società per azioni e da Emittenti Titoli Spa nel febbraio 2004 che ha già contribuito al miglioramento dell'informativa. Sarà richiesta, oltre all'informativa annuale, una informativa continua e specifica di aggiornamento in caso di rilevanti variazioni rispetto a quanto dichiarato.

Una maggiore assunzione di responsabilità è poi richiesta agli organi di controllo interno delle società quotate.

La complessità della nuova attività di vigilanza sulla veridicità delle informazioni fornite in materia di adeguamento ai Codici di autodisciplina, ha indotto il legislatore a considerare come punto di riferimento della Consob gli organi di controllo interno. A essi ora compete una diretta responsabilità di vigilanza sull'effettivo adeguamento alle disposizioni del Codice e sono attribuiti tutti i poteri e gli strumenti necessari per effettuare le valutazioni sostanziali che la disciplina richiede. Al riguardo, con la riforma del risparmio è ora prevista una specifica sanzione amministrativa pecuniaria⁴⁵ che potrà essere irrogata dalla Consob in caso di irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza spettanti agli organi di controllo interno tra cui il dovere di vigilare sull'adeguamento ai Codici di autodisciplina (art. 193, comma 3, lett. a).

La Consob, a seguito del recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, dispone oggi di più penetranti e invasivi poteri di vigilanza (art. 187-*octies* del Tuf). Tali poteri potranno essere utilizzati anche nella vigilanza sulla veridicità delle informazioni fornite o in caso di indizi di mancata rispondenza tra le dichiarazioni degli emittenti e l'effettivo adeguamento ai Codici (ad esempio, segnalazioni degli organi di controllo interno, esposti, ecc.), ovvero nell'ambito di controlli periodici, a campione, che potranno essere effettuati sulla base di criteri oggettivi predeterminati.

Particolarmente rilevante e delicata è la identificazione degli amministratori indipendenti, cui viene attribuita una funzione chiave nella dialettica tra le funzioni di gestione e controllo. Finora l'attenzione è stata prevalentemente incentrata sulla loro rilevanza quantitativa, su cui peraltro non sono stati definiti parametri di riferimento né verificati gli effetti che un maggior numero di amministratori indipendenti determina sul miglioramento del governo societario e sulla performance delle società. Si pone invece l'esigenza di adottare un approccio orientato a valorizzare la qualità dell'indipendenza, sia sotto il profilo dell'effettiva, e non solo formale, rispondenza ai requisiti, sia sotto il profilo delle caratteristiche "positive" che gli amministratori indipendenti dovrebbero possedere, in termini di professionalità e di impegno.

La definizione di indipendenza, finora prevalentemente basata su requisiti negativi, cioè sull'individuazione di situazioni sintomatiche dell'assenza di indipendenza, si sta progressivamente

⁴⁵ Una sanzione pecuniaria da 25.000 a 2 milioni e mezzo di euro.

affinando, ma resta per sua natura di difficile standardizzazione e presenta notevoli problemi di verifica, dipendendo da un insieme complesso di situazioni e circostanze legate alle specifiche realtà.

Una maggiore trasparenza sui criteri adottati nella valutazione del possesso dei requisiti di indipendenza e dei profili professionali degli amministratori ritenuti indipendenti potrebbe fornire al mercato un utile strumento per valutare la diversa qualità delle scelte delle società, stimolando il progressivo miglioramento degli standard comportamentali.

Contribuiscono a realizzare questo obiettivo le disposizioni dei regolamenti Consob che prevedono dettagliati obblighi di trasparenza, su base individuale, della remunerazione e delle partecipazioni dei membri degli organi sociali. Tali disposizioni potrebbero essere utilmente integrate da informazioni sulle caratteristiche di competenza e professionalità dei singoli amministratori e sugli incarichi svolti nel periodo rilevante per valutarne l'indipendenza.

La presenza delle minoranze azionarie negli organi di amministrazione e controllo

Accanto agli amministratori indipendenti, la cui figura nasce soprattutto nei sistemi di *public company* come modo di rafforzare il controllo all'interno degli organi societari solitamente dominati dai manager, nel sistema italiano di governo societario un ruolo rilevante nella dialettica tra le funzioni di gestione e controllo può essere svolto dai membri degli organi sociali eletti dalle minoranze azionarie.

La previsione di meccanismi di elezione dei membri degli organi sociali di tipo "proporzionale", basati sulla presentazione di più liste tra le quali ripartire i membri eletti, consente una più estesa rappresentanza delle diverse categorie di azionisti, favorendo una composizione degli organi sociali che rifletta più adeguatamente l'articolazione della compagine azionaria. Ciò consente di valorizzare una caratteristica della struttura proprietaria delle società quotate italiane dove è diffusa la presenza di azionisti di minoranza che detengono partecipazioni rilevanti e che sono quindi in grado di partecipare attivamente all'elezione dei membri degli organi sociali⁴⁶.

La procedura del voto di lista, che la legge sulle privatizzazioni aveva introdotto per le società appartenenti a determinati settori, è stata volontariamente adottata negli ultimi anni da parte di numerose società: a metà 2005 circa il 20 per cento delle società quotate aveva il voto di lista, oltre la metà delle quali su base volontaria, anche se un'effettiva presenza di amministratori eletti dalle minoranze era riscontrabile in circa la metà di esse. Tra le società del Mib30 la percentuale di società con il voto di lista è del 50 per cento e l'effettiva presenza di amministratori di minoranza riguardava il 36 per cento delle società.

⁴⁶ Nelle società italiane quotate, in cui è presente un singolo azionista di controllo, alla fine del 2005 vi erano in media altri 3 azionisti con quote superiori al 2 per cento.

La riforma del risparmio è intervenuta in maniera significativa anche sui meccanismi di elezione e sulla composizione degli organi sociali, rendendo obbligatoria per tutte le società quotate l'adozione del voto di lista, per il quale ha fissato nel 2,5 per cento la soglia massima che gli statuti possono introdurre come requisito di possesso per presentare le liste, e prevedendo l'obbligo che almeno uno degli amministratori dei consigli composti da più di 7 membri e che tutti i membri degli organi di controllo debbano soddisfare i requisiti di indipendenza. Inoltre, ha previsto che il presidente dell'organo di controllo, per l'elezione dei cui membri era già prevista l'adozione del voto di lista, sia scelto tra quelli eletti dai soci di minoranza e ha richiesto alla Consob di stabilire con regolamento modalità che assicurino l'effettiva elezione di un membro effettivo degli organi di controllo da parte dei soci di minoranza.

Si tratta di misure importanti che possono portare benefici significativi alla democrazia societaria delle società quotate italiane. Esse vanno nella direzione delle *best practice* internazionali e appaiono coerenti con le esigenze di evoluzione dei sistemi di governo societario che si stanno affermando nei principali sistemi.

La loro effettiva attuazione richiederà però una attenta valutazione della varietà delle caratteristiche strutturali degli assetti proprietari e di controllo e dei modelli organizzativi delle società quotate, al fine di garantire il raggiungimento degli obiettivi sostanziali che tali previsioni si pongono, evitando da un lato fenomeni elusivi o di adesione meramente formale, dall'altro effetti distorsivi che possano influire negativamente sull'efficiente gestione delle società. Un'area particolarmente critica in tal senso è quella dell'adozione del voto di lista, dove occorre assicurare l'effettiva indipendenza delle diverse liste, evitando che esse siano riconducibili a medesimi gruppi di interesse, ma al contempo assicurare che le liste di minoranza siano espressione di interessi reali per la società quotata, prevenendo comportamenti finalizzati al perseguimento di interessi diversi da quelli societari.

2.3 Il recepimento della direttiva sulle Opa e gli effetti sulla contendibilità del controllo

Il 21 aprile 2004 il Parlamento Europeo e il Consiglio hanno adottato la direttiva 2004/25/CE, concernente le Offerte pubbliche di acquisto (Opa). La direttiva è entrata in vigore il 20 maggio 2004 e deve essere recepita dagli Stati membri entro il 20 maggio 2006.

L'obiettivo della direttiva è la realizzazione di una maggiore certezza giuridica in materia di Opa, soprattutto nel caso di acquisizioni e di assunzioni del controllo aventi dimensione transfrontaliera, al fine di tutelare in maniera adeguata gli interessi degli azionisti – in particolar modo di quelli di minoranza – e dei dipendenti delle società coinvolte nelle operazioni di acquisizione nonché di qualsiasi altra parte interessata.