

Attività di vigilanza internet

	N. spazi web esaminati per:				Azioni di enforcement	Segnalazioni ad altre Autorità						
	Web Spidering	Rassegna Stampa	Segnalazioni Uffici operativi Consob	Totale	Provvedimenti cautelari/interdittivi ¹	Autorità Giudiziaria	Guardia di Finanza	Banca d'Italia	Uic	Isvap	Autorità estere	Totale
2000	105	1	1	107	9	5	1	2	1	--	4	13
2001	32	--	3	35	4	6	2	3	3	--	4	18
2002	21	2	26	49	4	20	2	0	10	--	2	34
2003	27	1	42	70	12	6	3	1	2	2	2	16
2004	297	2	18	317	97	42	30	35	30	1	11	149
2005	406	3	23	432	498	264	164	169	163	1	26	787

¹ Per gli anni 2004 e 2005 il dato ricomprende i provvedimenti di oscuramento degli spazi web adottati ai sensi del d.lgs. 70/2003.

Le azioni di *enforcement* sono consistite in provvedimenti cautelari/interdittivi che hanno riguardato casi di sollecitazione all'investimento e irregolarità nel funzionamento di scambi organizzati, cui sono conseguiti interventi di oscuramento degli spazi web coinvolti (interventi realizzati, per gli spazi web mantenuti sulla rete *internet* da *service provider* comunitari, ai sensi del d.lgs. 9 aprile 2003 n. 70 e, per quelli mantenuti da *service provider* extra-comunitari, per il tramite delle clausole privatistiche che regolano i contratti di prestazione di servizi web previste dagli schemi ICANN).

Per ciò che riguarda le sollecitazioni abusive, lo schema ricorrente continua a essere, come negli anni precedenti, quello tipico della cosiddetta "catena di Sant'Antonio". Nel 2005 è, peraltro, emersa quale nuova fenomenologia di sollecitazione via internet quella connessa alla costituzione di banche di credito cooperativo mediante comitati promotori.

Gli interventi di oscuramento di spazi web coinvolti in casi di sollecitazione abusiva e di irregolarità nel funzionamento di scambi organizzati hanno riguardato, come già negli anni precedenti, siti web e, per la prima volta nel 2005, messaggistiche inoltrate da caselle di posta elettronica ovvero presenti sui forum di discussione.

Con riferimento agli interventi di oscuramento dei siti web è stata di particolare utilità la collaborazione con il soggetto responsabile dell'assegnazione dei nomi a dominio ".it" (Il Registro del ccTLD ".it") e con i principali service provider.

Per gli interventi di oscuramento riguardanti le messaggistiche, oltre ad acquisire i contenuti delle stesse per il tramite della sopracitata collaborazione al fine di ricostruire compiutamente il caso oggetto di verifica, sono state attivate complesse procedure di reverse lookup che hanno consentito di risalire ai titolari delle caselle di posta elettronica e delle utenze registrate sui forum di discussione, tramite le quali le messaggistiche stesse erano state inviate sulla rete internet. Le procedure di reverse lookup hanno, peraltro,

consentito di corrispondere a richieste di cooperazione da parte di Autorità di vigilanza estere, nell'ambito dei protocolli di intesa stipulati con la Consob.

Le segnalazioni all'Autorità Giudiziaria hanno avuto ad oggetto prevalentemente ipotesi di abusiva prestazione dei servizi di investimento.

In particolare, per l'abusiva prestazione di servizi di investimento, lo schema maggiormente diffuso in rete consiste, come avvenuto negli anni passati, nella presentazione di un'apparente attività di consulenza che, in realtà, sottende la prestazione abusiva del servizio di gestione e/o di collocamento di strumenti finanziari.

Nello svolgimento della vigilanza *internet* sono state, peraltro, riscontrate ipotesi di condotta illecita non rientranti nelle competenze Consob, che sono state segnalate alle competenti Autorità.

In ambito internazionale, oltre alla presentazione ad altre Autorità di vigilanza della menzionata procedura di vigilanza *web*, si segnala l'intervenuto completamento del progetto triennale di ricerca europeo avente ad oggetto i metodi di *detection* su *internet* denominato FFPOIROT (*Financial Fraud Prevention Oriented Information Resources using Ontology Technology*), progetto che ha consentito di affinare ulteriormente il modello di *web spidering* utilizzato dalla Consob.

V – L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

1. La disciplina dell'appello al pubblico risparmio

Nel corso del 2005 lo sviluppo più significativo in materia di disciplina della sollecitazione al pubblico risparmio ha riguardato le modifiche al Regolamento Emittenti introdotte in conseguenza del recepimento della direttiva europea sui prospetti (Riquadro 11).

Riquadro 11

La riforma del Regolamento Emittenti alla luce della direttiva sui prospetti

Nel novembre 2005 la Commissione ha approvato, a conclusione di apposito processo di consultazione, talune modifiche al Regolamento Emittenti dirette a rendere la disciplina in materia di prospetto coerente con la disciplina europea di livello 1, nonché con le relative misure di esecuzione riportate nel Regolamento 809/2004/CE.

Le modifiche regolamentari realizzate attengono soltanto ad aspetti della disciplina sul prospetto non in contrasto formale con le disposizioni del Tuf e compatibili con le competenze regolamentari della Consob, poiché la direttiva non è stata ancora recepita nell'ordinamento italiano.

Più specificamente, le modifiche al Regolamento Emittenti hanno recepito integralmente il citato Regolamento 809/2004/CE (direttamente applicabile in tutti gli Stati membri dell'Unione Europea dal 1° luglio 2005). Tale regolamento disciplina il contenuto, il modello e le modalità di pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi promozionali.

Il Regolamento Emittenti è stato, inoltre, modificato per assicurare effettività ai principi basilari introdotti dalla direttiva riguardo a taluni istituti di rilevante novità e importanza per i mercati finanziari dell'Unione Europea, tra i quali il passaporto unico europeo sul prospetto. La direttiva, infatti, persegue l'obiettivo di promuovere un unico mercato europeo dei capitali, rimuovendo i preesistenti vincoli allo svolgimento nell'ambito della UE di offerte/ammissioni alle negoziazioni transfrontaliere. Coerentemente con tali propositi è stata introdotta nel Regolamento Emittenti la nuova procedura del "passaporto europeo", che consente l'utilizzo in tutti i Paesi dell'Unione del prospetto autorizzato dall'Autorità dello Stato membro d'origine, in sostituzione della più complessa procedura del "mutuo riconoscimento del prospetto". Le nuove norme regolamentari recepiscono integralmente, inoltre, i casi di esenzione dall'obbligo del prospetto disciplinati dalla direttiva, nonché i nuovi termini di approvazione del prospetto (nei limiti di quanto consentito dall'art. 94, comma 3, del Tuf).

È stata, inoltre, introdotta la possibilità di pubblicare le informazioni relative al prezzo e all'ammontare definitivo dei titoli offerti mediante avviso integrativo da diffondersi con le stesse modalità del prospetto. In particolare, dovranno essere indicati i criteri o le condizioni in base ai quali il prezzo e la quantità dei prodotti finanziari vengono determinati.

Il Regolamento Emittenti non è stato, peraltro, adeguato alla lett. b), paragrafo 1, dell'art. 8 della direttiva, che riconosce la possibilità di revoca da parte dell'investitore delle accettazioni dell'acquisto o della sottoscrizione, come alternativa all'inserimento nel prospetto delle menzionate indicazioni in materia di prezzo e quantità dei titoli offerti. Trattandosi di norme che incidono in modo innovativo sulla disciplina civilistica dei contratti, si è ritenuto opportuno attendere, su questo tema, il recepimento della direttiva da parte del legislatore nazionale.

Sono stati forniti chiarimenti su taluni dubbi interpretativi in merito alla portata applicativa di specifici aspetti della nuova disciplina.

Innanzitutto, relativamente a talune fattispecie di operazioni, quali le fusioni con rapporto di concambio e i *takeover*, la direttiva condiziona l'esenzione dal prospetto alla pubblicazione di un documento "contenente informazioni considerate dall'Autorità competente equivalenti a quelle del prospetto, tenendo conto dei requisiti della normativa comunitaria". Si è ritenuto, pertanto, necessario precisare che i documenti previsti dal Regolamento Emittenti relativamente alle offerte pubbliche di acquisto e scambio (documento di offerta) e alle fusioni significative (documento di fusione di cui all'art. 70) potrebbero essere considerati equivalenti al prospetto.

Ulteriori precisazioni sono state formulate riguardo all'applicazione dei nuovi principi contabili Ias/Ifrs. In particolare, nel caso di presentazione nel prospetto delle informazioni finanziarie storiche riesposte conformemente al Regolamento 1606/2002/CE, è stato precisato che i principi contabili internazionali di riferimento sono quelli in vigore alla data di redazione del prospetto, in quanto la finalità della riesposizione dei dati storici è quella di fornire all'investitore informazioni finanziarie quanto più possibile comparabili con quelle che saranno pubblicate successivamente. Coerentemente con la raccomandazione Cesr/05-054b del febbraio 2005 (parr. da 75 a 82), nel caso di emittenti obbligazioni è stato precisato che il bilancio dell'ultimo esercizio riesposto secondo gli Ias/Ifrs, a causa dell'assenza di dati comparativi, costituisce un'informazione finanziaria storica fornita esclusivamente ai fini del prospetto, che esula dal campo di applicazione dell'Ifrs 1. Infine, in ottemperanza all'art. 35 del Regolamento 809/2004/CE, relativamente al caso di offerte finalizzate all'ammissione di strumenti finanziari in mercati regolamentati, si è chiarito che le informazioni finanziarie semestrali devono conformarsi ai requisiti del principio contabile internazionale Ias 34, in linea con la prassi applicativa del Regolamento 809/2004/CE già maturata.

Altri interventi di rilievo hanno riguardato il completamento del processo di adeguamento del Regolamento Emittenti alla riforma del diritto societario.

In particolare, sono stati introdotti specifici obblighi informativi conseguenti alla nuova disciplina del codice civile in materia di patti parasociali di emittenti azioni diffuse e di costituzione di patrimoni. Inoltre, le disposizioni regolamentari in materia di Opa sono state adeguate alla nuova definizione di partecipazione rilevante che fa riferimento non più alle sole azioni ordinarie ma a tutte le categorie di azioni che attribuiscono il diritto di voto nelle assemblee riguardanti la nomina, la revoca o la responsabilità di amministratori o consiglieri di sorveglianza. Infine, è stato modificato l'art. 50, comma 6, del Regolamento Emittenti che ha introdotto l'obbligo di trasmettere alla Consob un'apposita attestazione del revisore dell'emittente nel caso in cui il prezzo dell'Opa residuale sia determinato con la procedura semplificata che

prevede l'applicazione del medesimo prezzo della prima offerta. Contestualmente è stata adottata una comunicazione di carattere generale in cui si illustrano finalità e contenuti della predetta attestazione.

Per quanto concerne gli sviluppi internazionali, nel febbraio 2005 il Cesr ha emanato raccomandazioni volte ad armonizzare l'interpretazione della disciplina comunitaria sui contenuti informativi dei prospetti (Direttiva 2003/71/CE e Regolamento 809/2004/CE), nonché a fornire specifiche indicazioni sulle informazioni da includersi nei prospetti relativi a emittenti operanti in particolari settori di attività.

Tra le varie materie su cui vertono le citate raccomandazioni, di particolare rilievo sono i principi per la redazione dei capitoli del prospetto relativi a: "le informazioni finanziarie selezionate"; "il resoconto della situazione gestionale e finanziaria"; "le risorse finanziarie"; "le previsioni o stime di utili"; "i fondi propri e l'indebitamento". Altrettanto rilevanti sono le raccomandazioni relative: (i) alle modalità di presentazione delle informazioni finanziarie storiche dell'emittente in forma di bilancio riesposto in conformità ai principi contabili internazionali Ias/Ifrs; (ii) al contenuto delle informazioni finanziarie interinali; (iii) alle modalità con cui ottemperare all'obbligo per l'emittente di dichiarare se i flussi di cassa previsti per i successivi 12 mesi siano da considerare sufficienti all'adempimento di passività in scadenza.

2. La disciplina dell'informativa societaria continua

Nel 2005 le modifiche più importanti alla regolamentazione sull'informativa societaria continua sono state quelle introdotte in occasione del recepimento della disciplina comunitaria sul *market abuse* (si veda il successivo § 4.).

Tra gli aspetti innovativi della disciplina si segnala la possibilità dell'emittente, sotto la propria responsabilità, di ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali e sempre che gli stessi soggetti siano in grado di garantire la riservatezza. Il Regolamento Emittenti contiene, all'art. 66-bis, le nuove disposizioni di attuazione del ritardo delle comunicazioni previste dal nuovo art. 114 del Tuf. È prevista una descrizione delle circostanze in cui è applicabile la deroga alla pubblicazione immediata delle informazioni privilegiate e si è stabilito che l'emittente informi comunque senza indugio la Consob del ritardo e delle circostanze che lo motivano. Il comma 4 dello stesso articolo 66-bis prevede anche che la Consob, ricevuta notizia del ritardo e previa valutazione delle circostanze rappresentate, possa comunque richiedere ai soggetti interessati di procedere senza indugio alla diffusione al pubblico delle informazioni.

Altra novità riguarda gli obblighi di comunicazione relativi all'"internal dealing". La trasparenza delle operazioni effettuate dai soggetti che con maggiore probabilità dispongono di informazioni privilegiate, tipicamente i manager e i principali azionisti della società, è stata considerata dal legislatore comunitario utile ai fini sia dell'efficienza informativa del mercato sia della prevenzione degli abusi di mercato. Verifiche empiriche mostrano infatti che le operazioni effettuate da tali soggetti comportano rendimenti sistematicamente superiori alla media; la loro pubblicazione consentirebbe quindi al mercato di disporre dell'informazione connessa con il valore segnaletico di tali operazioni. Nel Regolamento Emittenti sono state stabilite le tipologie di operazioni rilevanti, le modalità e i termini delle comunicazioni, le

modalità e i termini di diffusione al pubblico delle informazioni, nonché i casi in cui detti obblighi si applicano anche con riferimento alle società in rapporto di controllo con l'emittente.

Ulteriori obblighi di disclosure sono stati previsti per i soggetti che detengano partecipazioni almeno pari al 10 per cento del capitale sociale di una società quotata, con riferimento alle operazioni che essi effettuano sui titoli emessi da tale società. La disposizione è mutuata dalla disciplina statunitense e arricchisce l'insieme delle informazioni pubblicamente disponibili. Essa potrebbe avere risvolti protezionistici sul mercato del controllo societario, rendendo di fatto più complessa la scalata tramite operazioni effettuate sul mercato.

In materia di ricerche, sono previsti due diversi ambiti di disciplina sui quali l'Istituto ha ampi poteri di regolamentazione. Il primo impone la correttezza e la trasparenza dei conflitti di interessi nella produzione e diffusione delle ricerche. Il secondo, non previsto dalla direttiva, riguarda l'obbligo di pubblicazione delle ricerche elaborate da soggetti abilitati e dagli emittenti. Per il primo argomento, la nuova disciplina contenuta nel Regolamento Emittenti riprende le disposizioni previste dalla direttiva di livello 2 che disciplinano la corretta presentazione e la trasparenza dei conflitti di interessi nella produzione e nella diffusione di raccomandazioni di investimento. Le disposizioni si sviluppano in modo articolato in funzione dell'argomento oggetto di disciplina (corretta presentazione delle raccomandazioni oppure trasparenza dei conflitti di interessi), della caratteristica del contenuto (raccomandazione esplicita o implicita), dell'attività svolta (di produzione oppure di diffusione di raccomandazioni) e della categoria di soggetti interessati (tutti oppure solo gli intermediari che ricoprono il ruolo di "specialisti"). Per i giornalisti è prevista la possibilità di un'autoregolamentazione a condizione che la relativa applicazione consenta di conseguire gli stessi effetti delle disposizioni di attuazione del Tuf. Per il secondo argomento (pubblicità delle ricerche), sono stati snelliti gli obblighi di comunicazione al pubblico da parte dei soggetti abilitati. Per tali soggetti è stato previsto l'obbligo di osservare modalità di pubblicazione che garantiscano il più possibile una tempestiva e omogenea distribuzione delle ricerche tra i destinatari. L'obbligo di pubblicazione sul sito della società di gestione del mercato della stessa ricerca è ora, invece, previsto soltanto per taluni soggetti che, svolgendo specifiche attività in relazione agli emittenti oggetto della ricerca (sponsor, specialist e lead manager nell'ambito di un collocamento), devono essere sottoposti a un maggiore grado di trasparenza.

Altri aspetti innovativi hanno riguardato gli obblighi di aggiornamento delle informazioni pubblicate, la possibilità di utilizzo di internet da parte degli emittenti per garantire una maggiore diffusione delle informazioni, il divieto di utilizzare la comunicazione dovuta ai sensi del Tuf a scopi pubblicitari, nonché misure volte a garantire la riservatezza delle informazioni in caso di ritardo della loro diffusione.

Nel 2005 sono state apportate talune modifiche alla disciplina degli emittenti titoli diffusi. Tali modifiche hanno introdotto requisiti, qualitativi e quantitativi, più selettivi che hanno portato ad una sensibile riduzione del numero dei titoli diffusi.

Altre modifiche della disciplina sono consistite nell'eliminazione del vincolo della periodicità semestrale nell'aggiornamento dell'elenco degli emittenti titoli diffusi da parte della Consob e nell'eliminazione della possibilità che tali emittenti vengano dispensati dagli obblighi informativi al di fuori dei casi specificamente previsti dalla disciplina regolamentare.

3. La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione

In materia di informativa contabile, le novità di rilievo del 2005 sono connesse all'entrata in vigore degli Ias/Ifrs. Sono, infatti, state apportate modifiche al Regolamento Emittenti necessarie per recepire alcune disposizioni derivanti dall'introduzione dei principi contabili internazionali relativamente alle relazioni trimestrali e semestrali e alla nozione di parte correlata.

Le disposizioni relative alla rendicontazione infrannuale (relazioni trimestrali e semestrali) richiamano espressamente le nuove regole contabili Ias/Ifrs. È stato, peraltro, introdotto un regime transitorio volto a consentire un passaggio graduale agli Ias/Ifrs, nonché l'obbligo, per gli emittenti che in sede di stesura delle situazioni contabili infrannuali applichino per la prima volta i principi contabili Ias/Ifrs, di presentare i prospetti di riconciliazione previsti dall'Ifrs 1. Ulteriori modifiche sono state apportate per introdurre il richiamo alla definizione di parte correlata contenuta nel principio internazionale Ias 24 concernente l'“Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate”.

Nel mese di aprile la Commissione ha adottato una comunicazione di carattere generale riguardante le informazioni di natura contabile che gli emittenti non quotati avrebbero dovuto inserire nei prospetti di sollecitazione e/o quotazione pubblicati a partire dal 1° giugno 2005, in attesa dell'entrata in vigore delle norme sull'applicazione dei principi contabili internazionali previsti dal Regolamento comunitario 1606/2002/CE e dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni comunitarie in materia di prospetto (Regolamento comunitario 809/2004/CE, in vigore dal 1° luglio 2005).

Sempre in relazione all'entrata in vigore degli Ias/Ifrs, la Commissione ha fornito risposta a una richiesta formulata da alcune associazioni di categoria diretta a ottenere: la proroga del termine per la presentazione della terza trimestrale 2005; l'esonero dalla predisposizione della relazione trimestrale al 31 dicembre 2005 nonché, per i soggetti tenuti a redigerla in base ai regolamenti di Borsa Italiana Spa e per quelli che la redigono su base volontaria, la proroga del termine di presentazione; l'omissione della presentazione dei dati comparativi nella relazione trimestrale al 30 settembre 2005.

Per quanto attiene alla richiesta di proroga del termine per la presentazione della terza trimestrale, è stato sottolineato che, in sede di risposta alla consultazione sulle modifiche regolamentari, la Commissione aveva individuato nel 30 settembre la data ultima per l'adeguamento ai nuovi principi contabili, concedendo già una proroga rispetto alle raccomandazioni formulate dal Cesr (secondo le quali la transizione agli Ias/Ifrs sarebbe dovuta avvenire sin dalla prima rendicontazione infrannuale 2005). Questa disposizione si basava su una stima dei tempi di “adattamento agli Ias” raccolta in sede di pre-consultazione e costituiva un compromesso tra l'esigenza di una pronta transizione (affermata in sede internazionale) e le difficoltà operative del passaggio alle nuove norme.

La Commissione ha, inoltre, evidenziato che alle relazioni trimestrali non si applica l'obbligo di utilizzare il principio contabile internazionale Ias 34 “Bilanci intermedi”. Le relazioni trimestrali sono configurate, infatti, come una rendicontazione extra-contabile estremamente snella, volta a fornire indicazioni di fondo basate su dati economico-finanziari di facile determinazione e indicativi dell'andamento generale dell'impresa. L'emittente, tenuto conto della propria capacità di produzione dei dati, può decidere di attestarsi su un livello informativo più sofisticato, purché compatibile con la tempistica dettata

dall'art. 82 del Regolamento Emittenti. La Commissione ha sottolineato, infatti, che deve essere privilegiata la tempestività dell'informazione rispetto alla sua completezza e organicità. Queste disposizioni sono del tutto coerenti con quanto emerso in sede di elaborazione della direttiva Trasparenza, che stabilisce l'obbligo di applicazione dello Ias 34, mentre lascia ai singoli Stati membri la facoltà di determinare il contenuto delle trimestrali, fissando unicamente un livello minimo di informazione. Sulla base delle motivazioni appena illustrate non è stata accolta l'istanza di proroga del termine di pubblicazione della quarta trimestrale, nonché quella di esonero dalla sua redazione. La Commissione ha sottolineato, infatti, che la quarta trimestrale è un documento che, secondo l'art. 82 del Regolamento Emittenti, deve essere pubblicato nel mese di febbraio del 2006, ossia a oltre un anno dall'introduzione dei nuovi principi contabili.

In ordine alla richiesta di omettere nella relazione trimestrale al 30 settembre 2005 la presentazione dei dati comparativi indicati nell'Allegato 3 D del Regolamento Emittenti, la Commissione ha rilevato che nel sistema delle regole Ias/Ifrs è già prevista la possibilità di non fornire tali dati di confronto se la relativa produzione è ritenuta "non fattibile" (in conformità allo Ias 1 - "Presentazione del bilancio"). Qualora l'impresa sia esentata dall'applicare una specifica disposizione di un principio, è tenuta, comunque, a fornire adeguata informativa atta a dimostrare la sua reale impossibilità ad applicare la disposizione. La Commissione ha anche sottolineato che resta fermo il principio stabilito dallo Ias 34 secondo il quale la redazione di conti infrannuali richiede un utilizzo più esteso dei metodi di stima rispetto al bilancio annuale, e che le informazioni da diffondere al pubblico devono comunque essere sufficientemente attendibili e utili a una corretta informazione al mercato. Le eventuali incertezze estimative dovranno, inoltre, essere chiaramente illustrate nei relativi documenti contabili.

In materia di revisione contabile, si segnalano due interventi di carattere generale.

Con riferimento alla citata introduzione del regime transitorio per il passaggio agli Ias/Ifrs, la Commissione ha indicato, con apposita comunicazione, la natura delle attività di revisione da svolgere sulle relazioni trimestrali consolidate e sulla relazione semestrale consolidata 2005 degli emittenti quotati nella fase di transizione ai principi Ias/Ifrs. La Commissione ha, inoltre, stabilito che gli emittenti devono richiedere alla società di revisione di effettuare la revisione completa (full audit) dei saldi presenti nei prospetti di riconciliazione. Gli esiti di tale verifica, unitamente ai dati sottoposti a revisione, devono essere comunicati al mercato.

In prosieguo, la Commissione ha raccomandato alle società di revisione iscritte nell'Albo speciale l'adozione del documento "Principi sull'indipendenza del revisore", emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri e dei Periti Commerciali. La raccomandazione è stata anche rivolta alle società di revisione iscritte nel Registro dei Revisori Contabili, tenuta dal Ministero della Giustizia, limitatamente all'esercizio dell'attività di revisione contabile sui bilanci degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Il citato documento relativo ai "Principi sull'indipendenza del revisore" recepisce la Raccomandazione della Commissione Europea del 16 maggio 2002 su "L'indipendenza dei revisori legali dei conti nell'UE: un insieme di principi fondamentali", oltre a contenere principi e criteri applicativi che tengono conto del contesto normativo nazionale e delle specifiche situazioni di incompatibilità ivi disciplinate.

Per quanto concerne l'attività svolta in sede internazionale nel 2005, nell'ambito della collaborazione tra Cesr e Commissione Europea sono proseguite le iniziative tese al miglioramento e all'armonizzazione dell'informazione finanziaria in Europa.

In particolare, il Cesr, attraverso il gruppo permanente sull'informazione finanziaria (Cesrfin) e il suo sottocomitato sull'enforcement (Sce), ha sviluppato il progetto relativo alla implementazione dei meccanismi di coordinamento delle attività di vigilanza sull'informazione finanziaria. Il progetto include l'organizzazione e l'avvio di apposite sessioni, denominate Eecs (European Enforcers Coordination Sessions), allargate anche ad Autorità che non sono membri del Cesr, nelle quali vengono discusse le decisioni assunte dagli enforcers nazionali ed esaminati temi di carattere generale afferenti l'informazione finanziaria. Parallelamente, il Cesr ha previsto la creazione di un database elettronico che dovrà essere aggiornato dagli stessi enforcers nazionali dell'Unione Europea. Tale archivio, a cui si potrà accedere per scopi di consultazione, conterrà le decisioni assunte su specifici casi di vigilanza.

Il Subcommittee on International Standard Endorsement (Sise), altro sottogruppo facente capo al Cesrfin, ha continuato ad approfondire le tematiche afferenti la fase di transizione agli Ias/Ifrs. Il Cesr ha pubblicato una raccomandazione sulle modalità di rappresentazione delle performance da parte delle società quotate. Tale raccomandazione fissa principi che le società dovrebbero considerare nella preparazione e nella disclosure di tali informazioni.

Questioni relative all'informativa societaria sono state affrontate anche in ambito Iosco.

In particolare, nel mese di ottobre il Comitato permanente sugli Emittenti (Standing Committee 1) ha pubblicato per la consultazione un documento sui Principi di Informativa applicabili alle offerte transfrontaliere di obbligazioni. La fase di consultazione si è conclusa il 22 dicembre ed è in corso l'esame dei commenti ricevuti. I Principi di Informativa intendono fornire una guida per i Paesi aderenti alla Iosco che stanno rivedendo o implementando la regolamentazione in materia di offerte e quotazione di obbligazioni e si propongono di armonizzare l'informativa inclusa nei prospetti di quotazione.

4. La disciplina dei mercati

Come per la disciplina dell'informativa societaria, anche per ciò che riguarda la disciplina dei mercati lo sviluppo di maggiore rilievo è consistito nel recepimento della normativa europea sugli abusi di mercato.

Una delle novità più importanti riguarda l'introduzione di una nuova disciplina sanzionatoria (art. 184 del Tuf) che affianca al regime amministrativo, previsto dalla direttiva per tutte le fattispecie di abuso, un regime di natura penale per alcune fattispecie.

Per le sanzioni penali è prevista la reclusione da 1 a 12 anni per tutti i tipi di abuso e la multa da 20 mila euro a 3 milioni di euro per l'abuso di informazioni privilegiate e a 5 milioni di euro per la manipolazione di mercato. La multa è elevabile fino al triplo quando, per le circostanze del reato (rilevante offensività del fatto, qualità personali dell'agente, entità del prodotto o del profitto del reato), essa appare inadeguata anche se applicata al massimo. Inoltre, seguendo una disposizione già operativa

nell'ordinamento francese, viene stabilito che il giudice possa aumentare la sanzione fino a 10 volte il prodotto o il profitto del reato, al fine di scoraggiare nel soggetto agente valutazioni utilitaristiche che scaturirebbero dal confrontare il profitto conseguibile dall'illecito con il potenziale depauperamento del proprio patrimonio. L'aumento della sanzione pecuniaria massima tiene conto del fatto che sul mercato operano soggetti con disponibilità, interessi e capacità di influenzare i prezzi estremamente diversi, per cui è necessario che il giudice possa adeguare la sanzione alle circostanze del singolo caso.

I nuovi artt. 186 e 187 del Tuf, infine, completano la disciplina penale, rispettivamente, richiamando l'applicazione delle sanzioni accessorie e disponendo la misura della confisca del prodotto o del profitto del reato e dei beni utilizzati per commetterlo.

La sanzione amministrativa edittale va da un minimo di 100 mila euro a un massimo di 15 milioni di euro per l'abuso di informazioni privilegiate e di 25 milioni di euro per la manipolazione del mercato. Per i casi di particolare gravità, viene altresì previsto il potere della Consob di intimare ai soggetti abilitati, alle società di gestione dei mercati, agli emittenti quotati e alle società di revisione di non avvalersi, per un periodo di tempo determinato, dell'autore della violazione di cui si può richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione. Con l'art. 187-quinquies sono formulate previsioni relative alla responsabilità dell'ente nel caso in cui gli illeciti siano commessi nel suo interesse o a suo vantaggio. L'art. 187-sexies prevede, a garanzia del pagamento della sanzione, lo strumento della confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo. Infine, è stata eliminata la facoltà di oblazione della sanzione prevista dall'art. 16 della legge n. 689/1981 in quanto l'esercizio di tale facoltà annullava le conseguenze reputazionali della sanzione amministrativa connesse alla pubblicità del relativo provvedimento di irrogazione.

Per quanto riguarda i rapporti tra i diversi procedimenti sanzionatori, la coesistenza del procedimento penale e di quello amministrativo richiede una disciplina dell'esecuzione della sanzione amministrativa per le violazioni che risulteranno anche penalmente rilevanti.

In tali casi, la legge dispone l'esecuzione immediata della sanzione amministrativa applicata dalla Consob, mentre l'esazione delle pene pecuniarie viene limitata alla parte eccedente quella già riscossa a seguito del procedimento amministrativo. Ulteriori disposizioni definiscono il rapporto tra il procedimento sanzionatorio penale e quello amministrativo dettando norme di coordinamento dell'attività di accertamento amministrativo con quella dell'Autorità Giudiziaria, ispirate al principio dell'autonomia reciproca dei procedimenti.

Il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato prevede, infine, il conferimento alla Consob di poteri essenziali per lo svolgimento delle proprie funzioni. L'art. 187-octies del Tuf disciplina in modo organico il quadro dei nuovi poteri di vigilanza e di indagine.

Si segnala, in particolare, il comma 3, che individua una gamma di poteri esercitabili nei confronti di chiunque appaia informato dei fatti: (i) potere di richiesta di dati e notizie e di documenti sotto qualsiasi forma, ivi comprese le registrazioni telefoniche esistenti; (ii) potere di procedere ad audizioni personali; (iii) potere di procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca amministrativa; (iv) potere di procedere a ispezioni e, previa autorizzazione dell'Autorità Giudiziaria, a perquisizioni. Di analogo rilievo è il comma 4, che consente alla Consob: (i) di avvalersi della collaborazione delle pubbliche

amministrazioni e di accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria; (ii) di chiedere, previa autorizzazione dell'Autorità Giudiziaria, l'acquisizione presso il fornitore dei dati relativi al traffico telefonico; (iii) di chiedere ai soggetti abilitati la comunicazione di dati personali. Inoltre, il comma 12 attribuisce alla Consob la facoltà di avvalersi della Guardia di Finanza.

In conseguenza del recepimento della disciplina comunitaria si sono rese necessarie modifiche al Regolamento Emittenti e al Regolamento Mercati.

Le modifiche attengono principalmente alla strategia di prevenzione del reato. Le norme di prevenzione degli abusi riguardano gli emittenti e i soggetti a questi collegati (gli azionisti, i manager e i loro consulenti), gli intermediari, i mercati regolamentati e le società di gestione di tali mercati. Per gli emittenti e i soggetti a essi collegati sono stati predisposti meccanismi per la corretta identificazione e diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate e strumenti per il controllo e la gestione confidenziale di tali informazioni nonché per l'individuazione dei soggetti insider. Sono stati stabiliti, inoltre, standard di correttezza e trasparenza per la condotta dei partecipanti al mercato, con l'indicazione di criteri per l'identificazione di pratiche di manipolazione, di esempi delle medesime pratiche e di procedure per il riconoscimento di prassi di mercato che devono ritenersi oggetto di segnalazione alla Autorità competente. Nel Regolamento Emittenti è stata introdotta apposita disciplina relativa all'istituzione, tenuta e aggiornamento dei registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate (registri che la direttiva richiede di tenere agli emittenti e ai soggetti che agiscono in loro nome o per loro conto, tipicamente studi legali, professionisti e intermediari).

5. La disciplina del risparmio gestito

In materia di risparmio gestito, gli interventi regolamentari più significativi del 2005 sono da ricollegare al recepimento delle direttive 107/2001/CE e 108/2001/CE.

Tali direttive, che hanno modificato la direttiva 85/611/CEE in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm) e del risparmio (Oicr), sono entrate in vigore nel febbraio 2002 e sono divenute vincolanti per gli Stati membri dal 13 febbraio 2004. Con particolare riguardo alla disciplina della società di gestione è previsto, tuttavia, un periodo transitorio di adeguamento che va fino al 13 febbraio 2007 per le società autorizzate prima del 13 febbraio 2004. Al fine di fornire chiarimenti in ordine all'applicazione del citato regime transitorio, il Gruppo di esperti sul risparmio gestito, istituito in ambito Cesr, ha adottato, nel febbraio 2005, linee guida per le Autorità di vigilanza (si veda il successivo Capitolo VI).

Le conseguenti, principali modifiche apportate al Regolamento Emittenti riguardano: (i) la distinzione del prospetto informativo in prospetto semplificato e prospetto completo; (ii) la definizione di obblighi informativi in materia di retrocessione di commissioni; (iii) la definizione di uno schema di modulo di sottoscrizione degli Oicr esteri; (iv) le disposizioni in materia di pubblicazione del prospetto.

Lo sdoppiamento dell'originario schema di prospetto in due documenti (prospetto semplificato e prospetto completo) risponde allo scopo di calibrare il tipo, la quantità e la tecnica di comunicazione delle

informazioni rispetto alle esigenze dell'investitore. Il prospetto semplificato deve essere gratuitamente consegnato agli investitori prima della conclusione dell'operazione, mentre quello completo, unitamente agli aggiornamenti periodici, deve essere messo gratuitamente a disposizione del sottoscrittore che ne faccia richiesta. Il prospetto semplificato, tradotto nella lingua del paese ospitante, è strumento valido per la commercializzazione dell'Oicvm nei Paesi membri dell'Unione.

Con riferimento agli Oicr aperti, le novità di maggior rilievo introdotte concernono l'indicazione della percentuale della quota di commissioni retrocessa in media ai soggetti incaricati del collocamento e la previsione di obblighi informativi da assolvere mediante internet. Sono state, altresì, introdotte disposizioni che impongono la predisposizione di un apposito modulo di sottoscrizione per l'acquisto di quote e/o azioni di Oicr esteri commercializzati in Italia e rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie in materia di organismi di investimento collettivo del risparmio.

Per ciò che attiene agli Oicr esteri commercializzati in Italia rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie, è stato previsto che l'adesione all'offerta avvenga mediante sottoscrizione di un modulo redatto in conformità alle indicazioni contenute in apposito schema. Al modulo di sottoscrizione devono essere allegate alcune informazioni, prima riportate nel documento integrativo, concernenti aspetti specifici dell'offerta in Italia (si pensi, ad esempio, alla modalità di adesione mediante piani di accumulo di capitale ovvero alle informazioni riguardanti le spese per l'attività di intermediazione nei pagamenti). Tali informazioni devono essere, comunque, contenute nel prospetto semplificato, affinché gli investitori italiani possano pervenire a un fondato giudizio sui prodotti finanziari offerti in Italia e sui relativi diritti.

Infine, in tema di pubblicità del prospetto, si sono rese applicabili anche alle tipologie di Oicr diverse dai fondi chiusi le modalità alternative di messa a disposizione del prospetto introdotte dalla normativa comunitaria.

VI – LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. La cooperazione internazionale

Nel corso del 2005 l'attività di cooperazione internazionale della Consob è stata caratterizzata da numerosi impegni legati all'assistenza tecnica, all'attivazione di accordi e allo scambio di informazioni con Autorità di vigilanza di altri paesi.

In materia di assistenza tecnica, si segnala il completamento del programma di gemellaggio avviato nel 2002 con la Commissione Nazionale di Valori Mobiliari rumena (Cnvm), rientrante nei programmi di gemellaggio *Phare* promossi dalla Commissione Europea. In particolare, dal 1° agosto 2002 al 30 novembre 2003, si è svolto un vero e proprio gemellaggio per l'adeguamento della legislazione rumena all'*acquis* comunitario. L'attività di assistenza nella redazione della normativa regolamentare e nel *training* del personale è poi proseguita con un cosiddetto gemellaggio "leggero" (*Twinning Light*) che si è concluso nell'agosto 2005.

Il gemellaggio "light" è stato portato a termine con piena soddisfazione della Commissione Valori rumena e della Commissione Europea; quest'ultima ha dato atto del raggiungimento totale degli obiettivi indicati nel programma di gemellaggio.

È proseguita, nel corso del 2005, l'attività della Consob tesa ad ampliare i contatti a livello bilaterale con altre Autorità di vigilanza. In particolare, è stato stipulato un nuovo accordo con la *National Securities Commission* della Repubblica di Moldova.

Detto accordo si aggiunge ai precedenti accordi già conclusi dalla Consob con altre Autorità di controllo, sia comunitarie sia extracomunitarie. A fine 2005 risultavano conclusi 33 accordi di cooperazione di natura bilaterale, oltre a un'intesa per il mantenimento della confidenzialità delle informazioni scambiate.

Si ricorda che la Consob aderisce all'Accordo multilaterale tra i Paesi dello Spazio Economico Europeo membri del Cesr, nonché al Multilateral Memorandum of Understanding (MMoU) della Iosco che prevede un particolare meccanismo di valutazione della capacità dei potenziali aderenti di rispettare gli obblighi previsti dall'accordo. Entro il 2010 il MMoU dovrà essere sottoscritto da tutti i membri della Iosco.

Nel febbraio 2006 il Fondo Monetario Internazionale (Fmi) ha reso note le proprie conclusioni sulla valutazione dell'Italia, nota come *Financial Sector Assessment Program* (Fsap), svoltasi tra il 2004 e il 2005. Per quanto attiene al settore di competenza della Consob gli esperti del Fondo Monetario Internazionale hanno riconosciuto la piena rispondenza della normativa interna agli *standard* internazionali, sottolineando altresì l'adeguatezza delle prassi di vigilanza adottate dalla Consob.

Lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza ha comportato l'intrattenimento di rapporti in prevalenza con Autorità di altri paesi UE e ha riguardato soprattutto questioni relative agli abusi di mercato e ai requisiti di onorabilità e professionalità di esponenti aziendali (Tavv. 58 e 59).

Tav. 58

Scambio di informazioni con altre Autorità distinte per oggetto

Oggetto	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Dalla Consob ad Autorità estere								
Insider trading	17	43	32	24	24	11	8	12
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	--	1	4	--	4	8	6
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	7	4	3	10	9	5	2	4
Trasparenza e informativa societaria	--	--	1	--	--	6	9	10
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	1	1	3	1	2
Requisiti di onorabilità e professionalità	12	10	19	14	34	21	7	4
Violazione regole di condotta	--	--	2	--	--	1	2	--
<i>Totale</i>	<i>38</i>	<i>57</i>	<i>58</i>	<i>53</i>	<i>68</i>	<i>51</i>	<i>37</i>	<i>38</i>
Da Autorità estere alla Consob								
Insider trading	2	3	5	20	13	17	18	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	3	--	1	1	2	3	4
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	3	1	2	7	4	3	9
Trasparenza e informativa societaria	1	--	2	--	--	--	--	4
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	--	2	1	--	4
Requisiti di onorabilità e professionalità	30	44	53	49	80	70	44	31
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>37</i>	<i>53</i>	<i>61</i>	<i>72</i>	<i>103</i>	<i>94</i>	<i>68</i>	<i>70</i>

Tav. 59

Scambio di informazioni con altre Autorità distinte per oggetto e per area geografica

		2003		2004		2005	
		Dalla Consob ad Autorità estere	Da Autorità estere alla Consob	Dalla Consob ad Autorità estere	Da Autorità estere alla Consob	Dalla Consob ad Autorità estere	Da Autorità estere alla Consob
Insider trading	UE	7	14	5	16	10	18
	USA	1	1	1	1	--	--
	Altri	3	2	2	1	2	--
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	UE	3	2	7	3	5	4
	USA	1	--	1	--	1	--
	Altri	--	--	--	--	--	--
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	UE	4	3	--	1	2	4
	USA	--	--	2	1	1	4
	Altri	1	1	--	1	1	1
Trasparenza e informativa societaria	UE	3	--	9	--	5	2
	USA	2	--	--	--	2	1
	Altri	1	--	--	--	3	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	UE	2	--	--	--	1	3
	USA	--	1	--	--	--	--
	Altri	1	--	1	--	1	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	UE	20	62	6	34	2	28
	USA	--	1	--	2	--	--
	Altri	1	7	1	8	2	3
Violazione regole di condotta	UE	1	--	1	--	--	--
	USA	--	--	--	--	--	--
	Altri	--	--	1	--	--	--
Totale		51	94	37	68	38	70

I dati 2005 sullo scambio di informazioni indicano una sostanziale stabilità sia del numero di richieste effettuate dalla Consob, sia di quelle rivolte alla Consob da altre Autorità di vigilanza. Si è registrato, tuttavia, un aumento delle richieste di altre Autorità relative a casi di sollecitazione e di attività di intermediazione abusiva (in complesso, 9 a fronte di 3 nel 2004).

2. *L'attività nell'ambito dell'Unione Europea*

Nel corso del 2005 l'attività della Consob in ambito UE ha riguardato principalmente tematiche del diritto societario e questioni relative all'emanazione delle normative di secondo livello per l'attuazione delle direttive adottate, nel 2003 e 2004, secondo il cosiddetto modello *Lamfalussy*. È stato, inoltre, fornito supporto al Ministero dell'economia e delle finanze in occasione delle riunioni del Comitato valori mobiliari (*European Securities Committee - Esc*), anche attesa la tecnicità delle tematiche connesse alla vigilanza sui mercati mobiliari.

Relativamente alle proposte di direttiva discusse nel Consiglio dell'Unione Europea, si segnala la partecipazione della Consob al negoziato sulla modifica dell'ottava direttiva, in materia di revisione contabile, sulla quale è stato raggiunto, in corso d'anno, un accordo politico tra il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento Europeo; si segnala, inoltre, la partecipazione alle riunioni sulla proposta di revisione della seconda direttiva, in materia di capitale sociale, per quanto attiene al mantenimento del capitale e alla formazione della società per azioni.

La direttiva in materia di revisione contabile ha l'obiettivo di assicurare, a livello europeo, un elevato grado di armonizzazione per quanto riguarda l'accesso alla professione e i requisiti di professionalità dei revisori contabili, le norme deontologiche, i principi di revisione, nonché il controllo della qualità della revisione stessa. Inoltre, in linea con i principi internazionali, prevede un sistema di controllo pubblico sulla professione contabile e norme volte ad assicurare un'ampia cooperazione tra Autorità di vigilanza, specie in relazione all'operatività transfrontaliera degli emittenti quotati in più mercati regolamentati.

La proposta di revisione della direttiva in materia di capitale sociale è volta a semplificare la disciplina vigente sull'integrità del capitale delle società per azioni, al fine di garantire una maggiore efficienza e competitività delle imprese europee. Tale proposta è un'iniziativa di armonizzazione minima che introduce regimi opzionali, la cui adozione o specificazione, a livello nazionale, è lasciata alla discrezionalità degli Stati membri. Il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento Europeo hanno raggiunto un accordo politico sulla proposta e, pertanto, se ne prevede l'adozione in tempi rapidi. Rispetto alla formulazione originariamente avanzata dalla Commissione, la proposta attuale non include più le controverse disposizioni in materia di squeeze-out (ovvero il diritto dell'azionista, che detenga una partecipazione del 90 per cento, di acquistare il flottante a un prezzo equo - fair price) e sell-out (ovvero il diritto degli azionisti di minoranza di obbligare l'azionista di maggioranza ad acquistare le proprie azioni). La proposta andrà a modificare l'attuale disciplina dei conferimenti in natura. In particolare, gli Stati membri potranno prevedere deroghe all'ordinaria procedura di valutazione mediante la stima di esperti indipendenti quando, su decisione dell'organo di amministrazione, siano conferiti titoli negoziati su mercati regolamentati, ovvero attività già precedentemente oggetto di stima da parte di esperti indipendenti e attività risultanti dai bilanci dell'esercizio precedente soggetti a revisione contabile. La disciplina dell'acquisto di azioni proprie è stata resa più flessibile. Per quanto concerne la durata massima dell'autorizzazione assembleare all'acquisto delle azioni, si passerà dagli attuali 18 mesi a 5 anni (salva la facoltà degli Stati membri di determinare una durata inferiore). Inoltre, si eliminerà la vigente soglia massima di acquisto, pari al 10 per cento del capitale sottoscritto, e sarà ciascuno Stato a decidere se introdurre o meno tale limite (che non potrà, comunque, essere inferiore al 10 per cento). Infine, si semplificherà il regime della