

In merito all'utilizzo dei nuovi poteri cautelari previsti nella repressione degli abusi di mercato, rileva segnalare che nel 2006 la Consob ha per la prima volta esercitato il potere di procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca del prodotto o del profitto di un illecito, nell'ambito di un procedimento amministrativo relativo a un'ipotesi di *insider trading*¹.

La vigilanza sull'integrità informativa del mercato

Anche nel 2006 il mercato ha vissuto periodi di turbativa per la presenza di incertezze legate a vari aspetti della vita di società quotate, che hanno richiesto interventi della Consob finalizzati alla tutela della correttezza e completezza informativa e dell'integrità del mercato.

L'azione di vigilanza è stata volta a prevenire quanto più possibile, e comunque a rimuovere con tempestività, eventuali asimmetrie informative che potessero alterare il regolare andamento delle negoziazioni, attraverso una costante azione di verifica delle potenziali anomalie e l'immediata adozione di interventi atti a ripristinare la regolarità del mercato.

Tensioni di particolare rilievo, che hanno richiesto un'azione di vigilanza costante, sono emerse in relazione all'evoluzione degli assetti proprietari e di controllo di società quotate, all'articolazione della struttura organizzativa di gruppi societari complessi, all'emergere di situazioni di difficoltà finanziaria di emittenti e intermediari.

L'evoluzione degli assetti proprietari e di controllo presenta diversi profili potenzialmente critici per l'informazione al mercato.

Soprattutto in un mercato, come quello italiano, caratterizzato da assetti di controllo concentrati e sempre più spesso basati su forme coalizionali che coinvolgono diversi azionisti rilevanti, le incertezze o il diffondersi di aspettative su possibili mutamenti negli assetti proprietari rappresentano un elemento di forte impatto sul mercato.

Gli obblighi di trasparenza proprietaria costituiscono uno strumento importante per garantire una piena ed efficace informazione al mercato e la normativa italiana, contenuta nel TUF, appare particolarmente stringente rispetto a quella dei principali paesi europei².

¹ La Consob, ai sensi del combinato disposto del comma 3, lett. d) e del comma 5 dell'art. 187-*octies* del TUF, ha il potere di procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca ai sensi dell'art. 187-*sexies* del TUF, previa autorizzazione del Procuratore della Repubblica.

² Con riferimento alla soglia minima di partecipazione al cui superamento scattano gli obblighi informativi (il 2% a fronte del 5% previsto dalla direttiva *Transparency* adottata nella maggior parte dei paesi europei), alle ulteriori soglie di trasparenza (5%, 7,5%, 10% e tutti i successivi multipli del 5%), ai tempi di comunicazione (5 giorni di mercato aperto in linea con la direttiva).

Sono, tra l'altro, previste norme di trasparenza dei patti parasociali, che consentono di fornire al mercato un quadro dettagliato dei principali elementi che possono influire sugli assetti proprietari e di controllo delle società quotate.

Si tratta di misure importanti, che rendono il mercato italiano tra i più trasparenti in ambito internazionale, la cui applicazione richiede un'intensa attività di vigilanza per evitare fenomeni elusivi, resi possibili dall'utilizzo di strumenti finanziari e modalità operative e contrattuali che possono celare l'acquisizione di partecipazioni rilevanti. Vanno anche tenute presenti le difficoltà di provare l'esistenza di accordi non scritti, suscettibili di assumere le caratteristiche e le funzioni di patti parasociali.

La vigilanza sulla trasparenza proprietaria implica quindi un uso intenso dei poteri informativi e di indagine, nel cui ambito svolge una funzione di crescente importanza la cooperazione internazionale con Autorità di vigilanza di paesi con i quali esistono accordi per lo scambio di informazioni. La cooperazione risulta spesso determinante, considerata la sempre più spiccata propensione a ricorrere a soggetti e intermediari internazionali per effettuare operazioni non trasparenti.

Nelle vicende societarie legate alle scalate bancarie, come noto, gli accertamenti sull'esistenza e sull'evoluzione di patti parasociali e di partecipazioni rilevanti, che non erano stati oggetto di corretta e tempestiva informazione al pubblico, hanno svolto un ruolo decisivo nel far emergere profili estremamente critici. Nel 2006 la Consob ha erogato sanzioni nei confronti di 20 esponenti della Banca Popolare Italiana – Banca Popolare di Lodi e nei confronti della stessa banca quale responsabile in solido, in relazione a violazioni della normativa in materia di patti parasociali, informativa societaria, partecipazioni rilevanti e offerte pubbliche d'acquisto nell'ambito della scalata alla Banca Antoniana Popolare Veneta (Antonveneta). Nella stessa vicenda la Consob ha assunto provvedimenti anche sanzionatori nei confronti di Magiste International Sa e The Stefano Ricucci Trust nonché nei confronti del Sig. Danilo Coppola.

Anche sulla base dell'esperienza maturata in tali vicende, l'attività di vigilanza sull'evoluzione degli assetti proprietari e di controllo è stata diretta non solo a rilevare e sanzionare possibili patologie di comportamento, ma anche a ridurre gli effetti sul mercato delle incertezze che inevitabilmente vengono a crearsi in presenza di iniziative o mere aspettative riguardo a cambiamenti degli assetti di controllo.

Lo sviluppo di vicende strutturalmente complesse che coinvolgono mutamenti degli assetti di controllo può essere reso particolarmente lungo e incerto dall'eventuale necessità di autorizzazioni o di altri procedimenti che coinvolgono diverse normative di settore e diverse Autorità di vigilanza.

In tali situazioni diventa particolarmente difficile e impegnativo il compito dell'Autorità che deve assicurare adeguatezza e tempestività dell'informazione al mercato

su eventi che, per loro natura e percorso di formazione, presentano forti elementi di incertezza e opacità.

Questo problema si era manifestato con particolare rilevanza nelle vicende legate alle scalate bancarie dove la natura dei soggetti coinvolti, in qualità sia di potenziali acquirenti che di oggetto di acquisizioni, ha comportato complesse procedure autorizzatorie che hanno coinvolto Banca d'Italia e Isvap, i cui tempi si sono sovrapposti e intrecciati con quelli delle attività di vigilanza della Consob.

La Consob ha ripetutamente segnalato l'esigenza di definire un più stretto coordinamento dei diversi procedimenti di autorizzazione e concessione di nulla osta, al fine di ridurre le fasi di incertezza e le conseguenti anomalie nell'andamento delle quotazioni e degli scambi.

Si tratta di un problema che riguarda non solo l'ordinamento italiano, ma che coinvolge la coerenza del processo di creazione del mercato unico europeo, in quanto scarsa trasparenza e difficoltà di coordinamento possono rappresentare ostacoli significativi al processo di consolidamento di settori, quali quelli finanziari, cruciali per l'economia europea.

La Commissione Europea ha recentemente ottenuto l'assenso del Consiglio e del Parlamento Europeo su una proposta di direttiva volta a rendere più rigorose le procedure che le Autorità di vigilanza degli Stati membri devono seguire per valutare i progetti di concentrazione e di acquisizione nei settori bancario, assicurativo e mobiliare, al fine di migliorare la chiarezza e la trasparenza della valutazione da parte delle stesse Autorità e armonizzare il trattamento delle domande di concentrazione e di acquisizione in tutta l'Unione Europea³.

Appare comunque opportuno che in queste situazioni le Autorità coinvolte, sia a livello nazionale che sopranazionale, rafforzino le modalità e le pratiche di collaborazione, assicurando la massima sincronia possibile dei singoli provvedimenti e la tempestività del procedimento complessivo.

Anche nel 2006 diverse vicende societarie hanno ribadito la rilevanza dei problemi di coordinamento tra Autorità di vigilanza, e tra queste e altri soggetti di natura pubblica che possono essere coinvolti in vari aspetti delle operazioni che comportano mutamenti del controllo di società quotate.

³ Le vigenti norme comunitarie permettono alle Autorità di vigilanza di opporsi a un progetto di concentrazione o acquisizione se ritengono che possa compromettere "la gestione sana e prudente" dell'impresa oggetto dell'operazione. La nuova direttiva, che modifica diverse direttive vigenti, precisa in particolare i criteri che le Autorità di vigilanza devono applicare nella valutazione delle operazioni di concentrazione e acquisizione e i tempi massimi dei relativi procedimenti.

Particolari esigenze di vigilanza si sono manifestate proprio nei settori bancario e dei servizi soggetti a regime di concessione, caratterizzati da una concorrenza di diverse normative e Autorità pubbliche.

Per quanto riguarda il settore bancario, gli assetti proprietari delle società bancarie, che nel corso del 2005 erano state interessate da forti tensioni, hanno raggiunto un loro equilibrio. La realizzazione di offerte pubbliche d'acquisto ha portato all'acquisizione della totalità del capitale della Banca Antonveneta e della Banca Nazionale del Lavoro da parte di due gruppi bancari europei e alla cancellazione delle società acquisite dalla quotazione.

Il settore delle banche quotate ha continuato a essere caratterizzato da un elevato dinamismo degli assetti di controllo, nel quadro della tendenza a una progressiva concentrazione del settore, soprattutto attraverso operazioni di fusione. Nel corso del 2006 sono state avviate, in particolare, due importanti operazioni di fusione tra banche quotate, che hanno portato all'integrazione di due dei principali soggetti bancari italiani, Banca Intesa e San Paolo Imi, e alla fusione di due importanti banche a vocazione regionale, Bpu e Banca Lombarda.

In tale quadro, il mercato è stato quasi costantemente interessato dal diffondersi di forti aspettative e indiscrezioni (*rumors*) in merito alla realizzazione delle possibili operazioni di aggregazione, da cui sono derivate pressioni sui prezzi e sugli scambi.

La Consob è intervenuta ripetutamente richiedendo ai soggetti coinvolti di fornire al mercato ogni elemento utile a rimuovere fattori di incertezza che potessero pregiudicare il regolare andamento delle quotazioni. Tale esigenza si è manifestata, in alcuni casi, nelle fasi precedenti alla definizione delle operazioni, nelle quali le richieste della Consob (effettuate in entrambi i casi sopra menzionati) hanno consentito un progressivo aggiornamento del mercato sull'evoluzione delle trattative; in altri casi, invece, l'intervento della Consob ha portato alla smentita delle notizie sull'esistenza di operazioni di aggregazione, effettivamente rivelatesi non fondate.

Tensioni sul mercato si sono determinate in relazione alle notizie riguardanti l'ipotesi di fusione della società Autostrade con la società spagnola Abertis.

L'esercizio da parte di Autostrade di un pubblico servizio, in qualità di concessionaria, ha comportato l'emergere di condizioni ostative al progetto di fusione concordato tra le due società. Nel periodo successivo alla comunicazione al mercato di tale progetto, si sono succeduti interventi, dichiarazioni e atti da parte dei soggetti coinvolti nelle complesse procedure autorizzatorie che hanno richiesto numerosi interventi della Consob, finalizzati a rendere trasparenti gli eventuali effetti dell'operazione sugli assetti proprietari della società e a fornire con continuità e tempestività al mercato ogni elemento utile per valutare l'evoluzione della situazione. La Consob ha costantemente monitorato l'evoluzione della vicenda, acquisendo informazioni, anche attraverso audizioni, dagli organi di amministrazione e controllo della stessa Autostrade Spa e dell'Anas nonché

intervenendo più volte, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF, affinché il mercato fosse tempestivamente informato di ogni evento rilevante.

Interventi della Consob volti a garantire la completezza informativa nel mercato sono stati resi necessari anche dalla diffusione di notizie in merito alla possibile realizzazione di importanti operazioni di acquisizione di società di altri paesi europei da parte di due dei principali gruppi quotati italiani, Eni e Enel. Si è trattato di casi in cui si è manifestata con particolare rilevanza la disomogeneità nelle regole, nei poteri e nelle prassi di vigilanza che permane in Europa riguardo alla disciplina del mercato del controllo societario. Tali differenze enfatizzano gli elementi di incertezza del mercato rispetto a vicende già complesse per la dimensione dei soggetti coinvolti, per la rilevanza dei settori economici interessati, per la pluralità di interessi che si confrontano. La Consob è tempestivamente intervenuta per assicurare la diffusione al mercato degli elementi informativi necessari per valutare l'evoluzione di tali vicende, cooperando ove necessario con le altre Autorità europee coinvolte.

Anche il mercato nazionale dei servizi di pubblica utilità è caratterizzato dalla tendenza alla realizzazione di operazioni di aggregazione tra società quotate, soprattutto società municipalizzate operanti su base locale, finalizzate a creare sinergie industriali e finanziarie e a migliorare competitività e qualità dei servizi pubblici locali offerti ai clienti.

In tale contesto, nel 2006 la Consob si è occupata in particolare di due operazioni societarie che hanno coinvolto società quotate controllate da enti locali, al fine di verificare l'applicabilità della disciplina Opa e garantire la trasparenza al mercato delle pattuizioni parasociali contenute nei diversi accordi-quadro e protocolli di intesa stipulati tra gli enti⁴.

In tale occasione la Commissione ha rilevato come in generale non sussista una intrinseca non contendibilità del controllo delle società di capitali affidatarie della gestione di servizi pubblici locali, in quanto l'ordinamento attualmente vigente non impone più il vincolo del controllo pubblico di tali società. D'altra parte, non sono presenti disposizioni normative che consentano di ritenere come non realizzato un trasferimento del controllo

⁴ Nel primo caso esaminato dalla Commissione si è ritenuto sussistente l'obbligo di promuovere un'Opa obbligatoria in un'operazione di integrazione societaria tra due aziende quotate, non risultando applicabile in tale ipotesi l'esenzione prevista dalla normativa in materia per le operazioni di fusione. Il mutamento degli assetti di controllo che si determinava non era infatti conseguenza diretta e automatica della fusione, né si realizzava semplicemente in virtù dell'adesione a patti parasociali funzionali e indispensabili all'integrazione. Nel secondo caso, riguardante l'ingresso di una società quotata municipalizzata (con una partecipazione inferiore al 30%) nel capitale sociale di un'altra *utility* quotata e la contestuale stipulazione di un patto parasociale, la Commissione, confermando un orientamento precedentemente assunto, ha ritenuto l'insussistenza dell'obbligo di Opa, in quanto non si determinava un mutamento dell'assetto di controllo della società stessa.

qualora esso avvenga tra enti locali, ovvero, come nel caso esaminato, tra un singolo Comune e una società in cui due Comuni partecipano pariteticamente.

Tensioni sul mercato si sono determinate in conseguenza delle incertezze venutesi a creare in merito a progetti di riorganizzazione delle attività del Gruppo Telecom.

In data 11 settembre 2006 il consiglio di amministrazione di Telecom Italia Spa ha comunicato al mercato l'approvazione di un progetto di riorganizzazione che prevedeva la separazione in forme societarie autonome delle attività di telecomunicazione mobile, nonché della rete d'accesso locale. La separazione della rete mobile rappresentava una sostanziale inversione nella strategia del Gruppo che, in tempi recenti (giugno 2005), aveva proceduto all'integrazione tra Telecom e Telecom Italia Mobile. La separazione della cosiddetta rete d'accesso rappresentava una significativa novità sia per le implicazioni sul sistema delle telecomunicazioni, sia per il cambiamento delle prospettive economico-reddituali e finanziarie del gruppo.

La Consob ha effettuato tempestivi interventi, comprese audizioni, al fine di acquisire informazioni dai vertici della stessa Telecom sul citato progetto di riorganizzazione e assicurare una completa informazione al mercato.

Anche sulla base delle richieste avanzate dalla Consob, la società ha progressivamente integrato le informazioni disponibili al mercato in merito all'evoluzione delle strategie del Gruppo, nel quale si è pure determinato un mutamento significativo in alcune delle principali cariche sociali. Ne è emersa una conferma dell'obiettivo strategico di puntare sulla convergenza fra telecomunicazioni fisse, mobili, internet a banda larga e contenuti mediali e dell'assenza di iniziative propedeutiche alla cessione di attività rilevanti.

La Consob segue costantemente le possibili evoluzioni degli assetti di controllo del Gruppo, per i quali si sono intensificate le aspettative di mutamenti rilevanti, i cui effetti hanno forte impatto sulle quotazioni non solo della società Telecom ma anche di quelle a monte della catena partecipativa.

L'evoluzione della situazione della società Alitalia ha richiesto interventi della Consob sotto diversi profili. Fin dal 2004, la società è stata assoggettata dalla Commissione a obblighi di informazione mensile nei confronti del mercato sulla propria posizione finanziaria⁵. Nel 2006 gli Uffici della Commissione sono più volte intervenuti presso la società affinché precisasse informazioni diffuse dalla stampa in merito a vicende societarie o a dati contabili e assicurasse la tempestività dell'informazione periodica richiesta anche nel periodo successivo all'inizio della procedura per la cessione della quota

⁵ Per le società che presentano elementi di rischio per la contabilità aziendale, la Consob ha imposto, da alcuni anni, un obbligo di informazione periodica mensile, al fine di fornire aggiornamenti in merito al loro andamento economico e finanziario. Al 31 marzo 2007 risultano soggette a tali obblighi 16 società.

di controllo, avviata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze alla fine dell'anno e tuttora in corso. All'attenzione degli Uffici è anche il mancato rispetto da parte della società dei termini per la pubblicazione dei dati contabili relativi all'ultimo trimestre 2006⁶.

Per altre società in situazioni di difficoltà finanziaria si è posta l'esigenza di esercitare un'intensa attività di vigilanza sia in merito all'informazione al mercato, reso particolarmente sensibile in presenza di incertezze sui rischi di *default*, sia su altri profili attinenti ai comportamenti degli esponenti sociali.

La Banca Popolare di Intra ha vissuto un periodo di difficoltà a causa della forte esposizione creditizia assunta prevalentemente nei confronti del gruppo Finpart, fallito nell'ottobre 2005, e di altri soggetti in difficoltà economica e finanziaria. La Consob ha attivato la vigilanza già a partire dal 2004, quando erano state diffuse le prime indiscrezioni in merito a possibili difficoltà della banca. Successivamente, e per tutto il 2006, si sono succedute numerose richieste di informazioni al mercato e alla stessa Consob e si è avviata un'attività di collaborazione con la Banca d'Italia e l'Autorità Giudiziaria.

Numerosi interventi della Consob hanno riguardato l'evoluzione della situazione della società Pagnossin e della sua controllata Richard Ginori, già dal luglio 2004 assoggettate all'obbligo di comunicazione mensile al pubblico di informazioni rilevanti sull'evoluzione della situazione finanziaria ed economico-patrimoniale e sull'evoluzione del piano di ristrutturazione del gruppo. Il protrarsi delle incertezze in merito alla possibile cessione delle società a un nuovo azionista di controllo e l'impossibilità di esprimere un giudizio su più esercizi consecutivi da parte della società di revisione hanno determinato le condizioni per la sospensione a tempo indeterminato delle negoziazioni dei titoli di tali società.

Gli avvenimenti legati allo scandalo che ha coinvolto il mondo del calcio, nella primavera del 2006, hanno enfatizzato gli aspetti critici della quotazione dei club calcistici, le cui condizioni sono state create dalla legge 586 del 1996 che ne ha consentito la trasformazione in società per fini di lucro.

Le specificità normative del settore delle società di calcio, tra cui agevolazioni fiscali e inusuali deroghe alle norme civilistiche, non ne hanno favorito la convergenza verso gli standard informativi presenti sul mercato. Perdurano ritardi nell'evoluzione dell'attività di tali società verso assetti in grado di ridurre la volatilità dei redditi e la loro dipendenza dall'aleatorietà dei risultati sportivi. Tali obiettivi erano stati annunciati in fase di

⁶ L'Alitalia ha comunicato che l'approvazione del progetto di bilancio non avverrà entro i 90 giorni dalla chiusura dell'esercizio 2006, come preventivamente annunciato dalla stessa società, in alternativa alla mancata approvazione della relazione trimestrale, coincidente con la scadenza del secondo semestre dell'anno, in ossequio a quanto consentito dal Regolamento Emittenti della Consob.

quotazione e costituivano il presupposto di una stabile presenza sul listino delle società. L'obbligo di redigere i documenti contabili periodici secondo i principi contabili internazionali comporterà il venir meno di alcune delle opzioni agevolative che la normativa nazionale ha finora concesso alle società calcistiche, con effetti significativi sulla rappresentazione della situazione economico-patrimoniale delle società. La Consob, al fine di avviare la progressiva convergenza dell'informazione a disposizione del pubblico, ha richiesto nel giugno 2006 a due società di calcio, già sottoposte agli obblighi di aggiornamento mensile dell'informazione, di fornire ulteriori informazioni in linea con i criteri previsti dai nuovi principi contabili.

La Consob è dovuta anche ripetutamente intervenire con richieste di informazioni, al fine di assicurare la completezza e l'adeguatezza delle informazioni a disposizione del mercato rispetto a specifiche problematiche societarie ed economico-finanziarie delle società calcistiche, nonché con riferimento a ipotesi di mutamento degli assetti di controllo e di ritiro dalla quotazione.

In particolare, accertamenti sono stati condotti sull'assetto azionario della SS Lazio e su ipotesi di scalata, successivamente rivelatesi infondate, i cui esiti sono stati rappresentati, per quanto di competenza, all'Autorità Giudiziaria.

Una forte situazione di incertezza con tensioni sui prezzi e sui volumi degli scambi si è determinata per società quotate appartenenti al settore immobiliare, in seguito alla pubblicazione, il 4 luglio 2006, di un decreto legge in materia di finanza pubblica che conteneva norme fiscali fortemente penalizzanti per le imprese attive in tale comparto. La Consob, al fine di ristabilire la simmetria informativa, ha richiesto a tutte le società quotate del settore immobiliare di comunicare alla Consob e al mercato una stima degli effetti delle innovazioni fiscali sui propri conti economici e patrimoniali. A tale richiesta alcune delle società hanno opposto reclamo, come previsto dall'art. 114, comma 6, del TUF, prefigurando il rischio che dalla diffusione delle notizie potesse scaturire un grave danno. La successiva decisione annunciata l'11 luglio successivo dal Governo, al quale la Consob aveva tempestivamente rappresentato gli effetti dell'atto normativo di urgenza, di procedere alla modifica delle disposizioni del decreto ha comportato la revoca della richiesta di informazioni al mercato.

2. La vigilanza sull'informazione periodica e sulla sollecitazione del pubblico risparmio

La vigilanza sulla trasparenza contabile e la transizione ai nuovi principi contabili internazionali

Il Regolamento comunitario n. 1606 del 19 luglio 2002 ha imposto l'obbligo alle società quotate di redigere i conti consolidati secondo i principi contabili internazionali

Ias/Ifrs (*International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards*) a decorrere dall'esercizio finanziario avente inizio il 1° gennaio 2005 o in data successiva. L'obbligo di adozione degli Ifrs è stato successivamente esteso, a partire dal 2006, anche ad altre categorie di soggetti e alla redazione dei bilanci d'esercizio.

L'obiettivo del Regolamento è l'adozione di un unico corpo di regole contabili che armonizzi l'informativa finanziaria e garantisca un elevato livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci delle imprese europee.

Nonostante l'adozione delle nuove norme sia già iniziata, rimangono aperte alcune questioni sulle quali sono in corso riflessioni di tutte le parti interessate, operatori e Autorità di controllo.

In sede di prima adozione dei principi contabili internazionali, sono infatti emerse difficoltà applicative connesse, in via generale, ai seguenti aspetti:

- differenza delle finalità e principi generali previsti dagli Ias/Ifrs rispetto ai criteri fissati dal codice civile e dai principi contabili nazionali;
- complessità delle nuove regole contabili, che in alcuni casi ha comportato modifiche al sistema contabile e di controllo interno degli emittenti;
- assenza di una specifica disciplina in alcune aree contabili (ad esempio riguardo alle operazioni "sotto comune controllo");
- modalità di applicazione degli Ias/Ifrs, originariamente concepiti per il bilancio consolidato, anche al bilancio d'esercizio;
- coordinamento dei principi contabili internazionali con alcuni istituti espressamente disciplinati dal codice civile (ad esempio operazioni di conferimento e fusione) nonché con le disposizioni fiscali vigenti nell'ordinamento nazionale.

In considerazione delle difficoltà riscontrate, nel corso del 2006 sono state assunte iniziative, sia in ambito internazionale che nazionale, volte a favorire un'applicazione efficace dei nuovi principi.

In sede internazionale è proseguita l'attiva partecipazione della Consob, attraverso i gruppi di lavoro istituiti presso la Iosco e il Cesr, ai lavori di aggiornamento e redazione dei principi contabili internazionali da parte dell'*International Accounting Standard Board* (Iasb). In sede Cesr, particolare attenzione è stata rivolta all'esigenza di favorire un maggiore coordinamento e convergenza delle attività di *enforcement* poste in essere in sede nazionale sull'applicazione dei principi contabili internazionali.

In Italia si è avviata una collaborazione con le Autorità di vigilanza (Banca d'Italia e Isvap) coinvolte nella definizione delle modalità applicative dei principi contabili negli specifici settori di competenza, al fine di favorire la convergenza degli orientamenti.

In questo primo anno di piena attuazione delle nuove regole contabili, la Consob ha svolto un'intensa attività di monitoraggio sulle modalità di applicazione da parte degli emittenti italiani, anche attraverso una costante consultazione con gli emittenti stessi e le società di revisione.

Tra le questioni affrontate, particolare novità e rilevanza in termini di impatto sui mercati finanziari hanno le verifiche di eventuali perdite di valore delle attività immobilizzate (*Impairment Test*) e l'applicazione della nozione di "controllo di fatto".

L'utilizzo dell'*Impairment Test* costituisce un cambiamento rilevante nel trattamento contabile delle immobilizzazioni, sostituendo il processo di ammortamento previsto dalle precedenti norme italiane. Il nuovo sistema impone agli amministratori di verificare annualmente se esistono indicatori di perdite di valore delle immobilizzazioni, sulla cui base deve essere effettuata la verifica che il valore contabile non sia superiore al valore realizzabile dell'attività. La realizzazione sistematica dell'*Impairment Test*, i cui effetti sono vincolanti per le scelte di rappresentazione contabile, comporta procedure complesse e innovative, che le società stanno progressivamente affinando.

Problemi interpretativi si sono posti con riguardo alla compatibilità della nozione del cosiddetto controllo "di fatto", disciplinato dalle norme del codice civile, con i principi Ias/Ifrs. Nell'ottobre 2005, lo Iasb ha specificato che il controllo "di fatto" è incluso nei principi sottostanti alle nuove regole contabili e, nelle more di un nuovo principio sulla materia, ha ammesso la possibilità di comportamenti divergenti da parte delle imprese europee, in relazione alle diverse esperienze nazionali. In attesa che lo Iasb chiarisca la nozione di controllo nell'ambito di un più ampio progetto, le società quotate italiane dovranno comunque considerare il "controllo di fatto" come definito dall'attuale principio contabile internazionale.

Tali problematiche si sono mostrate di particolare rilievo nelle numerose e significative operazioni di concentrazione aziendale che hanno interessato il mercato italiano nell'ultimo anno. L'applicazione delle nuove regole ha posto difficoltà nelle modalità di contabilizzazione di tali operazioni e nella valutazione dei beni già presenti nel patrimonio delle imprese prima dell'aggregazione, che possono avere un effetto significativo sulla determinazione del patrimonio netto.

Considerati tali aspetti di oggettiva complessità e novità, la Consob, nell'esercizio della vigilanza sull'informazione contabile, ha ritenuto opportuno conseguire l'obiettivo della trasparenza informativa, piuttosto che attivare sistematicamente poteri di impugnativa, al fine di ottenere la ricostruzione della correttezza e completezza dell'informativa disponibile per il mercato con immediatezza o, comunque, in tempi decisamente più rapidi di quelli processuali connessi all'impugnativa.

È risultato, infatti, evidente che l'applicazione dei principi contabili internazionali da parte delle società quotate è stata effettuata, in taluni casi, in una situazione di oggettiva

incertezza, al cui superamento la Consob ha cercato di contribuire soprattutto attraverso un'attività volta al chiarimento delle regole piuttosto che alla repressione del presunto errore.

La norma che disciplina l'attivazione dei poteri di impugnativa non stabilisce infatti un automatismo tra mancata correttezza del bilancio e impugnativa delle delibere che lo approvano, ma rinvia l'attivazione di tale potere a un apprezzamento da parte della Consob dell'effettivo interesse del mercato alla sua applicazione.

Nel 2006 la Commissione, in un caso specifico (Pirelli & C. Spa), ha ritenuto opportuno rendere pubbliche le determinazioni assunte con riferimento alla modalità di verifica del valore di una partecipazione (*Impairment Test* disciplinato dallo Ias 36 "Riduzione di valore delle attività").

Al riguardo, la Commissione ha considerato che l'effettuazione dell'*Impairment Test*, con le formalità e il dettaglio richiesti dal principio Ias 36, costituisce un importante elemento di novità introdotto nel sistema contabile italiano; novità sulla quale sono assenti un diffuso e univoco orientamento dottrinale e una prassi interpretativa che possano guidare gli amministratori nella concreta applicazione delle norme dettate dal principio in parola.

Inoltre la Commissione ha precisato che, prescindendo dall'entità dei pacchetti azionari posseduti, il valore di mercato può essere considerato il *fair value* se i titoli sono quotati. Ciò costituisce una prima linea d'indirizzo per la redazione dei conti secondo gli Ias/Ifrs, nelle more di un chiarimento in sede comunitaria.

L'informazione finanziaria nei prospetti informativi redatti secondo la normativa europea

A un anno e mezzo dall'entrata in vigore nell'Unione Europea della nuova normativa comunitaria sul prospetto⁷, la piena operatività di tali regole può dirsi oramai realizzata. La Consob, grazie all'esperienza maturata nel 2006, ha approfondito l'analisi dei requisiti informativi necessari per garantire una efficace attuazione delle disposizioni normative, soprattutto in materia di informazioni finanziarie.

I maggiori approfondimenti e interventi hanno riguardato i contenuti e la forma di presentazione delle informazioni finanziarie storiche, l'informativa cosiddetta pro-forma da presentarsi in caso di significative modifiche dimensionali dell'emittente, le stime e previsioni di utili.

La normativa comunitaria prevede, per gli emittenti titoli di capitale, che le informazioni finanziarie relative almeno agli ultimi due esercizi precedenti alla quotazione siano presentate nel prospetto in una forma coerente con quella che sarà adottata per i

⁷ Direttiva 2371/2003/CE e Regolamento CE/809/2004.

successivi bilanci annuali. Pertanto nelle offerte pubbliche finalizzate alla quotazione di azioni l'emittente deve, ai fini della presentazione del prospetto, redigere i bilanci degli ultimi due esercizi secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs.

La Consob ha provveduto a fornire indicazioni su come rendere le informazioni finanziarie storiche da inserire nel prospetto conformi alle regole contabili di riferimento.

Alcune difficoltà applicative sono emerse con riferimento alle informazioni pro-forma, che gli emittenti interessati da significativi cambiamenti delle dimensioni aziendali devono fornire nel prospetto per consentire una valutazione compiuta in merito all'andamento gestionale e alla situazione finanziaria negli ultimi tre esercizi.

In considerazione della varietà di operazioni di riorganizzazione societaria che possono implicare cambiamenti dimensionali delle attività dell'emittente è stato necessario individuare, caso per caso, le modalità più adeguate di rappresentazione delle informazioni storiche.

Per ciò che riguarda i dati previsionali inseriti nel prospetto, si è provveduto a individuare gli standard che i revisori devono seguire ai fini del rilascio dell'attestazione richiesta dal regolamento comunitario sulla correttezza della stima e sulla coerenza dei criteri contabili adottati.

Con il recepimento della direttiva prospetto e la riforma del risparmio è stato abrogato l'art. 100, comma 1, lett. f) del TUF che esentava dalla disciplina sulla sollecitazione i prodotti finanziari, diversi dalle azioni e dai titoli equivalenti alle azioni, emessi da enti creditizi.

Con tale modifica è stata superata un'anomalia della precedente normativa nazionale, garantendo maggiore omogeneità di trattamento delle diverse categorie di strumenti finanziari. Da tale cambiamento deriva anche l'esigenza di uno sforzo di adeguamento da parte sia degli operatori sia dell'Autorità di vigilanza.

La Consob ha collaborato intensamente con le associazioni di categoria degli intermediari bancari per agevolare l'adeguamento degli operatori al nuovo quadro normativo, anche incoraggiando iniziative di autoregolamentazione, nel rispetto della normativa stabilita a livello europeo.

Importante è anche l'attività di collaborazione con la Banca d'Italia. Attualmente è in corso di definizione un protocollo d'intesa tra le due Autorità, con l'obiettivo di razionalizzare lo scambio di informazioni relative agli enti creditizi che effettuano emissioni soggette all'obbligo di prospetto.

La Consob è inoltre intervenuta, con proprie Comunicazioni, per risolvere alcuni problemi interpretativi relativi alle modalità di applicazione delle nuove norme.

Un primo problema della nuova normativa si è posto con riguardo all'applicabilità dell'obbligo di prospetto per le offerte per le quali fosse già in corso il periodo di adesione

alla data di entrata in vigore della nuova normativa (17 maggio 2006), in assenza di esplicite disposizioni transitorie.

La Consob ha ritenuto, con una apposita Comunicazione, di dover escludere tali offerte dall'ambito di applicazione del nuovo obbligo, in quanto l'applicazione della nuova norma avrebbe determinato l'impossibilità di portare a termine offerte già rivolte al pubblico nel previgente regime normativo, con conseguenze sulle adesioni già intervenute.

La piena operatività dei nuovi obblighi di redazione del prospetto si è quindi realizzata, su base generalizzata, nel secondo semestre del 2006.

Con la stessa Comunicazione, la Consob ha fornito indicazioni in merito agli schemi di prospetto da seguire e alla possibilità di utilizzare per i programmi di offerte al pubblico e per le offerte continue e ripetute la disciplina del prospetto di base.

Al fine di facilitare la comprensione da parte degli investitori delle caratteristiche di rischio/rendimento degli strumenti offerti, la Commissione ha evidenziato, con altra Comunicazione, la necessità che nel prospetto di base, per ciascuna famiglia di obbligazioni, siano individuate esemplificazioni quantitative ovvero algoritmi relativi alla determinazione dei relativi rendimenti, accompagnati da esemplificazioni qualitative.

È stata inoltre svolta una costante attività di collaborazione con gli emittenti, al fine di chiarire incertezze in ordine alla redazione dei prospetti-base e di assicurare la completezza informativa dei prospetti informativi pervenuti nei primi mesi successivi all'entrata in vigore della nuova normativa.

In particolare, nell'analisi preventiva dei prospetti, è stato richiesto con sistematicità di inserire esemplificazioni atte a consentire una comparazione tra il rendimento di uno strumento finanziario a tasso fisso o variabile, ovvero della componente ordinaria di una obbligazione strutturata, e il rendimento dei titoli di Stato. Nonostante la normativa comunitaria di riferimento non preveda obblighi in tal senso, si è ritenuto, anche sulla base di una prassi consolidata, che tale comparazione possa concorrere a far sì che l'investitore valuti in modo fondato il rischio/convenienza di sottoscrivere tali strumenti.

La Consob, al fine di acquisire dati e informazioni utili per poter effettuare un costante monitoraggio dell'evoluzione dell'attività di collocamento di prodotti finanziari emessi sul mercato dai soggetti bancari, ha richiesto alle banche di inviare – attraverso modalità informatiche – una serie di informazioni riepilogative concernenti le offerte al pubblico con cadenza trimestrale.

Sulla base di elaborazioni preliminari su tali dati, risulta che nel periodo esaminato (17/5/2006-31/12/2006) sono stati 352 i soggetti emittenti che hanno collocato prodotti sul mercato, per un controvalore complessivo pari a circa 14,9 miliardi di euro⁸.

Le obbligazioni ordinarie rappresentano poco più del 60% dei prodotti collocati. Si evidenzia peraltro una tendenza negli ultimi mesi a un incremento della richiesta di autorizzazione di prospetti relativi a programmi di emissione di obbligazioni strutturate, nonché di aggiornamento di prospetti-base già autorizzati con l'inserimento di prodotti più complessi e sofisticati. Tali dati indicano che, dopo una prima fase di adattamento al nuovo regime normativo nella quale, per fronteggiare le immediate esigenze di raccolta, le banche hanno collocato prevalentemente obbligazioni ordinarie, è in atto una progressiva evoluzione dell'offerta verso una composizione più articolata degli strumenti. Nel periodo considerato, il mercato del collocamento di obbligazioni bancarie appare inoltre molto concentrato per quanto riguarda le obbligazioni strutturate (i titoli collocati dai primi 5 emittenti rappresentano il 94% del totale), a differenza del comparto delle obbligazioni ordinarie dove la quota dei primi 5 emittenti è di poco superiore al 30%.

Nel corso d'anno è stato anche riscontrato che alcuni emittenti italiani di titoli di debito, soprattutto di grandi dimensioni e con maggiore proiezione internazionale, hanno scelto quale Autorità del paese di origine quella di altri Stati europei collocando poi i titoli in tutta l'Unione Europea, Italia inclusa, utilizzando il sistema del passaporto europeo.

3. La vigilanza sugli intermediari

L'azione di vigilanza sugli intermediari si inquadra in un contesto operativo caratterizzato da forte dinamicità, dal punto di vista sia dell'offerta sia del quadro regolamentare di riferimento. L'industria dell'offerta dei servizi d'investimento ha evidenziato una sensibile capacità innovativa nell'approccio commerciale, manifestatasi in modo particolare negli ultimi anni, a seguito della crisi dei mercati azionari del 2000-2001 e soprattutto delle crisi di primari emittenti i cui strumenti finanziari erano stati ampiamente collocati presso i risparmiatori.

Inoltre, l'assetto dell'industria italiana dei servizi d'investimento vede un grado di diffusione del risparmio gestito notevolmente inferiore rispetto ai principali paesi, a fronte di una costante crescita dell'investimento diretto degli investitori in prodotti finanziari spesso caratterizzati da profili di rischio elevato con riguardo al rimborso o al rendimento.

L'assetto normativo di riferimento si avvia a recepire importanti innovazioni, che discendono principalmente dalla nuova disciplina comunitaria di armonizzazione, che

⁸ I prospetti oggetto di approvazione e i prospetti semplificati depositati presso la Consob sono stati complessivamente 1.668.

contribuiscono a ridefinire le condizioni del settore anche in termini di maggiore concorrenza tra operatori che operano su scala internazionale.

In tale contesto l'azione di vigilanza, che negli anni scorsi si era concentrata sull'accertamento delle violazioni delle regole di correttezza emerse nei noti casi di collocamento di obbligazioni presso il pubblico, è stata volta soprattutto a individuare, in chiave preventiva, i fattori potenzialmente critici e a sensibilizzare gli operatori ad assumere comportamenti conformi a criteri di correttezza e trasparenza nel rapporto con gli investitori.

L'attività di vigilanza sistematica sull'insieme dei soggetti abilitati è stata pertanto affiancata da specifiche iniziative su aree selezionate in base a criteri di individuazione dei principali potenziali fattori di rischio per la correttezza dei comportamenti. Tale analisi si è basata su dati e informazioni raccolti in via sistematica, attraverso richieste specifiche o derivanti da segnalazioni di altre Autorità italiane ed estere. Particolarmente rilevante, per l'individuazione di potenziali elementi critici, è anche l'analisi sistematica degli esposti dei singoli investitori e delle associazioni dei consumatori, che forniscono un flusso continuo e analitico di "segnali di allerta".

Nel 2006 specifica attenzione è stata riservata alla vigilanza sulle reti di vendita, il cui funzionamento, caratterizzato dalla forte integrazione del settore della distribuzione dei prodotti finanziari e dei servizi di investimento con gruppi bancari polifunzionali, rappresenta un elemento-chiave nel definire le condizioni di correttezza nei rapporti tra intermediari e risparmiatori.

L'azione di vigilanza si è incentrata sulla verifica, anche mediante attività ispettive, dell'adeguatezza delle procedure generali di controllo interno adottate dagli intermediari, in particolare per l'organizzazione e la gestione dell'offerta fuori sede e della prestazione del servizio di ricezione e trasmissione ordini da parte dei promotori finanziari. In tali attività, sulla base dell'esperienza di vigilanza maturata negli ultimi anni, sono presenti particolari problemi legati alla gestione delle situazioni di conflitto di interessi in cui si viene a trovare l'intermediario. L'attività della Consob è stata volta a verificare l'esistenza di criteri e meccanismi idonei a guidare e controllare il rispetto degli obblighi di informativa all'investitore sulla natura e sui rischi delle operazioni e di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti al profilo dei clienti.

Tra le aree con "maggiore profilo di rischio", è emersa anche l'attività di negoziazione in derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati (*Otc – Over the counter*) realizzata da parte di primari gruppi bancari, in particolare con clientela rappresentata da società di capitali, spesso anche di dimensioni medio- piccole.

La crescita quantitativa del fenomeno dell'utilizzo di strumenti finanziari da parte di imprese non finanziarie è indice di una generale e riconosciuta utilità di strumenti che consentano il trasferimento dei rischi a soggetti in grado di gestirli professionalmente.

Tuttavia, affinché tali strumenti producano gli effetti desiderati, è necessaria una piena consapevolezza delle loro caratteristiche e dei rischi potenziali impliciti nel loro utilizzo sia da parte degli intermediari che li offrono sia da parte degli investitori.

L'attività di vigilanza su quest'area, per la quale sono state effettuate anche specifiche verifiche ispettive, è stata volta ad analizzare le modalità con le quali è stata condotta l'attività di negoziazione su tali strumenti, soprattutto con riguardo all'adeguatezza dell'informativa fornita ai clienti, sia nelle fasi di avvio del rapporto, sia nelle fasi successive di rinegoziazione su posizioni aperte.

Le verifiche hanno condotto alla contestazione di violazioni delle regole di correttezza. Si è inoltre proceduto a sollecitare l'adozione, da parte dei competenti organi interni degli intermediari, delle necessarie iniziative per correggere disfunzioni organizzative e procedurali.

Anche nell'esercizio dell'attività di vigilanza sulle società di gestione del risparmio assumono particolare rilevanza le caratteristiche strutturali del settore in Italia. Sono presenti infatti alcuni elementi di debolezza, derivanti essenzialmente dalle ridotte dimensioni degli operatori rispetto ai concorrenti europei e dalla loro elevata dipendenza dai canali distributivi bancari. Entrambi questi fattori sono legati agli assetti proprietari delle società di gestione, che vedono la loro pressoché totale appartenenza a gruppi finanziari di matrice bancaria.

L'appartenenza delle società di gestione ai gruppi bancari tende a far privilegiare logiche di gruppo per quanto riguarda le scelte della rete distributiva, dei canali di negoziazione, della banca depositaria. Ne risultano condizionate la determinazione e la ripartizione dei costi tra le varie fasi di produzione dei prodotti e dei servizi di gestione, nonché l'allocazione di funzioni strumentali, strategiche e di controllo interno e più in generale l'indipendenza della gestione rispetto alle politiche di gruppo.

La Consob ha avviato, già a partire dal 2005, un'analisi sistematica dei sistemi di *corporate governance* delle società di gestione, la cui qualità e autonomia rappresentano condizioni indispensabili affinché le attività vengano condotte nell'interesse degli investitori, non solo in termini di costo dei servizi, ma anche di caratteristiche e di differenziazione dei prodotti offerti.

L'analisi realizzata su dati relativi agli ultimi due anni evidenzia il permanere di elementi critici nella qualità dei sistemi di governo delle società di gestione. Il peso dei consiglieri indipendenti nel consiglio di amministrazione è risultato modesto e si è rilevata la tendenza a non applicare appieno il concetto di indipendenza secondo i requisiti richiesti dai protocolli di autonomia dell'associazione di categoria (che prevedono l'assenza di deleghe operative nella società, di rapporti di affari o professionali con la Sgr o con società del gruppo). La maggioranza dei consiglieri non indipendenti inoltre ricopre incarichi all'interno di società del gruppo, anche se si è rilevata una riduzione del numero di