

Riquadro 4

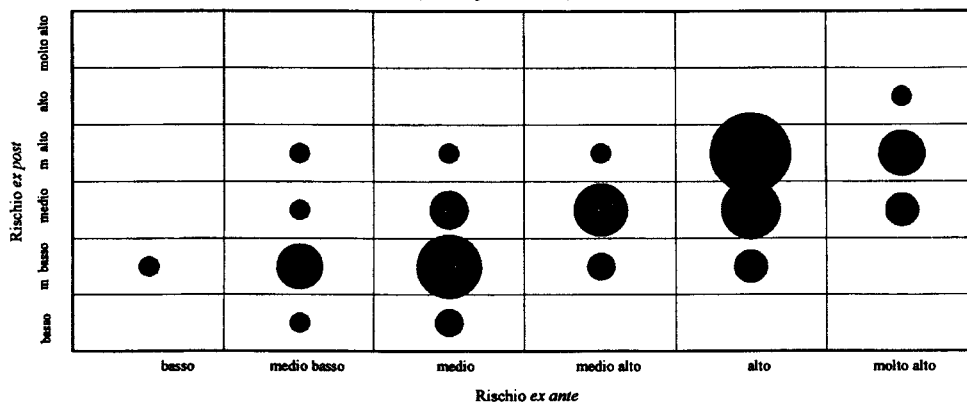
Il rischio dell'investimento in fondi flessibili

I fondi flessibili prevedono la massimizzazione del rendimento nell'ambito di un grado di rischio definito *ex ante* senza alcun vincolo di investimento in ordine alla tipologia di strumenti finanziari e ai mercati di riferimento. In conformità alla disciplina Consob in materia di trasparenza, le Sgr inseriscono nel prospetto informativo dei fondi flessibili di diritto italiano sia un indicatore qualitativo del livello di rischio (secondo una scala articolata in sei livelli, che va da "basso" a "molto alto") sia un indicatore quantitativo. Con riguardo a quest'ultimo requisito informativo, la maggioranza delle Sgr riporta il cosiddetto *Value at Risk* (VaR), che indica in termini di intervallo di confidenza la massima perdita potenziale su un orizzonte temporale prefissato (calcolata sulla base di un dato modello statistico). In particolare, su 89 fondi flessibili operativi a inizio 2006, 82 hanno indicato nel prospetto una misura di VaR su un orizzonte temporale di 1 mese.

Sulla base del VaR riportato nei prospetti informativi è possibile derivare un indicatore di volatilità *ex ante* dei rendimenti dei fondi flessibili (rischio *ex ante*) che può essere confrontato con la volatilità effettiva calcolata sui rendimenti *ex post* (rischio *ex post*). Raggruppando gli 82 fondi flessibili in sei classi di rischio sulla base della volatilità *ex ante* ed *ex post* (utilizzando la stessa "griglia" con la quale in fase di istruttoria sui prospetti informativi viene associato a un dato livello di VaR un livello qualitativo di rischio) è possibile quindi confrontare il livello di rischio dichiarato nel prospetto con quello effettivo.

Sulla base della volatilità calcolata sui rendimenti storici nel 2006, si rileva come il rischio effettivo tenda a essere sistematicamente più basso di quello dichiarato nel prospetto informativo. Ad esempio, circa il 23% dei fondi dichiara un rischio *ex ante* "alto", mentre il rischio *ex post* è classificabile come "medio alto"; il 15% circa dichiara un rischio "medio" che, invece, *ex post* è classificabile come "medio basso". In generale, meno del 20% dei fondi ha un rischio *ex post* uguale o superiore a quello dichiarato *ex ante*.

Ripartizione dei fondi flessibili per classi di rischio *ex ante* ed *ex post*
(valori percentuali)



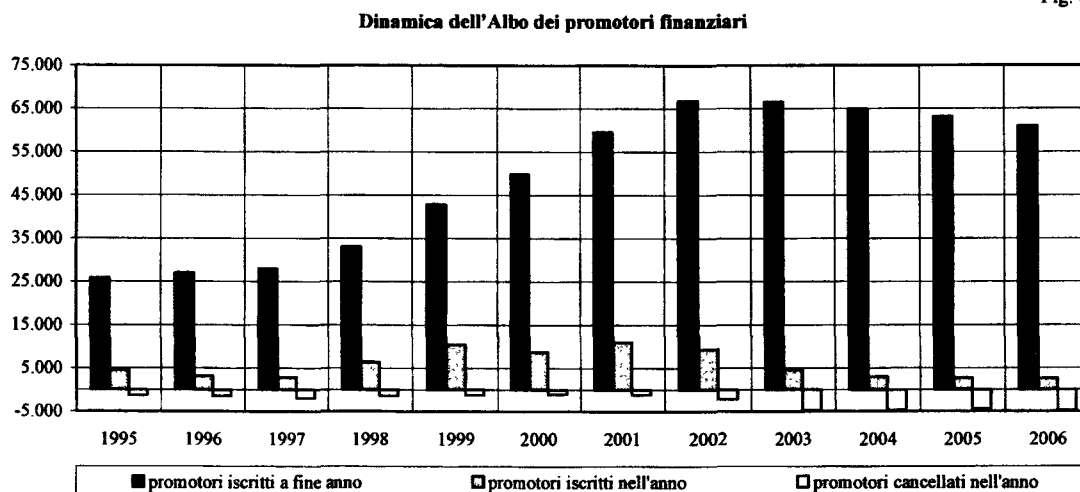
3. I promotori finanziari

L'azione di vigilanza sui promotori finanziari nel corso del 2006 ha preso impulso, come in passato, dagli esposti provenienti dagli investitori, dall'esito delle verifiche ispettive condotte presso gli intermediari, dalle segnalazioni dell'Autorità Giudiziaria o della Polizia Giudiziaria e degli intermediari.

Il numero complessivo degli esposti e segnalazioni esaminate dalla Commissione nel 2006 è stato pari a 351 (378 nel 2005), di cui 148 non presentavano elementi sufficienti per avviare procedimenti amministrativi sanzionatori a carico dei promotori coinvolti. La riduzione del numero di segnalazioni è ricollegabile anche alla diminuzione dei soggetti iscritti all'Albo (da 63.188 a fine 2005 a 60.920; - 3,6%) (Fig. C3.3).

Nel 2006 la Consob ha adottato nei confronti dei promotori finanziari numerosi provvedimenti amministrativi sanzionatori e di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività (si veda il successivo Capitolo IV "I provvedimenti sanzionatori e cautelari") e ha trasmesso 60 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore finanziario.

Fig. C3.3

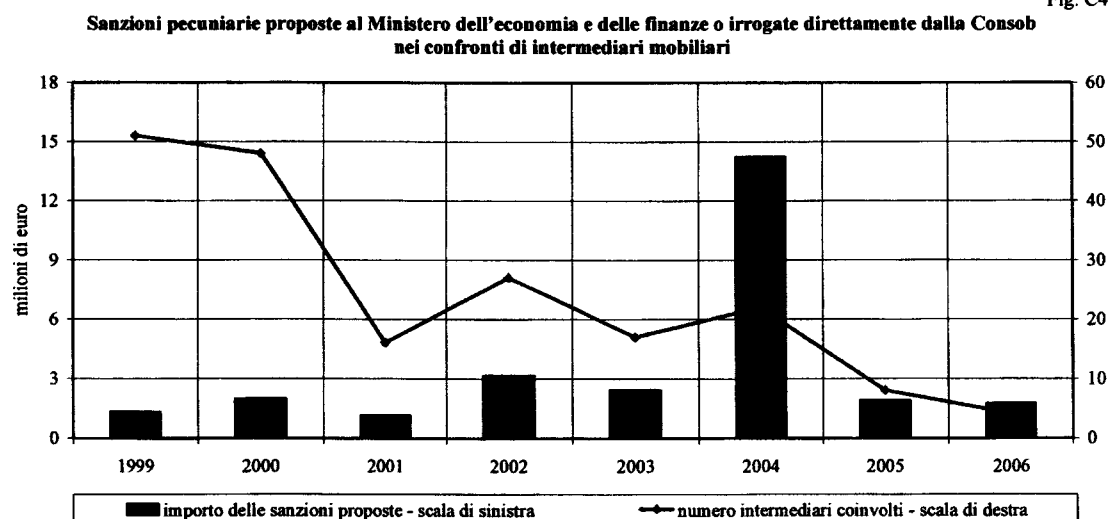


IV – I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

1. I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

I procedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina sull'intermediazione mobiliare deliberati dalla Commissione nel 2006 sono stati 5 e hanno riguardato, nel complesso, 4 intermediari; l'importo complessivo delle sanzioni irrogate è stato pari a 1,8 milioni di euro circa (Fig. C4.1). I provvedimenti hanno riguardato complessivamente 96 esponenti aziendali, in prevalenza amministratori e componenti del collegio sindacale (Tav. C4.1).

Fig. C4.1



Nota: i dati relativi al 2006 si riferiscono alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob, mentre quelli relativi agli anni precedenti si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Tav. C4.1

Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari¹ (valori monetari in migliaia di euro)

	Numero intermediari coinvolti					Numero esponenti sanzionati					Importo delle sanzioni				
	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale
1999	23	25	3	–	51	71	71	3	–	145	647	566	120	–	1.333
2000	13	21	14	–	48	71	88	14	–	48	986	901	100	–	1.987
2001	5	10	1	–	16	31	52	1	–	84	252	860	39	–	1.151
2002	5	12	5	5	27	90	161	6	61	318	557	1.319	136	1.147	3.159
2003	7	3	1	6	17	114	25	3	73	215	1.847	172	54	369	2.441
2004	18	3	1	–	22	504	11	1	–	516	14.087	108	55	–	14.250
2005	7	1	–	–	8	126	11	–	–	137	1.849	61	–	–	1.910
2006	1	1	–	2	4	32	16	–	48	96	680	296	–	–	1.763

Nota: i dati relativi al 2006 si riferiscono alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob, mentre quelli relativi agli anni precedenti si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Le violazioni riscontrate hanno avuto ad oggetto sia inadempienze di tipo procedurale che comportamentale.

In particolare, le fattispecie più ricorrenti hanno riguardato: (i) il mancato rispetto della disciplina primaria e secondaria che impone agli intermediari di disporre di risorse e procedure interne idonee ad assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi d'investimento e a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi medesimi, nonché ad assicurare un'adeguata vigilanza interna sulle attività svolte dal personale; (ii) la violazione delle disposizioni in materia di conflitti d'interesse; (iii) la carenza delle informazioni fornite ai clienti in merito alle caratteristiche dei prodotti finanziari oggetto d'investimento; (iv) l'insufficiente valutazione del profilo di rischio della clientela.

Per ciò che concerne i promotori finanziari, nel corso del 2006 la Commissione ha adottato 82 provvedimenti sanzionatori, di cui 49 radiazioni dall'Albo e 22 sospensioni a tempo determinato, e 31 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività, di cui 25 provvedimenti di sospensione dall'attività per un periodo di sessanta giorni e 6 provvedimenti di sospensione per un periodo di un anno (Tav. C4.2). La Commissione ha, inoltre, effettuato 60 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte. Nel complesso, rispetto al 2005, il numero dei provvedimenti sanzionatori risulta lievemente diminuito, mentre il numero dei provvedimenti cautelari è aumentato (da 24 nel 2005 a 31 nel 2006). L'incidenza del numero complessivo di provvedimenti sanzionatori e cautelari sul numero totale dei promotori attivi iscritti all'Albo risulta stabile attorno allo 0,3% (Fig. C4.2).

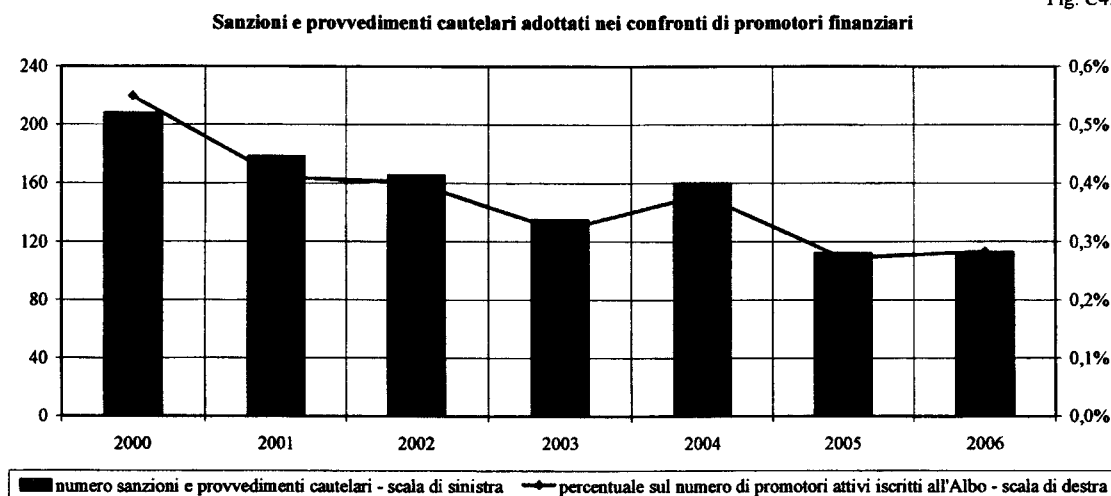
Tav. C4.2

Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari

	Tipo di provvedimento						Segnalazioni all' Autorità Giudiziaria
	Sanzioni					Provvedimenti cautelari	
	Richiamo	Radiazione dall' Albo	Sospensione dall' Albo a tempo determinato	Sanzione amministrativa pecuniaria	Totale	Sospensione dell' attività a tempo determinato ¹	
1997	8	39	5	—	52	64	58
1998	11	86	73	—	170	76	137
1999	2	70	51	4	127	74	106
2000	21	49	73	26	169	39	134
2001	29	36	48	15	128	50	72
2002	33	58	37	6	134	31	72
2003	1	56	47	5	109	26	77
2004	3	68	46	7	125	35	78
2005	1	42	41	4	88	24	59
2006	6	49	22	5	82	31	60

¹ Per gli anni 1997 e 1998 il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, del d.lgs. 415/1996 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55 del Tuf.

Fig. C4.2



Le infrazioni più ricorrenti realizzate dai promotori sono risultate: (i) l'acquisizione della disponibilità di somme o di valori di pertinenza degli investitori, spesso perfezionata mediante la falsificazione della firma del cliente su modulistica contrattuale o altra documentazione relativa a operazioni dal medesimo poste in essere ovvero tramite utilizzo da parte del promotore dei codici di accesso telematico ai rapporti bancari intestati all'investitore; (ii) la comunicazione o trasmissione all'investitore di informazioni o documenti non rispondenti al vero (in particolare, rendiconti artefatti) e la simulazione di operazioni di investimento; (iii) il compimento di operazioni non autorizzate dal cliente.

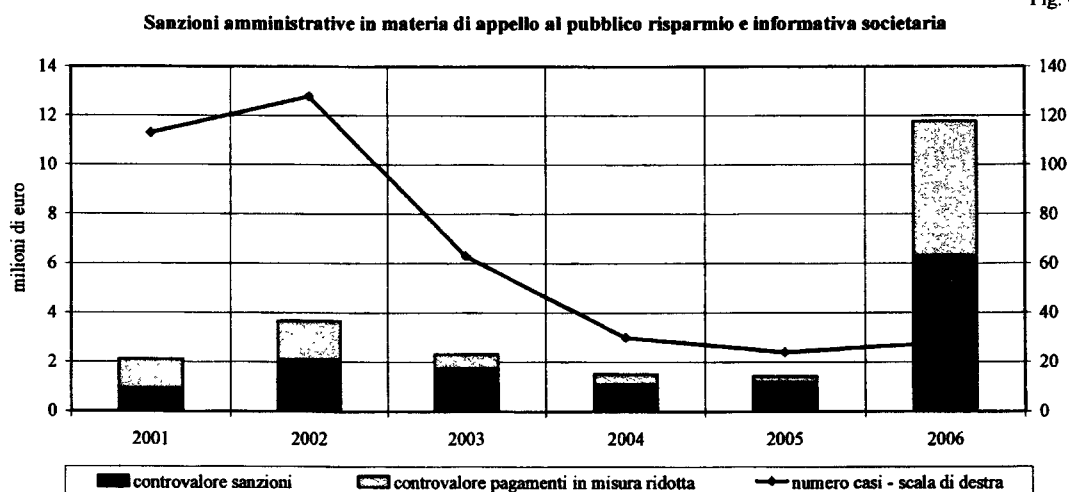
2. I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

Nel 2006 la Commissione ha concluso numerosi procedimenti sanzionatori relativi a violazioni della disciplina in materia di informativa societaria, partecipazioni rilevanti e offerte pubbliche d'acquisto.

L'importo complessivo delle sanzioni irrogate dalla Consob e dei pagamenti in misura ridotta è stato pari a 11,7 milioni di euro, valore nettamente superiore alla media dei 5 anni precedenti (circa 2 milioni di euro; Fig. C4.3).

L'importo complessivo delle sanzioni irrogate dalla Commissione (6,3 milioni di euro) e quello dei pagamenti in misura ridotta (5,4 milioni di euro) è riferibile in prevalenza ai procedimenti sanzionatori relativi a violazioni della disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto. Complessivamente, la Consob ha irrogato sanzioni nei confronti di 61 soggetti nell'ambito di 13 procedimenti sanzionatori, mentre in 15 procedimenti i soggetti coinvolti (96) hanno effettuato il pagamento in misura ridotta della sanzione (Tavv. C4.3, C4.4).

Fig. C4.3



Nota: i dati relativi al 2006 si riferiscono alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob, mentre quelli relativi agli anni precedenti si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Tav. C4.3

Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto (valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti sanzionati						Importo delle sanzioni					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	27	—	6	3	—	36	35	—	5	4	—	44	545	—	160	238	—	943
2002	14	—	12	11	—	37	24	—	18	43	—	85	1.404	—	400	300	—	2.104
2003	3	1	5	22	—	31	7	5	7	13	—	32	702	464	216	359	—	1.741
2004	4	—	2	1	—	7	7	—	2	1	—	10	1.023	—	57	10	—	1.090
2005	5	—	3	2	—	10	13	—	9	1	—	23	1.120	—	52	20	—	1.192
2006	2	3	4	4	—	13	20	22	14	5	—	61	2.071	2.995	817	445	—	6.328

Nota: i dati relativi al 2006 si riferiscono alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob, mentre quelli relativi agli anni precedenti si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Tra i procedimenti di maggior rilievo si segnalano le sanzioni nei confronti di 20 esponenti aziendali della Banca Popolare Italiana – Banca Popolare di Lodi e nei confronti della stessa banca, quale responsabile in solido, in relazione a violazioni della normativa primaria e secondaria in materia di offerte pubbliche, nell'ambito della scalata alla Banca Antonveneta.

Tale provvedimento, assunto sulla base delle risultanze degli accertamenti condotti dalla Consob a partire dal novembre 2004, nell'ambito dei quali la Commissione ha dichiarato decadute

l'Opa e l'Opasc aventi ad oggetto le azioni della Banca Antonveneta promosse dalla Banca Popolare Italiana, riguarda numerose violazioni della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto e informativa societaria. Nell'ambito di tale vicenda, la Consob ha assunto anche provvedimenti sanzionatori nei confronti di Magiste International Sa e The Stefano Ricucci Trust, nonché nei confronti del Sig. Danilo Coppola, per violazione della disciplina in materia di patti parasociali, informativa societaria, partecipazioni rilevanti e offerte pubbliche d'acquisto. In relazione all'accertamento di dette violazioni, la Commissione ha applicato sanzioni per un importo complessivo di circa 6 milioni di euro.

Tav. C4.4

**Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni di norme
in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto**
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti						Importo dei pagamenti effettuati in misura ridotta					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	13	2	11	51	–	77	19	3	20	53	–	95	344	31	258	537	–	1.170
2002	6	1	6	78	–	91	6	1	6	77	–	90	207	103	392	845	–	1.547
2003	1	3	6	22	–	32	8	4	6	29	–	47	83	41	155	300	–	579
2004	4	6	7	6	–	23	31	6	7	6	–	50	203	62	72	83	–	420
2005	5	1	1	7	–	14	9	2	5	7	–	23	80	20	52	70	–	222
2006	4	4	2	5	–	15	6	72	2	16	–	96	124	4.714	144	449	–	5.431

Sempre in tema di disciplina dell'appello al pubblico risparmio, l'azione di *enforcement* della Consob ha portato all'adozione di 6 provvedimenti cautelari e interdittivi relativi a operazioni di sollecitazione abusiva (Tav. C4.5).

Alcune sollecitazioni abusive rilevate nel 2006 hanno riguardato offerte al pubblico di azioni di costituende banche di credito cooperativo da parte dei rispettivi comitati promotori (che, talvolta, rivolgevano l'offerta ad amici e parenti). In alcune di tali offerte si è riscontrato anche l'utilizzo di strumenti di comunicazione di massa quali la stampa o internet.

In generale, l'attività della Commissione ha riguardato sia operazioni concluse sia operazioni non terminate o non ancora avviate al momento dell'avvio delle iniziative di vigilanza. Gli interventi sono stati di natura diversa a seconda che l'offerta al pubblico fosse già conclusa o ancora in corso. Nel primo caso, non ricorrendo i presupposti per l'adozione di provvedimenti cautelari o interdittivi, sono stati immediatamente avviati procedimenti sanzionatori (alcuni dei quali risultavano ancora in corso a fine 2006). Per le offerte non ancora concluse, al fine di

tutelare gli investitori, sono stati adottati provvedimenti di sospensione cautelare e, una volta accertate violazioni della disciplina della sollecitazione, sono seguiti provvedimenti di divieto e procedimenti sanzionatori.

Tav. C4.5

Provvedimenti cautelari e interdittivi relativi a operazioni di appello al pubblico risparmio

	Provvedimenti di sospensione cautelare	Provvedimenti di divieto	Provvedimenti di decadenza	Totale
2001	3	3	--	6
2002	2	6	--	8
2003	9	2	2	13
2004	9	7	3	19
2005	5	6	--	11
2006 ¹	2	3	1	6

¹ Nel corso del 2006 è stato inoltre adottato un provvedimento di sospensione cautelare in seguito revocato.

Con riferimento all'attività di revisione contabile, nel corso del 2006 la Commissione ha adottato un provvedimento sanzionatorio nei confronti di un *partner* della società di revisione Deloitte & Touche Spa in relazione ai lavori di revisione sui bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2002 della Giacomelli Sport Group Spa, nonché sul bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2002 delle controllate Giacomelli Sport Spa e Longoni Sport Spa. In particolare, la Commissione, ai sensi dell'art. 163, comma 1, lett. a), del Tuf, ha intimato alla Deloitte & Touche Spa di non avvalersi, per un periodo di due anni, dell'attività di un *partner* responsabile della revisione sui bilanci in questione.

Il procedimento trae origine dagli esiti dell'attività di vigilanza, anche ispettiva, svolta dalla Consob nel biennio 2003-2005, nel cui ambito sono stati, tra l'altro, attivati i poteri di impugnativa in relazione ai bilanci d'esercizio e consolidato della Giacomelli Sport Group al 31 dicembre 2002.

Le risultanze istruttorie hanno confermato il compimento da parte di Deloitte & Touche Spa di gravi irregolarità con riferimento a diversi aspetti. In primo luogo, sono state riscontrate carenze in numerose procedure di revisione concernenti diverse voci significative dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2002 di Giacomelli Sport Group Spa e delle principali controllate. Sono risultate carenti le procedure di revisione svolte: (i) sulle giacenze di magazzino, per le quali il revisore non ha raccolto sufficienti e appropriati elementi probativi in ordine alla loro esistenza e alla loro corretta rilevazione in contabilità; (ii) sulla valutazione della partecipazione Giacomelli Sport International Sa nel bilancio dell'emittente, per la quale non risultano essere stati acquisiti dal revisore sufficienti e appropriati elementi probativi in relazione all'insussistenza di perdite di valore della stessa; (iii) sui debiti verso fornitori, per i quali le procedure di revisione adottate sono risultate carenti nel fornire elementi probativi sulla corretta rilevazione del relativo saldo nei bilanci delle principali società del gruppo.

In secondo luogo, il revisore, pur avendo assunto la responsabilità di effettuare i lavori di revisione sul bilancio al 31 dicembre 2002 della controllata Giacomelli Sport International Sa, non ha raccolto appropriati e sufficienti elementi probativi per poter valutare come adeguati i dati contabili della controllata confluiti nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2002 della Giacomelli Sport Group Spa.

3. L'attività di enforcement su internet

Il 2006 è stato caratterizzato da un'intensa attività di vigilanza su internet e da un ulteriore affinamento dei metodi quantitativi per l'individuazione di anomalie. Nel corso del 2006 la vigilanza ha riguardato l'esame di 83 siti internet (432 nel 2005) e ha dato luogo a 27 azioni di *enforcement* (498 nel 2005), oltre a 7 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (264 nell'anno precedente). Complessivamente, nel periodo 2000-2006, l'attività di vigilanza ha riguardato circa 1.100 spazi web e ha portato a oltre 650 azioni di *enforcement* (Tav. C4.6).

L'evoluzione della rete internet, del suo funzionamento e del suo utilizzo da parte degli utenti ha richiesto, in termini di verifiche e di mezzi investigativi, continui affinamenti dei metodi quantitativi e dei software per l'individuazione delle irregolarità.

Tav. C4.6

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
2006	49	1	33	83	27	7	-	-	-	-	5	12

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.

In particolare, per l'identificazione dei siti sospetti da sottoporre ad accertamenti, anche alla luce delle segnalazioni che pervengono in Istituto, la Consob usa una procedura di web spidering basata sulla ricerca sul web di parole ed espressioni filtrate attraverso un algoritmo di tipo "neural network" che opera in maniera iterativa. Questa procedura partendo da un sito sospetto, evidenzia solitamente numerosi altri siti a esso collegati, per il tramite dei quali è posta in essere la stessa o ulteriori attività illecite. Tra gli schemi operativi più utilizzati è stato

riscontrato quello della creazione di numerose società, con uffici inesistenti e sedi sparse nel mondo, ciascuna dotata di un proprio sito internet, la cui attività di consulenza sottende la prestazione ovvero la promozione abusiva di servizi di investimento.

In numerosi casi si è reso necessario l'avvio di procedure straordinarie, anche con l'esercizio dei poteri previsti dal d.lgs. 70/2003, finalizzate ad acquisire informazioni sull'effettiva attività posta in essere sullo spazio web esaminato. In alcuni casi, si è proceduto anche alla convocazione e audizione degli autori dei possibili illeciti.

Tra i provvedimenti di *enforcement* scaturiti dall'attività di vigilanza su internet, si segnalano alcune sospensioni e divieti di sollecitazione all'investimento in strumenti finanziari effettuate in assenza di autorizzazione alla pubblicazione del relativo prospetto informativo (si veda il precedente §2). A seguito dell'adozione di tali provvedimenti, sono conseguiti gli usuali interventi di "oscuramento" degli spazi web coinvolti negli illeciti.

Le segnalazioni all'Autorità Giudiziaria di possibili illeciti di natura penale hanno riguardato, come negli anni precedenti, prevalentemente ipotesi di prestazione e/o promozione abusiva di servizi di investimento e di truffa.

In particolare, una segnalazione all'Autorità Giudiziaria di un sito web che si sospettava venisse usato per la prestazione abusiva di servizi di investimento ha portato all'arresto dell'autore e alla confisca del denaro gestito abusivamente per conto di ignari investitori.

Un'altra segnalazione all'Autorità Giudiziaria ha riguardato un'ipotesi di manipolazione su titoli non quotati posta in essere su un sistema di scambi organizzati (Sso) già sospeso dalla Consob a tempo indeterminato. In particolare, sono stati posti in essere, in maniera reiterata e da parte di soggetti legati tra loro da stretti rapporti, condotte manipolative volte a far salire artificiosamente i prezzi delle azioni di alcuni emittenti, anche al fine di ottenere finanziamenti da istituti di credito che avrebbero accettato tali titoli in garanzia. Alcune di queste condotte sono state poste in essere attraverso messaggi diffusi su forum di informazione finanziaria con dei "nick names". Nello specifico, i messaggi sono stati recuperati esercitando i poteri previsti dal d.lgs. 70/2003 per il tramite di un flusso xml attivato dal service provider gestore del sito, mentre attraverso una procedura di "reverse look up" è stato possibile risalire al nominativo cui corrispondeva la mail di registrazione.

Le segnalazioni ad Autorità di vigilanza estere, avvenute nell'ambito dei rispettivi protocolli di intesa, riguardano attività illecite su internet accertate dalla Consob suscettibili di coinvolgere investitori non residenti in Italia.

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

1. La disciplina dell'appello al pubblico risparmio

Nel 2006 la Commissione ha apportato alcune modifiche al Regolamento Emittenti collegate all'abrogazione dell'art. 100 del Tuf operata dalla legge n. 262/2005 e alla conseguente applicazione delle disposizioni in materia di sollecitazione all'investimento ai prodotti finanziari emessi dalle banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni.

È stata, tuttavia, prevista l'inapplicabilità della disciplina della sollecitazione per le emissioni continuative e ripetute di certificati di deposito coperti da sistemi di garanzia dei depositi e per gli strumenti del mercato monetario emessi da banche con scadenza inferiore a 12 mesi. È stata poi introdotta un'ipotesi di esenzione parziale dalla disciplina della sollecitazione per le emissioni effettuate in modo continuo e ripetuto di obbligazioni bancarie cosiddette "plain vanilla" per un corrispettivo totale dell'offerta, calcolato per un periodo di dodici mesi, inferiore a 50 milioni di euro.

Altre modifiche hanno riguardato la disciplina degli annunci pubblicitari che, in caso di sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari (diversi dai titoli di capitale) emessi in modo continuo e ripetuto da banche, è stata assimilata a quella prevista per gli Oicr. Infine, è stato introdotto un caso di esenzione parziale dagli obblighi previsti dagli artt. 96 e 97, comma 3 del Tuf per le sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche di credito cooperativo e da banche che, ai sensi dell'art. 2409-bis, comma 3 del codice civile, possono prevedere nello statuto che il controllo contabile sia esercitato dal collegio sindacale.

Relativamente ai termini di decorrenza della nuova disciplina, la Commissione, con una specifica comunicazione, ha fatto presente che, non essendo previste disposizioni transitorie, essi coincidono con i termini di entrata in vigore della legge 262/2005 (17 maggio 2006). Tuttavia è stato evidenziato che, in ossequio al principio generale di irretroattività delle leggi, non rientravano nell'ambito di applicazione della disciplina le offerte per le quali alla data del 17 maggio 2006 fosse già in corso il periodo di adesione. In tal caso, infatti, l'applicazione delle nuove norme avrebbe determinato l'impossibilità di portare a termine offerte avviate con il previgente regime. Nella medesima comunicazione la Consob ha dettato istruzioni in merito alla possibilità di utilizzare, per i programmi di offerte al pubblico e per le offerte continue e ripetute, la disciplina del prospetto di base.

In altra comunicazione la Commissione, in risposta a una richiesta dell'Abi, ha evidenziato la necessità che nel prospetto di base, per ciascuna famiglia di obbligazioni, siano individuate, limitatamente alle fattispecie ove ciò è possibile (ad esempio, prodotti plain vanilla o prodotti definibili fin dall'origine) esemplificazioni quantitative ovvero algoritmi relativi alla determinazione dei rendimenti, accompagnati da esemplificazioni qualitative.

Nel 2006 la Consob si è espressa su alcune questioni interpretative di particolare rilievo circa la possibilità di immediata applicazione di alcune disposizioni della direttiva europea in materia di prospetti (direttiva 2003/71/CE), nelle more del suo recepimento nell'ordinamento domestico.

In particolare, a seguito di una richiesta concernente l'immediata applicabilità della definizione di "investitore qualificato" prevista dall'art. 2, paragrafo 1, lettera e) della direttiva, che si discosta dalla nozione contenuta nell'art. 31, comma 2 del Regolamento Intermediari, la Commissione ha ritenuto sussistere, per alcune categorie di soggetti indicati nella direttiva, un sufficiente grado di prescrittività e dettaglio nella definizione tale da non necessitare di ulteriori specificazioni e dunque immediatamente applicabile. Per altre categorie di soggetti, invece, la Commissione ha escluso l'immediata applicabilità della normativa comunitaria, ritenendo necessario un apposito intervento da parte del legislatore italiano.

Un altro ordine di questioni ha riguardato la necessità di fornire informazioni sul prezzo nei prospetti informativi relativi a offerte di azioni finalizzate alla quotazione realizzate con la tecnica dell'open price.

Negli schemi di prospetto contenuti nel Regolamento Emittenti, vigente prima dell'entrata in vigore della disciplina comunitaria era espressamente previsto che il prospetto di sollecitazione finalizzata alla quotazione contenesse almeno l'indicazione di un intervallo di prezzo; era, peraltro, consentito all'offerente di pubblicare tali informazioni in un avviso integrativo da diffondere con largo anticipo rispetto all'inizio dell'offerta (almeno cinque giorni prima). La nuova disciplina comunitaria (art. 8, paragrafo 1 della direttiva), invece, richiede che il prezzo di offerta sia sempre riportato nel prospetto; qualora però esso non sia ancora noto al momento della pubblicazione del prospetto è necessario descriverne almeno i criteri di determinazione o indicare il prezzo massimo. L'indicazione dei criteri o del prezzo massimo è prevista in alternativa alla revocabilità delle adesioni dei sottoscrittori.

Sebbene questi profili della disciplina non fossero ancora stati esplicitamente recepiti nell'ordinamento italiano, la Consob, nelle istruttorie sui prospetti informativi, ha espressamente richiesto l'indicazione dei metodi di determinazione del prezzo d'offerta e, con particolare riferimento ai moltiplicatori di mercato, l'individuazione dei criteri con i quali tali moltiplicatori fossero stati definiti nonché le motivazioni della scelta delle altre società quotate prese a riferimento per la valutazione (cosiddetti comparables). In caso di sensibile divergenza dei moltiplicatori di mercato riferiti all'emittente rispetto a quelli dei comparables è stato richiesto di dare evidenza di tale circostanza anche nei fattori di rischio dell'offerta.

Al fine di fornire comunque all'investitore elementi di valutazione sulla convenienza dell'investimento proposto, la Commissione ha inoltre ritenuto necessario individuare il range indicativo del prezzo di offerta già nel prospetto informativo. Infatti, sebbene tale range sia definito al termine della raccolta delle manifestazioni di interesse da parte degli investitori istituzionali, fase che si conclude in prossimità dell'inizio dell'offerta e quindi, di norma, dopo il rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto, il Regolamento Emittenti (avendo recepito le previsioni dell'art. 14 della direttiva) ha introdotto maggiori margini di flessibilità nella tempistica di pubblicazione del prospetto, prevedendo che questo venga pubblicato prima dell'inizio del

periodo di adesione e non più con un anticipo di almeno cinque giorni rispetto all'inizio dell'offerta.

Un ulteriore problema di coordinamento fra la disciplina nazionale e quella comunitaria in materia di sollecitazione si è posto con riferimento alle offerte pubbliche di sottoscrizione di azioni finalizzate alla costituzione di banche.

Nel caso delle costituende banche non è ovviamente possibile rispettare la disciplina del Regolamento Emittenti che impone di riportare nel prospetto le informazioni finanziarie sottoposte a revisione relative agli ultimi esercizi. D'altro canto, le disposizioni comunitarie in materia prevedono la possibilità di un regime di adattamento degli schemi e moduli di prospetto ove lo richiedano le specifiche caratteristiche dell'emittente e degli strumenti finanziari.

Nel caso delle banche costituende, al fine di individuare informazioni equivalenti a quelle previste negli schemi di prospetto, la Consob ha preso a riferimento la relazione tecnica contenente i bilanci previsionali relativi ai primi tre esercizi richiesta dalla Banca d'Italia ai fini dello svolgimento del procedimento autorizzatorio di propria competenza. Tali informazioni, nonostante abbiano natura previsionale, sono state ritenute "equivalenti" alle informazioni finanziarie indicate nel Regolamento Emittenti, fermo restando che esse devono essere corredate da apposita attestazione dal revisore contabile.

Quanto all'individuazione del soggetto legittimato a redigere tale attestazione, si è ritenuto che, anche al fine di consentire una migliore tutela degli investitori, questo debba essere il soggetto incaricato del controllo contabile dei bilanci della banca, ossia una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili (anche in considerazione del fatto che le costituende banche, a seguito dell'offerta e una volta ottenuta l'autorizzazione della Banca d'Italia, sono destinate a diventare emittenti strumenti finanziari diffusi ai sensi degli artt. 116 del Tuf e 2-bis del Regolamento Emittenti e dunque soggette all'obbligo di revisione contabile). Unica eccezione a tale principio è quella delle costituende banche di credito cooperativo, le quali non possono essere considerate emittenti strumenti finanziari diffusi in quanto le loro azioni sono soggette a limiti alla circolazione (peraltro il Testo unico bancario consente a tali banche di prevedere, a livello statutario, l'affidamento del controllo contabile al collegio sindacale piuttosto che a una società di revisione).

2. La disciplina dell'informativa societaria continua

Dopo le modifiche apportate nel 2005 ai Regolamenti Emittenti e Mercati conseguenti al recepimento della disciplina comunitaria sugli abusi di mercato, nel 2006 la Commissione ha emanato una comunicazione contenente raccomandazioni e chiarimenti in materia di informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti nonché adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato.

Già in passato la Consob, in materia di informazioni rilevanti da diffondere al pubblico ai sensi dell'art. 114, comma 1, del Tuf e in materia di analisi finanziarie, aveva formulato, anche su sollecitazione degli operatori, numerose comunicazioni contenenti chiarimenti sull'applicazione delle disposizioni di legge e di regolamento e aveva adottato diverse raccomandazioni volte a

garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati. Al fine di conferire sistematicità ai vari interventi, nel 2003 la Commissione aveva emanato una specifica comunicazione riservandosi di aggiornarne periodicamente il contenuto. Pertanto, con la citata comunicazione del 2006 (che ha sostituito la precedente comunicazione del 2003), la Consob ha raccolto e coordinato in un unico documento sia i chiarimenti interpretativi concernenti le norme di recepimento della direttiva sia le indicazioni contenute nella precedente comunicazione rivedute alla luce degli aggiornamenti apportati al Tuf e al Regolamento Emittenti.

La comunicazione del 2006 ha affrontato le questioni relative: i) alla nozione di "informazione privilegiata", sia con riferimento a quelle informazioni che possono dar luogo al reato di insider trading sia a quelle per le quali si manifesta l'esigenza di informare prontamente il pubblico; ii) alla disciplina del ritardo della comunicazione di informazioni privilegiate; iii) all'elenco (non esaustivo) dei soggetti ai quali, stante il dovere di riservatezza, possono essere comunicate selettivamente le informazioni privilegiate; iv) alla natura dei documenti che ricadono nella definizione di raccomandazione, ai fini dell'applicazione della disciplina della correttezza e trasparenza dei conflitti di interesse delle analisi finanziarie; v) all'uso da parte delle agenzie di rating delle informazioni privilegiate fornite dagli emittenti e alle modalità di interazione con questi ultimi; vi) alla disciplina sui registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate; vii) all'applicazione della disciplina concernente la comunicazione di operazioni di compravendita di azioni effettuate dagli amministratori dell'emittente, dagli azionisti che detengono una quota superiore al 10% dei diritti di voto e dai soggetti controllanti l'emittente.

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

Nel 2006 la Commissione, così come previsto dall'articolo 9 del d.lgs. 38/2005, ha elaborato gli schemi di bilancio per le società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati italiani e le società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, di cui all'art. 116 del Tuf, diverse dalle imprese bancarie e assicurative.

Nel dare attuazione al decreto 38/2005, sono stati effettuati ulteriori interventi al fine di riordinare le disposizioni regolamentari che facevano riferimento ai principi contabili internazionali Ias/Ifrs; è stata anche emanata una comunicazione in materia di "misure alternative dei risultati aziendali" e sono state fornite indicazioni circa la redazione dei comunicati stampa relativi alle rendicontazioni contabili. Infine, è stata modificata la disciplina del Regolamento Emittenti sull'informativa da fornire nella documentazione contabile annuale sui compensi e sulle partecipazioni detenute dai componenti degli organi di amministrazione e controllo.

Per quanto concerne gli sviluppi internazionali, nell'ambito della collaborazione tra il Cesr (Committee of European Securities Regulators) e la Commissione Europea, sono proseguite nel corso del 2006 le iniziative volte al miglioramento e all'armonizzazione dell'informazione finanziaria in Europa.

In particolare, il Cesr, attraverso il Cesrfin, il gruppo permanente sull'informazione finanziaria, si è occupato dello sviluppo delle sessioni dell'Eecs (European Enforcers Coordination Session) e del database contenente le decisioni assunte in materie di enforcement e attività di vigilanza dell'informazione finanziaria. Inoltre, il Cesrfin, attraverso appositi gruppi di lavoro, ha

continuato ad approfondire le tematiche afferenti la fase di transizione dalle regole nazionali europee agli Ias/Ifrs.

Anche in ambito Iosco, nel corso del 2006 si è completato il progetto di creazione di un database elettronico contenente le decisioni assunte in materie di enforcement, attraverso il quale rendere più agevole la comunicazione e lo scambio di informazioni. Il database è divenuto operativo il 19 gennaio 2007 e costituirà una fonte autorevole di informazioni per i membri Iosco.

In materia di revisione contabile, nel dicembre 2006 la Commissione ha stabilito che le società di revisione iscritte nell'Albo speciale e nel Registro dei Revisori Contabili istituito presso il Ministero della giustizia (queste ultime nello svolgimento degli incarichi conferiti dagli emittenti titoli diffusi ai sensi dell'art. 116 del Tuf) adottino, a partire dai bilanci d'esercizio e consolidato 2006, i nuovi principi di revisione emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri e dei Periti Commerciali.

I nuovi principi, che sostituiscono precedenti documenti raccomandati dalla Consob nel 2002, riguardano: "Gli obiettivi e principi generali della revisione contabile del bilancio" (documento n. 200); "La pianificazione" (documento n. 300); "La comprensione dell'impresa e del suo contesto e la valutazione dei rischi di errori significativi" (documento n. 315); "Le procedure di revisione in risposta ai rischi identificati e valutati" (documento n. 330); "Gli elementi probativi della revisione" (documento n. 500); "Le procedure di analisi comparativa" (documento n. 520). La Consob ha inoltre raccomandato il documento n. 240 "La responsabilità del revisore nel considerare le frodi nel corso della revisione contabile del bilancio".

I nuovi principi di revisione elaborati dalla professione contabile in collaborazione con la Consob introducono anche in Italia l'approccio di revisione incentrato sulla valutazione del rischio (cosiddetto audit risk model). Tale nuovo approccio implica che il revisore svolga procedure di revisione dirette ad acquisire un livello di comprensione dell'impresa e del contesto in cui opera sufficiente a identificare e valutare i rischi di errori significativi nel bilancio e a stabilire la natura, l'estensione e la tempistica delle procedure di revisione da svolgere in risposta ai rischi identificati.

A seguito dell'introduzione del principio della responsabilità unica della società incaricata della revisione dei bilanci consolidati di gruppi quotati, di cui all'art. 165, comma 1-bis del Tuf, la Commissione ha inoltre precisato che, nello svolgimento di tali incarichi, devono essere seguite le procedure di revisione di cui alla lettera A) del documento n. 600, "L'utilizzo del lavoro di altri revisori", già raccomandato nel 2003, che disciplina appunto i casi di assunzione di responsabilità unica sul gruppo.

4. La disciplina dei mercati

Nel 2006 la Commissione ha approvato alcune modifiche al Regolamento in materia di mercati allo scopo di semplificare il regime di esecuzione e di trasparenza delle operazioni effettuate fuori mercato.

Con apposita comunicazione la Commissione ha fornito anche chiarimenti sulla nuova disciplina contenuta nell'art. 34-bis del Regolamento Mercati in materia di modalità e termini per l'esercizio del diritto di intervento in assemblea, evidenziando alcuni obblighi di condotta che gli intermediari devono rispettare per attenuare il rischio che l'azionista possa non intervenire in assemblea per effetto del mancato o tardivo regolamento dei titoli acquistati in prossimità del suo svolgimento. Ulteriori chiarimenti sono stati forniti in merito alla tempistica con cui l'intermediario deve effettuare le comunicazioni di partecipazione all'assemblea e di cessione dei titoli. Nella circostanza, la Commissione ha peraltro ritenuto opportuno raccomandare agli intermediari di astenersi dal vendere allo scoperto in prossimità dell'assemblea quando è prevedibile che non si potranno consegnare i titoli nel giorno di regolamento previsto nel contratto.

La Commissione, infine, ha emanato una comunicazione in materia di segnalazione delle "operazioni sospette" da parte degli intermediari e delle società di gestione dei mercati regolamentati (la relativa disciplina, contenuta nel Regolamento Mercati a seguito del recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, è in vigore dal 1° aprile 2006).

In ambito internazionale, di particolare rilievo è l'adozione da parte della Commissione Europea delle misure di esecuzione della direttiva sui Mercati di strumenti finanziari, cosiddetta Mifid (direttiva 2004/39/CE) (Riquadro 5).

Riquadro 5

Le misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE in materia di mercati

Nel 2006 la disciplina di livello 1 definita nella direttiva Mifid ha trovato completamento con l'emanazione, da parte della Commissione Europea, delle relative misure di esecuzione (livello 2). Le misure di esecuzione sono contenute nel Regolamento n. 1287/2006 e riguardano, fra l'altro, il regime di *transaction reporting* e il regime di trasparenza *pre* e *post*-negoiazione.

Per ciò che riguarda il primo aspetto, le norme di livello 2 danno concreta attuazione al regime di segnalazione previsto dall'art. 25 della Mifid. In particolare, tali disposizioni mirano a definire nel dettaglio i metodi e le procedure da seguire per comunicare le operazioni finanziarie, la forma e il contenuto di tali comunicazioni nonché i criteri per identificare l'Autorità competente per il mercato più liquido. Avuto riguardo ai metodi e le procedure per la comunicazione delle operazioni, il Regolamento comunitario prevede che le segnalazioni devono essere effettuate in forma elettronica e devono rispettare alcune condizioni (sicurezza e confidenzialità dei dati segnalati, meccanismi per l'identificazione e la correzione degli errori nel rapporto di segnalazione, meccanismi per l'autenticazione della fonte della segnalazione, misure precauzionali appropriate per il recupero delle informazioni in caso di *system failure*). Con riferimento alla forma e al contenuto delle comunicazioni, il Regolamento stabilisce che le segnalazioni devono contenere le informazioni – specificate nella Tabella 1 dell'Annex 1 del Regolamento – che risultano rilevanti a seconda della tipologia di strumento finanziario.