

La Consob ha, inoltre, esaminato 16 prospetti per i quali l'istanza originaria dell'emittente è stata ritirata o è decaduta prima che fosse emesso il provvedimento di ammissione. In molte circostanze, e soprattutto negli ultimi mesi del 2007, l'accentuarsi della volatilità dei mercati finanziari ha determinato, infatti, il fallimento di alcune offerte e indotto talune società a sospendere temporaneamente il processo di quotazione.

Tav. 18

Attività di vigilanza Consob in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria

Tipologia	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Numero di prospetti informativi relativi a:						
Ammissione a quotazione di titoli azionari ¹	14	14	8	19	36	38
di cui: tramite offerta	6	4	8	15	26	27
Prestiti obbligazionari	21 ²	28	4	18	711	1.163
di cui: prospetti base	—	—	—	—	535	870
prospetti informativi	—	—	—	—	143	115
documenti di registrazione e supplementi	—	—	—	—	33	178
Emissione di covered warrants ³ e certificates	102	26	17	37	32	109
Ammissione a quotazione di warrants	6	8	--	10	1	3
Altre offerte relative a titoli quotati ⁴	1	1	1	2	--	--
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ⁵	3	2	5	7	6	18
Offerte ai dipendenti ⁶	39	35	28	26	--	--
Offerte in opzione ai soci ⁷	23	10	2	5	23	14
Oicr e fondi pensione ⁸	520	268	374	374	397	422
Totale	729	392	439	498	1.205	1.767
Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria:						
Fusioni	43	44	34	30	31	15
Scissioni	6	10	5	3	--	1
Aumenti di capitale sociale ⁹	58	66	68	47	49	33
Acquisto/alienazione azioni proprie	78	93	90	91	44	41
Modifiche statutarie	81	85	302	79	63	101
Conversione azioni	1	3	4	4	1	2
Emissioni obbligazioni	5	9	7	6	2	2
Riduzione capitale sociale	8	13	14	8	4	3
Totale ¹⁰	280	323	524	268	194	198

¹ I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla-osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. ² In un caso si è trattato di un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione.

³ Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più "serie" di covered warrants. ⁴ Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione a quotazione. ⁵ Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. ⁶ Il dato include anche i piani di stock options riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. ⁷ Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati warrant e obbligazioni convertibili). ⁸ Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero e le offerte di adesione a fondi pensione. Per il 2007, il dato non comprende le offerte di fondi pensione, in quanto le stesse non rientrano più negli ambiti di vigilanza della Consob. ⁹ Il dato si riferisce anche a operazioni di aumento di capitale deliberate ma non effettuate (o effettuate in un momento successivo). ¹⁰ Il numero complessivo di relazioni non corrisponde alla somma delle singole fattispecie in quanto alcune relazioni hanno più oggetti.

In alcune istruttorie la Consob ha richiesto l'integrazione del contenuto del prospetto con informazioni ritenute utili ai fini della valutazione dell'offerta.

L'istruttoria relativa all'offerta finalizzata alla quotazione di azioni della Sat, società che gestisce l'aeroporto di Pisa, ha presentato criticità connesse soprattutto al carattere regolamentato dell'attività svolta dall'emittente e alle incertezze legate al mancato completamento dell'iter di approvazione del contratto di programma, ossia dell'accordo pluriennale per la determinazione dei livelli tariffari applicabili. Sat svolge la sua attività in un settore caratterizzato da un'ampia e complessa regolamentazione nazionale e comunitaria, peraltro in significativa evoluzione proprio nel momento in cui la società aveva avviato il processo di quotazione. L'istruttoria ha, altresì, richiesto una considerevole collaborazione con le Autorità di settore (in particolare Enac e Ministero dei trasporti), finalizzata a una migliore comprensione del quadro normativo di riferimento e alla evidenziazione nel prospetto dei fattori di rischio relativi all'incertezza sulla determinazione dei diritti aeroportuali.

Un'istruttoria di particolare rilievo ha riguardato anche l'offerta pubblica di vendita delle azioni Prysmian Spa, holding di un gruppo attivo nello sviluppo, progettazione, produzione e installazione di cavi nel settore dell'energia e delle telecomunicazioni. In questo caso il business oggetto di quotazione si era sviluppato precedentemente alla costituzione dell'emittente (avvenuta nel 2005), circostanza che ha richiesto l'inserimento nel prospetto di informazioni finanziarie aggregate che, unitamente a quelle storiche, dessero conto dell'andamento delle risultanze gestionali consolidate generate da differenti assetti proprietari del gruppo. La Consob ha in particolare richiesto che il prospetto informativo riflettesse elementi informativi di dettaglio in ordine all'indebitamento finanziario del gruppo, con particolare riguardo alle clausole dei contratti di finanziamento (covenants), al grado di utilizzo degli affidamenti, nonché alle modalità di rimborso di talune nuove linee di credito.

In due casi, le richieste di integrazioni dei prospetti si riferivano all'ammissione a quotazione di investment companies (Riquadro 2).

Le principali criticità emesse nel corso delle relative istruttorie sono riconducibili alla peculiarità dell'attività svolta dalle suddette società e alla complessità della struttura del capitale sociale.

Riquadro 2

La quotazione delle Investment Companies

Nel corso del 2007 sono state ammesse alle negoziazioni su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana Spa due *Investment Companies*, ossia società il cui oggetto sociale esclusivo prevede l'investimento in partecipazioni di maggioranza o minoranza di società quotate e non quotate ovvero in strumenti finanziari.

La prima società dopo la quotazione ha iniziato a svolgere la sua attività assumendo partecipazioni soprattutto in società derivanti da *spin off* o cessioni di rami aziendali, ovvero società che necessitano di ristrutturazioni finanziarie o società *non performing* controllate da fondi di *private equity*. La seconda, invece, ha concentrato la

sua attività di investimento in fondi chiusi mobiliari e immobiliari e in società quotate o non quotate, italiane ed estere, selezionate dal *management* dell'emittente.

Entrambe le società si caratterizzano per attività a elevato rischio e cicli di ritorno degli investimenti su periodi di tempo medio-lunghi. La struttura proprietaria di queste società risulta, infine, particolarmente complessa sia per la molteplicità degli strumenti finanziari emessi che per l'esistenza di accordi, vincolati all'esito positivo della quotazione, determinanti ai fini della definizione degli assetti di controllo.

L'ammissione a quotazione di questa tipologia di società è oggetto di una disciplina specifica dettata dal regolamento di Borsa Italiana. In primo luogo è prevista la sussistenza di specifici requisiti prudenziali in capo all'emittente, che comportano l'indicazione nelle apposite disposizioni statutarie di: (i) limiti di investimento necessari a evitare la concentrazione dei rischi verso uno stesso soggetto; (ii) limiti all'acquisizione di quote di fondi speculativi; (iii) *quorum* assembleari deliberativi elevati (maggiori del 90% in tutte le convocazioni) per la modifica dell'oggetto sociale.

È richiesta, inoltre, la sussistenza di altri requisiti relativi all'attività, quali: (i) la presenza di consiglieri di amministrazione e dirigenti in possesso di esperienza qualificata nel settore della gestione strategica di investimenti; (ii) l'iscrizione dell'emittente a uno degli elenchi relativi ai soggetti operanti nel settore finanziario, di cui agli artt. 106, 107 e 113 del Tub.

Sono stati, inoltre, approvati: (i) 14 offerte in opzioni ai soci; (ii) 3 prospetti di offerta di warrant e 2 di prestiti obbligazionari convertibili; (iii) 18 prospetti relativi a titoli di società non quotate fra cui vanno ricompresi 6 prospetti relativi a comitati promotori di costituende banche (Riquadro 3).

Riquadro 3

La costituzione di banche per pubblica sottoscrizione

La Consob ha da tempo sancito l'applicabilità della normativa in materia di sollecitazione all'investimento alla costituzione di una società, con capitale rappresentato da azioni, per mezzo di pubblica sottoscrizione (Comunicazione n. DEM/1043874 del 1° giugno 2001).

L'art. 2331 del codice civile conferma questo orientamento, assoggettando pertanto l'offerta pubblica di sottoscrizione alle disposizioni, dettate dal Tuf e dalla normativa comunitaria (Direttiva 2003/71/CE e Regolamento di attuazione 809/2004/CE), in materia di offerta pubblica e di prospetto informativo.

La Commissione aveva definito i contenuti del prospetto informativo relativo alla costituzione per pubblica sottoscrizione di banche nel corso del 2006, avvalendosi del regime di adattamento degli schemi e moduli previsto dalle disposizioni comunitarie, al fine di individuare, per i prospetti relativi a tali tipologie di offerte, informazioni

equivalenti a quelle previste negli schemi di prospetto di cui al Regolamento 809/2004/CE.

Nel 2007, anche in considerazione del rilevante numero di istanze presentate, l'Istituto ha verificato la conformità del contenuto dei prospetti e le modalità di effettuazione delle offerte sia alla disciplina dell'offerta pubblica sia alle relative disposizioni del codice civile.

La maggior parte delle istanze pervenute presentava, infatti, talune difformità rispetto alla disciplina vigente. In particolare, il versamento a fondo perduto di contributi per il sostenimento delle spese di costituzione e, più in generale, dell'iniziativa proposta, nonché il versamento delle quote di capitale erano previsti, nella maggior parte dei casi, prima del raggiungimento del capitale minimo oggetto di offerta. La Commissione ha pertanto richiesto di: (i) modificare i prospetti in conformità con la norma del codice civile che prevede il divieto per i promotori di rivalersi per le spese di costituzione in caso di esito negativo dell'offerta o dell'iter costitutivo; (ii) precisare che, in caso di mancato perfezionamento dell'iter costitutivo, i promotori avrebbero provveduto al rimborso delle quote sottoscritte.

Considerata la particolarità della fattispecie, inoltre, il versamento delle quote di sottoscrizione potrà essere richiesto solo dopo che i promotori abbiano comunicato e accertato la positiva conclusione dell'offerta, con il raggiungimento almeno del relativo quantitativo minimo.

Ulteriori richieste di integrazione hanno riguardato le informazioni relative ai promotori e, in particolare, la sussistenza dei requisiti di onorabilità previsti dall'art. 25 del d.lgs. 385/1993 e i dati di cui all'Allegato I del Regolamento comunitario (incriminazioni ufficiali, reati di frode o bancarotta etc.). Ciò in considerazione della circostanza che l'investimento è relativo a una entità che deve ancora costituirsi e che, conseguentemente, i promotori assumono una particolare rilevanza essendo ideatori e redattori della proposta di investimento (di prassi nominati dall'assemblea dei sottoscrittori tra i componenti degli organi sociali della costituenda banca). Le informazioni relative ai promotori, pertanto, costituiscono, per i potenziali investitori, un riferimento utile a conseguire un fondato giudizio in merito all'investimento proposto.

Nel corso del 2007 la Commissione ha approvato 1.272 prospetti relativi a offerte pubbliche e/o ad ammissioni alla quotazione di prodotti finanziari diversi dalle azioni, di cui 1.163 relativi a prestiti obbligazionari e 109 a emissioni di *covered warrants* e *certificates*. I documenti approvati sono riconducibili a 261 enti creditizi (Tav. 18).

Con riguardo alle approvazioni relative ai prestiti obbligazionari, 870 documenti sono rappresentati da prospetti di base, 115 da prospetti informativi e 178 da documenti di registrazione e supplementi.

La maggior parte delle autorizzazioni rilasciate è relativa alla sola attività di sollecitazione, (circa il 93% del totale), mentre quelle concernenti la sola ammissione a quotazione e quelle relative all'attività di sollecitazione e ammissione a quotazione si sono attestate, rispettivamente, al 2% e al 5% del totale.

Sono stati, inoltre, depositati presso la Consob 1.988 prospetti semplificati, non soggetti a istruttoria preventiva in quanto relativi a collocamenti inferiori a 50 milioni di euro di obbligazioni cosiddette plain vanilla.

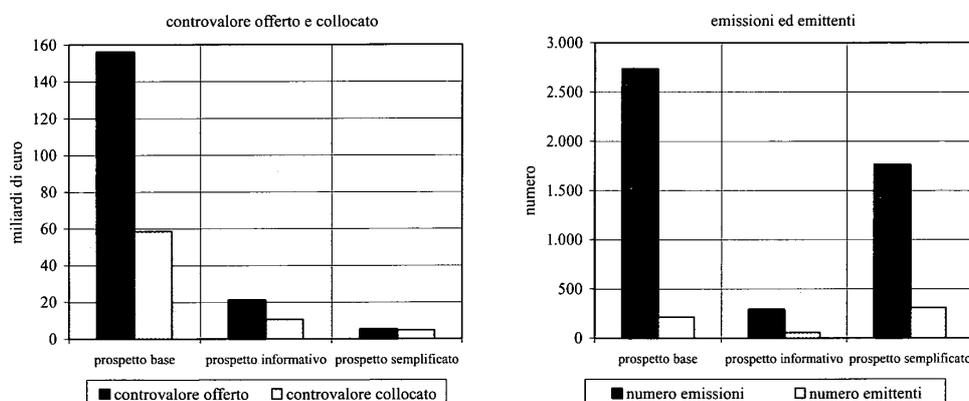
Sono pervenuti, inoltre, circa 600 documenti (prospetti e supplementi), muniti del cosiddetto passaporto europeo; rispetto all'anno precedente si registra una riduzione dell'utilizzo del passaporto europeo per i collocamenti in Italia.

Sulla base del complesso dei prospetti pervenuti all'Istituto, nel corso del 2007 gli istituti di credito hanno collocato prodotti per un controvalore complessivo pari a circa 75,6 miliardi di euro. Il comparto obbligazionario ha rappresentato il 98% (pari a 74 miliardi di euro) dei prodotti collocati; in particolare, i collocamenti di obbligazioni ordinarie si sono attestati a poco più di 55 miliardi.

In particolare, ammontano a 58,5 miliardi le emissioni di obbligazioni collocate utilizzando il prospetto base, a circa 10,6 miliardi quelle per le quali si è utilizzato il prospetto informativo, a 4,9 miliardi le obbligazioni collocate tramite prospetto semplificato. Il numero di emissioni complessive è stato pari a circa 4.800, di cui più della metà tramite prospetto di base e più di un terzo tramite prospetto semplificato (Fig. 73).

Fig. 73

Emissioni di obbligazioni di banche italiane soggette alla disciplina della sollecitazione
(dati relativi al 2007)



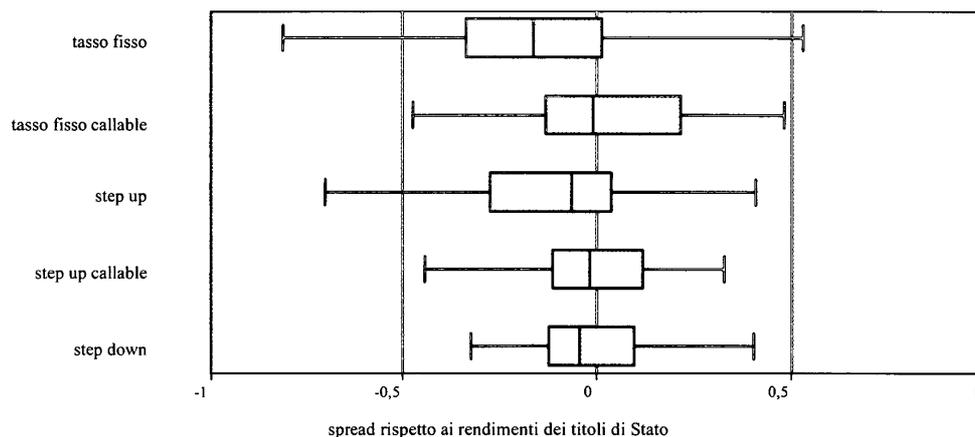
Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

I dati riportati nei prospetti e nelle condizioni definitive evidenziano che i rendimenti delle obbligazioni bancarie al momento dell'emissione sono mediamente inferiori a quelli dei titoli di Stato con analoga vita residua. Quasi il 75% delle obbligazioni ordinarie a tasso

fisso e delle obbligazioni con cedola crescente (cosiddette *step up*) emesse nel 2007 avevano rendimenti a scadenza inferiori a quelli dei Btp con analoga vita residua (Fig. 74); i rendimenti risultano in media allineati a quelli dei Btp per le obbligazioni che prevedono la facoltà di rimborso anticipato per la banca emittente (obbligazioni cosiddette *callable*) ma solo assumendo che la banca non eserciti tale facoltà nel corso della vita del prestito.

Fig. 74

Distribuzione di frequenza dello *spread* fra il rendimento a scadenza di obbligazioni bancarie con cedole predeterminate e il rendimento a scadenza di Btp con vita residua simile (valori percentuali su base annua)



Fonte: elaborazione su dati riportati nelle condizioni definitive. Il segmento all'interno di ogni *box* individua la mediana dello *spread*, mentre gli estremi del *box* individuano il I° e il III° quartile della distribuzione dello *spread*; i segmenti più estremi individuano i valori di minimo e massimo dello *spread*. I dati si riferiscono a un campione di obbligazioni bancarie emesse nel 2007 presso investitori non professionali composto da 652 obbligazioni ordinarie a tasso fisso, 26 obbligazioni a tasso fisso con opzione di rimborso anticipato (tasso fisso *callable*), 174 obbligazioni con cedola crescente (*step up*), 28 obbligazioni con cedola crescente e opzione di rimborso anticipato (*step up callable*) e 39 obbligazioni con cedola decrescente (*step down*). Per le obbligazioni con opzione di rimborso anticipato il rendimento a scadenza è calcolato nell'ipotesi in cui l'opzione non venga esercitata da parte della banca emittente.

Nel corso del 2007 si sono verificate alcune importanti operazioni di finanza straordinaria e di riassetto societario che hanno coinvolto società quotate.

Un'istruttoria di particolare complessità, finalizzata al rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta in opzione agli azionisti di azioni ordinarie, ha riguardato la Data Service Spa. Il Gruppo Data Service, attivo nell'outsourcing dei servizi documentali e di back office per primari istituti bancari, assicurativi ed enti pubblici, già a partire dall'esercizio 2006 versava in uno stato di grave carenza di liquidità. La Consob, proprio in considerazione della grave crisi finanziaria e gestionale dell'emittente, aveva assoggettato la società a obblighi di aggiornamento mensile delle informazioni rivolte al mercato. In tale contesto, l'offerta si inseriva nell'ambito di una più vasta operazione volta al superamento della crisi societaria in cui versava il Gruppo Data Service. I proventi derivanti dall'aumento di capitale avrebbero sostanzialmente contribuito al rafforzamento della struttura patrimoniale, al miglioramento del capitale circolante, al completamento del processo di riorganizzazione aziendale in corso secondo le linee guida del Piano Industriale 2007-2009. La Commissione ha

richiesto di dare evidenza, sin dalla prima pagina del prospetto, della sintesi dei principali profili di rischio concernenti, tra l'altro, le incertezze sulla continuità aziendale.

Banca Italease ha lanciato un'offerta in opzione agli azionisti, con conseguente ammissione alle negoziazioni delle azioni, per un controvalore di 670 milioni di euro circa, conclusasi il 13 dicembre 2007 con l'integrale sottoscrizione delle azioni offerte senza che si rendesse necessario l'intervento della garanzia promossa da Mediobanca. Detto aumento di capitale è stato destinato a fronteggiare l'esigenza di ricondurre il rapporto fra attività ponderate per il rischio e patrimonio di vigilanza alle previsioni normative, dopo la perdita consolidata di circa 478 milioni di euro, maturata al 30 giugno 2007 ed essenzialmente riferibile alle rettifiche di valore effettuate a copertura dell'esposizione in derivati verso la clientela per 920 milioni di euro di mark to market. L'istruttoria sul prospetto è stata indirizzata a evidenziare le diverse aree di criticità di tale Banca e si è concretizzata in diverse richieste integrative della bozza iniziale di prospetto, le più importanti delle quali hanno riguardato: (i) i profili di inattendibilità del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato della Banca al 31 dicembre 2006, alla base dell'esercizio da parte della Consob del potere di cui all'art. 157, comma 2, del Tuf; (ii) le cause che hanno condotto all'ingente perdita registrata dalla medesima Banca nella prima semestrale 2007, con particolare riferimento alle caratteristiche dell'operatività in derivati complessi. Anche in questo caso le informazioni relative a tale aspetto sono state enucleate in apposita Premessa del citato prospetto informativo che ha, tra l'altro, evidenziato i rilievi della Banca d'Italia.

Gemina ha effettuato un'offerta in opzione agli azionisti con conseguente ammissione a quotazione delle azioni per un controvalore di circa 1,2 miliardi di euro. L'offerta si è conclusa con l'integrale sottoscrizione delle azioni offerte, senza che si rendesse necessario l'intervento della garanzia offerta da Mediobanca e Unicredit. L'aumento di capitale era finalizzato a dotare l'emittente delle risorse finanziarie necessarie al rimborso della massima parte del cosiddetto "Finanziamento Ponte" concesso, nel precedente mese di giugno, da Mediobanca, MCC Mediocredito Centrale Spa, Banca di Roma Spa e Calyon Sa, per 1,4 miliardi di euro. Tale finanziamento era stato a sua volta stipulato per consentire a Gemina di sostenere i costi relativi all'operazione di acquisizione del 44,68% del capitale sociale di Aeroporti di Roma Spa, perfezionatasi nel mese di luglio. Tra le principali richieste avanzate dalla Consob per l'integrazione della bozza iniziale di prospetto si evidenziano, quelle volte a: (i) quantificare l'indebitamento finanziario netto del Gruppo Gemina a data recente e a evidenziare i vincoli posti sulle voci dell'attivo a favore di finanziamenti e impegni in essere; (ii) chiarire il costo del cosiddetto Finanziamento Ponte e l'esistenza di eventuali penalità a carico dell'emittente nell'ipotesi di rimborso anticipato dello stesso; (iii) chiarire il rispetto da parte di Aeroporti di Roma degli indici di performance finanziaria previsti dai contratti di finanziamento in essere alla data del prospetto e l'esistenza di garanzie, privilegi speciali aventi a oggetto attività della società a favore dei soggetti finanziatori.

Un'operazione particolarmente significativa è stata anche la fusione per incorporazione di Capitalia Spa in Unicredit Spa, che si colloca nel progetto di integrazione dei due gruppi le cui modalità di attuazione sono state deliberate dai rispettivi consigli di amministrazione nel mese di maggio. I due consigli hanno anche determinato il rapporto di cambio in 1,12 nuove azioni ordinarie Unicredit per ciascuna azione ordinaria Capitalia. Unicredit ha deliberato un apposito

aumento di capitale a servizio della fusione per un ammontare nominale di quasi 1,5 miliardi di euro.

Per quanto attiene alla vigilanza sulle offerte pubbliche di acquisto (Opa), la Commissione nel corso dell'anno 2007 ha approvato la pubblicazione di documenti di offerta relativi a 30 strumenti finanziari (Tav. 19).

Tav. 19

Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio per i quali è stato concesso il nulla-osta alla pubblicazione del documento d'offerta nel 2007

	Su azioni quotate			Su obbligazioni e warrant	Su azioni non quotate	Totale
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate			
Volontarie	5	2		1	4	12
Preventive						
Successive	12					12
Residuali	3					3
Su azioni proprie					2	2
<i>Totale</i>	20	2		1	6	30 ¹

¹ La Commissione nel corso dell'anno 2007 ha consentito anche la pubblicazione in Italia dell'Opasc promossa da Rfs Holdings sulla totalità delle azioni ordinarie della Abn Amro Holding.

In seguito all'entrata in vigore della Direttiva 2004/25/CE in materia di Opa, con riferimento alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, gli offerenti, su richiesta della Consob, hanno applicato il criterio di determinazione del prezzo "equo" indicato nella direttiva, prendendo in considerazione unicamente il prezzo più alto pagato dall'offerente per acquisti di azioni dell'emittente.

Solo in alcuni casi è stato, invece, fissato il corrispettivo quale media aritmetica tra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo. Tale scelta è stata motivata dalla circostanza che, in tali ipotesi, la media dei corsi azionari risultava maggiore rispetto al prezzo più alto pagato dall'offerente per acquisti di azioni dell'emittente e, dunque, l'applicazione del criterio previsto dall'art. 106, comma 2, del Tuf (nel testo all'epoca vigente) non ha comportato l'applicazione di un prezzo d'Opa inferiore a quello previsto dalla direttiva.

Di particolare rilievo l'istruttoria di un'offerta pubblica di acquisto e scambio (Opasc) di Rfs su Abn Amro e di Man su Scania, che hanno avuto a oggetto la pubblicazione anche in Italia di documenti di offerta già esaminati da altra Autorità dell'Unione Europea. Tali istruttorie hanno reso necessario valutare l'applicabilità delle disposizioni contenute nell'art. 6 della Direttiva 2004/25/CE in materia di Opa che prevedono il cosiddetto riconoscimento automatico dei documenti di offerta approvati da altra Autorità dell'Unione Europea negli altri Stati dell'Unione in cui risultino ammessi a quotazione i titoli oggetto dell'offerta.

Le disposizioni comunitarie non sono risultate direttamente applicabili alle fattispecie in esame. Nel caso dell'Opasc di Rfs su Abn Amro, in particolare, lo Stato dell'Autorità dell'Unione Europea che aveva vagliato il documento di offerta (l'Olanda), non aveva ancora integralmente recepito la Direttiva 2004/25/CE, e pertanto l'Autorità competente di tale paese non aveva rilasciato una vera e propria "autorizzazione" alla pubblicazione dell'offerta, come richiesto dalla direttiva ai fini del riconoscimento. Nel caso dell'Opasc di Man su Scania, il cui documento di offerta era stato vagliato dall'Autorità svedese, invece, le azioni Scania non risultavano quotate in Italia.

Nei predetti casi la Consob avendo peraltro riscontrato, in sede istruttoria, che gli ordinamenti degli Stati in cui erano stati esaminati i documenti di offerta prevedevano un contenuto di tali documenti sostanzialmente analogo a quello richiesto dalla normativa italiana, ha consentito la pubblicazione in Italia dei documenti già esaminati dalle altre Autorità, previa traduzione in italiano e predisposizione di una integrazione contenente le informazioni per lo svolgimento dell'offerta sul mercato italiano.

Nel periodo maggio-agosto 2007 sono state effettuate per la prima volta alcune offerte pubbliche di acquisto promosse su quote di fondi comuni di investimento di tipo chiuso.

Vista la novità dell'operazione e in mancanza di disposizioni specifiche in materia, la disciplina applicata è stata quella prevista in via generale per le Opa volontarie dagli artt. 102 e seguenti del Tuf nel testo all'epoca vigente, opportunamente adattata – ove necessario – per tenere conto delle peculiarità della fattispecie.

Tale adattamento è avvenuto, ad esempio, con riferimento alle previsioni di cui all'art. 103, comma 3, del Tuf, che richiede all'emittente di diffondere un comunicato in cui siano rappresentate le proprie valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo proposto: nel caso delle Opa aventi ad oggetto quote di fondi, che si configurano come patrimoni autonomi sprovvisti di personalità giuridica, il ruolo spettante agli emittenti societari nell'approvazione di detto comunicato è stato attribuito alla società di gestione del fondo e, più specificamente, al consiglio di amministrazione della stessa. Inoltre, in assenza di uno schema di riferimento ad hoc e in ragione della peculiare natura dell'investimento proposto è stata prestata particolare attenzione al contenuto del documento di offerta. Si è data evidenza, ad esempio, delle caratteristiche salienti del mercato italiano dei fondi quotati e, soprattutto, della circostanza che lo stesso è contraddistinto da ridotti volumi di scambio che possono limitare la significatività dei prezzi ivi formati e comportare il disallineamento delle quotazioni rispetto al valore teorico del fondo; è stata sottolineata l'inapplicabilità al caso di specie delle disposizioni in materia di Opa residuale e del conseguente rischio che, in esito all'offerta, la liquidità delle quote del fondo venisse talmente ridotta da compromettere il regolare andamento delle negoziazioni; infine, è stato richiesto l'inserimento di specifiche informazioni sul fondo e sulla società di gestione, con particolare riferimento all'eventuale appartenenza della Sgr al medesimo gruppo dell'offerente.

3. L'informativa in sede assembleare

Nel corso del 2007 la Consob è intervenuta in diverse occasioni con richieste di diffusione di informazioni da rendere in sede assembleare.

Nel caso di una società che versava in una situazione economico-finanziaria fortemente deteriorata da un significativo incremento dell'indebitamento, la Commissione ha richiesto di comunicare ai soci e al mercato le considerazioni degli amministratori in merito all'esistenza del presupposto della continuità aziendale, nonché le iniziative intraprese per far fronte alle esigenze finanziarie della società. La Commissione ha, altresì, richiesto di fornire ai soci e al mercato le verifiche svolte sui dati utilizzati a supporto delle determinazioni del prezzo della acquisizione a fronte della quale era stato ritenuto necessario incrementare l'indebitamento e le valutazioni in merito alla sostenibilità finanziaria dell'operazione.

In coerenza con gli interventi già avviati nel corso del 2006, la Consob ha, inoltre, imposto alla società obblighi informativi mensili, al fine di assicurare al mercato un costante aggiornamento sull'evoluzione delle principali variabili critiche della situazione gestionale. Particolare attenzione è stata rivolta alle iniziative eventualmente assunte per riequilibrare il rapporto fra mezzi propri e di terzi, nonché alla natura e all'importo dei debiti scaduti e alle operazioni effettuate con parti correlate.

In un altro caso, la Commissione ha richiesto di integrare la documentazione del bilancio al 31 dicembre 2006, che sarebbe stata sottoposta all'approvazione dell'assemblea dei soci con informazioni di dettaglio relative alle partecipazioni in società controllate contabilizzate nel bilancio individuale.

In particolare, relativamente alle partecipazioni in imprese controllate e collegate, è stata richiesta una approfondita descrizione del criterio di valutazione adottato e della metodologia seguita al fine della determinazione delle perdite durevoli di valore nonché delle valutazioni effettuate dagli amministratori sulla congruità degli importi di tali partecipazioni iscritti in bilancio.

4. L'informativa contabile

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle società in materia di informativa contabile, nel 2007 la Commissione è intervenuta in diverse occasioni con richieste di dati e informazioni agli organi di amministrazione e controllo. In particolare, gli interventi sono consistiti in richieste agli amministratori, al collegio sindacale e ai revisori di chiarimenti di natura contabile relativi a poste valutative di bilancio.

In tre casi, la Commissione ha esercitato il potere di impugnativa, di cui all'art. 157, comma 2 del Tuf.

Di particolare rilievo è stata la decisione di esercitare il potere di impugnativa relativamente ai bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2006 della Banca Italease.

Al riguardo, le violazioni riscontrate attengono: (i) alla non corretta valutazione e contabilizzazione dei derivati Otc sottoscritti con la clientela; (ii) al non corretto trattamento

contabile delle commissioni “upfront” riconosciute alla Banca Italease dalle banche controparti; (iii) alla mancata informativa in bilancio sulla tipologia di derivati Otc sui rischi insiti; (iv) alla mancata informativa sulle clausole e condizioni rilevanti delle cartolarizzazioni in essere al 31 dicembre 2006. Tali censure, oltre alla violazione di specifici principi contabili internazionali, hanno determinato il mancato rispetto dei criteri generali per la redazione del bilancio stabiliti dagli Ias/Ifirs. Pertanto, i bilanci 2006 della Banca Italease non rappresentavano fedelmente e attendibilmente la situazione economico-patrimoniale e finanziaria della società al 31 dicembre 2006, in quanto sono stati celati al fruitore dei bilanci stessi i reali rischi che la Banca stava sopportando. Inoltre, la rilevanza degli errori in merito all’operatività in derivati Otc e la significatività delle omissioni informative sull’operatività stessa e sui rischi derivanti da un’operazione di cartolarizzazione ha determinato una violazione dei requisiti di attendibilità e completezza dei bilanci 2006 di Banca Italease e il mancato rispetto delle finalità informative del bilancio.

La Commissione ha, inoltre, proceduto a impugnare i bilanci dell’allora Innotech e I Viaggi del Ventaglio.

Nel primo caso, l’attivazione da parte della Consob del potere di impugnativa relativamente ai bilanci d’esercizio e consolidato 2005 ha trovato fondamento nel riscontro di alcune violazioni dei principi stabiliti dalla normativa vigente in relazione alla contabilizzazione di talune poste, tra le quali assumono rilevanza la valutazione delle partecipazioni e delle immobilizzazioni immateriali, nonché la completezza informativa riguardante le prospettive di continuità aziendale della società.

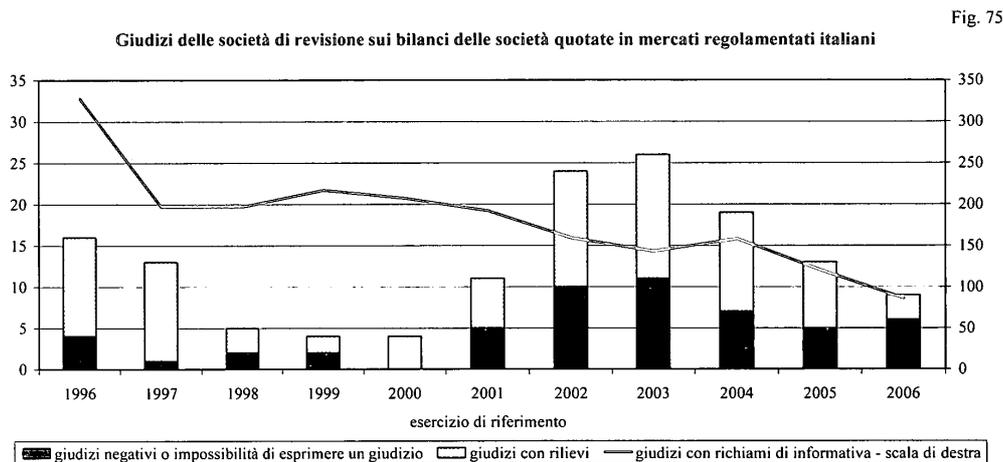
Nel caso dell’emittente I Viaggi del Ventaglio, la Consob ha ritenuto che il bilancio d’esercizio al 31 ottobre 2006, ancora predisposto sulla base delle disposizioni del codice civile e del d.lgs. 127/91, presentasse delle irregolarità con riferimento al mancato rispetto dei principi della prudenza e della rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e del risultato economico dell’esercizio, nonché alla valutazione di alcune poste (partecipazioni, crediti per imposte differite, accantonamenti per rischi e oneri). Con riferimento al bilancio consolidato al 31 ottobre 2006, redatto secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifirs, sono state riscontrate violazioni per quanto attiene allo Ias 1 “Presentazione del bilancio”, allo Ias 12 “Imposte sul reddito” e allo Ias 37 “Accantonamenti, passività e attività potenziali”.

Nel 2007 è proseguita l’attività della Commissione volta a richiedere la diffusione di informazioni mensili sui principali dati economico-finanziari alle società per le quali i revisori hanno espresso giudizio negativo o si sono trovati impossibilitati a esprimere un giudizio, oppure ricadenti nella previsione degli artt. 2446 e 2447 c.c. (perdite che hanno determinato la riduzione del capitale sociale di oltre un terzo o al di sotto del minimo legale). Considerando gli analoghi interventi effettuati negli anni precedenti, alla fine del 2007 risultavano soggette a tali obblighi 15 società quotate.

5. Le società di revisione

Le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale tenuto dalla Consob hanno esaminato 283 bilanci d'esercizio e 264 bilanci consolidati relativi all'esercizio 2006 di emittenti quotati su mercati regolamentati italiani.

In 6 casi il revisore ha espresso un giudizio negativo o si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio, mentre in 3 casi è stato espresso un giudizio con rilievi; risulta in sensibile riduzione il numero di giudizi con richiami di informativa (Fig. 75).



Fonte: relazioni delle società di revisione. I dati riguardano diverse tipologie di giudizi o rilievi che possono essere riferiti anche a uno stesso emittente. Confronta Note metodologiche.

I casi di giudizi negativi hanno riguardato I Viaggi del Ventaglio, la Pagnossin in liquidazione e la Richard Ginori 1735.

Nel caso de I Viaggi del Ventaglio la società di revisione ha rilasciato un giudizio negativo a causa di rilievi relativi all'errata applicazione dei principi contabili di riferimento e di incertezze circa la possibilità di proseguire l'attività da parte del gruppo. I rilievi, in particolare, hanno interessato: (i) l'iscrizione in bilancio di un provento di natura non ricorrente di ingente ammontare da considerarsi di competenza del successivo esercizio; (ii) l'iscrizione in bilancio di ingenti crediti per imposte anticipate pur in presenza di significative incertezze in merito alla loro recuperabilità tramite redditi imponibili futuri; (iii) l'iscrizione in bilancio di anticipi a fornitori a fronte dei quali non risulta adeguata documentazione a supporto; (iv) la mancata svalutazione dei crediti di dubbia esigibilità; (v) il mancato accantonamento dei costi di locazione di un immobile per il quale nel corso dell'esercizio è stato interrotto il contratto di locazione, ovvero il mancato accantonamento degli oneri per la risoluzione anticipata del contratto. Le situazioni di incertezza hanno riguardato: (i) la possibilità di portare a termine un aumento di capitale sociale necessario per coprire le perdite accumulate, che configurano le condizioni previste dall'art. 2446 del codice civile, e per consentire al gruppo di portare avanti il piano di ristrutturazione in atto; (ii) la possibilità di recuperare il valore di alcune poste dell'attivo.

Nel caso della Pagnossin il rilascio da parte del revisore di un giudizio negativo è riconducibile: (i) a incertezze connesse al valore di iscrizione della partecipazione in una società veicolo che detiene la partecipazione nella Richard Ginori 1735; (ii) alla situazione di crisi finanziaria in cui versa la società che ha determinato il mancato rimborso di un finanziamento; (iii) alla carenza dell'informativa fornita dagli amministratori in bilancio sulle previsioni patrimoniali, economiche e finanziarie prospettiche; (iv) all'assenza di evidenze circa l'impegno, dell'azionista di riferimento o di terzi, al rifinanziamento della società e all'effettiva esecuzione dell'aumento di capitale sociale, ritenuto necessario dagli amministratori stessi per la sussistenza del presupposto della continuità aziendale.

Infine, nel caso della Richard Ginori 1735, società indirettamente controllata dalla Pagnossin, il giudizio negativo è riconducibile ai seguenti rilievi: (i) mancata predisposizione da parte degli amministratori di analisi atte a valutare la recuperabilità degli investimenti in una società collegata e dei crediti vantati verso la medesima; (ii) carenza di informativa da parte degli amministratori sulle azioni intraprese e/o che intendono intraprendere per superare la situazione di crisi finanziaria; (iii) incertezze sui presupposti di continuità aziendale sottostanti alla redazione del bilancio al 31 dicembre 2006.

I casi in cui le società di revisione hanno dichiarato l'impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio sono essenzialmente riconducibili alla sussistenza di incertezze sulla continuità aziendale, relative, soprattutto, a dubbi circa la capacità delle società di reperire nel breve periodo adeguate risorse per fronteggiare gli esborsi finanziari necessari per garantire la continuità operativa.

Nel caso di Eurofly le incertezze hanno riguardato la possibilità di dare piena attuazione al piano di risanamento varato dal consiglio di amministrazione al fine di superare significative difficoltà che hanno determinato un grave deterioramento della capacità di generare cassa nonché perdite di entità rilevante.

Nel caso di Ipi Spa sono state rilevate sia limitazioni al procedimento di revisione che incertezze. Le limitazioni riguardano lo scarso tempo a disposizione per analizzare la relazione predisposta da parte dell'advisor incaricato dagli amministratori di effettuare approfondimenti circa le circostanze che avevano condotto all'emanazione di alcuni avvisi di garanzia a carico di alcuni amministratori per ipotesi di aggioaggio informativo e manipolativo e di falso in bilancio. Le incertezze segnalate dal revisore attengono principalmente alla possibilità di recupero di significative poste dell'attivo, quali investimenti in partecipazioni e crediti verso alcune società controllate, alla possibilità che vengano escusse garanzie su debiti di società controllate e alla possibilità di ottenere il rinvio della scadenza di un significativo finanziamento contratto con un'entità correlata.

Nel caso della Tas Tecnologia Avanzata dei Sistemi Spa le incertezze attengono la possibilità che le banche richiedano la restituzione dei finanziamenti erogati, anche in considerazione del mancato rispetto dei covenants per l'esercizio 2006 e la previsione che gli stessi non possano essere rispettati anche per gli esercizi immediatamente successivi. In assenza di una conferma ufficiale da parte delle banche della rinuncia a richiedere il pagamento dei finanziamenti erogati e nell'incertezza dell'esito delle eventuali trattative, il revisore ha valutato

che gli elementi probativi a sua disposizione non fossero tali da permettergli di ritenere fondati i presupposti di continuità aziendale assunti dagli amministratori per redigere il bilancio.

In altri casi le società di revisione si sono limitate a esprimere esclusivamente dei rilievi per dissensi rispetto alla valutazione di determinate poste contabili o per limitazioni al processo di revisione.

Nel caso di Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni Spa, vi sono state delle limitazioni al processo di revisione che hanno riguardato la mancanza di sufficienti elementi probativi per la valutazione di una partecipazione.

Nel caso di Snai Spa il rilievo espresso dal revisore attiene a dissensi nell'applicazione dei principi contabili in tema di esposizione e valutazione della raccolta derivante dall'accettazione delle scommesse a quota fissa e delle vincite pagate. La società ha esposto la raccolta tra i ricavi e il pagamento delle vincite tra i costi. A giudizio del revisore, secondo corretti principi contabili, la società avrebbe dovuto iscrivere tra i ricavi il risultato netto delle scommesse evitando così di sopravvalutare ricavi e costi.

Nel caso della S.S. Lazio Spa il rilievo espresso attiene a dissensi nell'applicazione dei principi contabili in relazione alla cancellazione di debiti finanziari dallo stato patrimoniale.

Per quanto riguarda la vigilanza della Commissione sulle società di revisione, nel corso del 2007 l'attività di controllo si è sviluppata secondo le nuove linee di indirizzo dettate dalla disciplina contenuta nella legge sul risparmio poi trasposta nel Tuf. In particolare, il nuovo art. 162 del Tuf ha assegnato alla Consob il compito di provvedere allo svolgimento sistematico di "controlli di qualità" sulle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale.

La Commissione, anche alla luce delle riflessioni in corso a livello internazionale presso gli organismi di supervisione degli *auditors*, ha definito strategie e piani operativi in linea con il nuovo approccio. Il *focus* della vigilanza si è spostato dal singolo incarico di revisione alla complessiva organizzazione delle società e, in particolare, alle procedure da esse adottate per garantire la conformità dei lavori ai principi di revisione.

Tali procedure debbono disciplinare temi rilevanti, quali i requisiti professionali e di competenza del personale; l'accettazione e il mantenimento della clientela; l'assegnazione degli incarichi a personale di livello adeguato; la direzione e la supervisione dei lavori di revisione. Tali procedure devono essere monitorate dalla società attraverso assidui controlli volti a verificarne l'adeguatezza e l'efficacia operativa.

Sulla base del nuovo modello di vigilanza, nella seconda metà del 2007, sono state avviate verifiche su tre società di revisione - una di grandi, una di medie e una di piccole dimensioni - al fine di accertare la conformità delle procedure organizzative da esse adottate al Principio di revisione n. 220, raccomandato dalla Consob, avente a oggetto "Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile".

Al 31 dicembre risultavano iscritte nell'Albo Speciale 22 società di revisione (una in più rispetto all'anno precedente). Nel corso del 2007 sono inoltre pervenute alla Consob

due istanze di iscrizione da parte di società iscritte nel Registro dei Revisori Contabili, entrambe concluse con il ritiro della domanda da parte delle società richiedenti.

Con riferimento agli incarichi di revisione contabile svolti per l'audit 2006, si evidenzia un lieve incremento del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione (passato da 1.989 per l'audit 2005 a 2.008), mentre è sostanzialmente immutata la distribuzione degli incarichi tra le società iscritte nell'Albo Speciale. Le prime quattro società in ordine di fatturato (PricewaterhouseCoopers Spa, Reconta Ernst & Young Spa, Deloitte & Touche Spa e Kpmg Spa) detengono complessivamente il 93,6% del mercato nazionale della revisione.

II – LA VIGILANZA SUI MERCATI

1. Gli abusi di mercato

Nel 2007, la Consob ha concluso 13 indagini nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli abusi di mercato e ha trasmesso 10 relazioni all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di reato. Tali segnalazioni hanno riguardato, rispettivamente, ipotesi di abuso di informazioni privilegiate in 3 casi e di manipolazione del mercato nei restanti 7 casi (Tav. 20).

Tav. 20

Risultanze delle indagini in materia di abusi di mercato

	Segnalazione di ipotesi di reato ¹		Accertamenti senza segnalazioni di ipotesi di reato ²	Totale
		- di cui per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate		
1997	19	16	33	52
1998	21	17	15 ³	36
1999	30	22	8	38
2000	21	17	5	26
2001	18	14	10	28
2002	16	7	9	25
2003	16	13	10	26
2004	11	4	8	19
2005	4	2	4	8
2006	7	2	6	13
2007	10	3	3	13

¹ Per le relazioni del 1997 e per 10 relazioni del 1998, si fa riferimento a relazioni motivate di cui all'art. 8, comma 3, della legge 157/1991, abrogato dal Tuf. ² Con riferimento agli anni 1997, 1998 e 1999 il dato include le risultanze relative, rispettivamente, a 18, 3 e 1 indagine che si sono concluse senza l'invio di relazione motivata al Pubblico Ministero. A partire dall'entrata in vigore del Tuf e fino al maggio 2005 la Consob era tenuta, in ogni caso, a trasmettere al Pubblico Ministero una relazione su indagini e accertamenti effettuati. A partire dal maggio 2005 la Consob non è tenuta a trasmettere le relazioni per le quali non vengono formulate ipotesi di reato. ³ Di cui 9 relative ad attività di accertamento che si sono concluse prima dell'entrata in vigore del Tuf.

Le ipotesi di illecito per abuso di informazioni privilegiate si riferiscono in prevalenza a fatti relativi a operazioni di finanza straordinaria (Tav. 21).

In un caso, alcuni componenti di una famiglia, cui era riconducibile il controllo di una società quotata, hanno venduto azioni prima del comunicato relativo alla decisione del consiglio di amministrazione di proporre la liquidazione della società. In un altro caso, il presidente di una società quotata e la società hanno venduto azioni della stessa prima che venisse resa pubblica la rinuncia da parte di un'altra società quotata a una fusione già annunciata. Nel terzo caso, una persona fisica ha acquistato azioni di una società quotata in un mercato tedesco prima che venisse annunciata un'offerta pubblica di scambio da parte di una società italiana.