

Nell'ambito di tali lavori, con il supporto della Banca d'Italia, è stato proposto l'inserimento nei contratti relativi a strumenti finanziari derivati di informazioni concernenti i costi, anche impliciti, delle operazioni e i rischi ad esse relativi, desunte dall'applicazione di un approccio metodologico dettagliatamente illustrato in apposite istruzioni tecniche applicative.

La Legge n. 203/2008 (Legge Finanziaria per il 2009) ha inoltre posto le condizioni per una revisione integrale della disciplina dei contratti derivati sottoscritti dagli Enti locali con riferimento sia alla tipologia dei contratti ammissibili sia ai contenuti dell'informativa di trasparenza che gli stessi devono riportare<sup>26</sup>.

Questa norma fornisce la possibilità di introdurre nel nostro ordinamento una uniformità nella terminologia utilizzata nei contratti e una standardizzazione delle diverse clausole al fine di una migliore e più rapida comprensione del loro contenuto (fermo restando che allo stato della normativa i contratti conclusi Otc non risulterebbero standardizzati e il relativo contenuto sarebbe quindi sempre lasciato nella piena disponibilità delle parti).

Sarebbe quindi opportuno introdurre regole e soluzioni metodologiche che consentano all'Ente territoriale, in prima battuta, e agli Organi di controllo, in sede di successiva verifica, di trovare con immediatezza nel contratto tutte le informazioni sufficienti a farne comprendere la legittimità giuridica, la convenienza economica oltre che ad attestare la correttezza del comportamento dell'intermediario che lo propone; informazioni da rendere secondo una terminologia chiara, uniforme, generalmente condivisa e capace di individuare con semplicità ed oggettività i profili di rischio e onerosità delle operazioni.

In questa logica, nell'ambito dei lavori in corso presso il Ministero dell'Economia per la redazione del regolamento ministeriale di attuazione dell'art. 62 del d.l. n. 112/2008, convertito nella legge n. 133/2008, l'Istituto ha proposto che, tra le informazioni da rendere nei contratti relativi a strumenti finanziari derivati, venga data evidenza dei rendimenti, dei costi (anche impliciti) delle operazioni e dei rischi ad esse relativi. È inoltre opportuno che nel "set informativo" da fornire agli Enti territoriali venga inserito il confronto (di tipo probabilistico) tra la situazione finanziaria dell'Ente prima della stipula del contratto derivato e quella conseguente alla sua stipula.

Infine, ove il legislatore lo ritenesse opportuno, l'assetto dei controlli oggi esistente potrebbe essere migliorato potenziando il ruolo della Corte dei Conti e attribuendo alla stessa un potere preventivo (interdittivo) sull'adozione degli strumenti finanziari derivati

---

<sup>26</sup> In particolare l'art. 3, comma 1, ha precisato che "il Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa (...) al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati (...) individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere".

da parte degli Enti territoriali, finalizzato a garantire un impatto non negativo sul sistema di finanza pubblica.

### **5. La vigilanza sul caso Alitalia**

La Consob ha costantemente vigilato sulle vicende della società Alitalia Linee Aeree Italiane Spa.

Dal 17 giugno 2004, è stato chiesto all'Alitalia, ai sensi dell'art. 114 del Tuf, di diffondere a cadenza mensile dati sulla propria situazione societaria, in considerazione dello stato di conclamata crisi economico finanziaria in cui versava il gruppo, attestata dalle dichiarazioni effettuate dagli amministratori nel bilancio 2003 e dall'impossibilità al rilascio del giudizio sui bilanci d'esercizio e consolidato 2003 espressa dalla società di revisione.

Il permanere dello stato di crisi della società negli anni successivi ha indotto, alla fine del 2006, il Governo allora in carica a ritenere necessaria la cessione del controllo e la completa privatizzazione della società. Con la pubblicazione del bando del 29 dicembre 2006 ha preso avvio la prima fase del tentativo di cessione della quota di controllo della società detenuta dal Ministero dell'Economia.

La dismissione della partecipazione pubblica si è rivelata da subito problematica: sia la procedura di gara, che si era protratta fino all'estate del 2007, sia la successiva procedura a trattativa privata non avevano portato al completamento del processo di privatizzazione.

Nel periodo è stata ulteriormente rafforzata la vigilanza sulla regolarità del funzionamento del mercato, soprattutto nelle fasi di maggiore incertezza informativa sul possibile esito della procedura di privatizzazione. La vigilanza si è esplicata attraverso numerosi interventi sotto forma sia di richieste di informazioni, sia di convocazioni dei rappresentanti della società e della società di revisione.

A seguito del venir meno dell'offerta presentata da Air France – Klm nell'ambito della trattativa privata condotta da Alitalia, sono stati adottati dai Governi che nel periodo si sono succeduti provvedimenti straordinari aventi l'obiettivo di facilitare il risanamento e la privatizzazione dell'Alitalia e di assicurare la continuità del servizio di trasporto aereo per le rotte nazionali e internazionali.

Particolari profili di criticità per l'azione di vigilanza informativa sono scaturiti dalle disposizioni di cui all'art. 1, comma 3, del d.l. n. 97 del 3 giugno 2008, che ha stabilito che *“nel periodo intercorrente tra l'individuazione del soggetto e la presentazione dell'offerta di cui al comma 1 [cioè l'offerta, indirizzata all'azionista o alla società, finalizzata ad acquisire il controllo di Alitalia], le attività comunque finalizzate alla preparazione dell'offerta stessa non danno luogo ad obblighi informativi ai sensi del testo unico delle*

*disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58”.*

La sospensione degli obblighi informativi ha comportato – quasi automaticamente – la sospensione, disposta da Borsa Italiana, delle negoziazioni sui titoli emessi da Alitalia tenuto conto che l’assenza di informazioni fa venire meno le premesse per un regolare svolgimento degli scambi. La logica che sottendeva tali misure era rappresentata dalla considerazione che il miglior interesse degli azionisti, degli obbligazionisti, dei creditori e degli altri *stakeholder* della società sarebbe stato perseguito favorendo la cessione della società e completando rapidamente il processo di privatizzazione, in un’ottica di continuità aziendale, e che ogni misura che avesse in qualche modo agevolato tale processo era quindi giustificata. La Consob ha ritenuto di non attivare, rispetto al provvedimento di sospensione adottato da Borsa Italiana, i poteri di cui all’art. 64, comma 1-*bis* lett. a).

Gli sviluppi delle trattative con potenziali acquirenti hanno invece condotto all’ammissione della società alla procedura di amministrazione straordinaria. Il cambiamento radicale del contesto ha portato alla revoca del titolo dal listino in luogo della sua riammissione.

In questo mutato contesto, caratterizzato dal fatto che le trattative in corso avevano ad oggetto l’acquisto di complessi di beni e contratti del gruppo e non del controllo della società, e tenuto conto che il termine per la presentazione dell’offerta, che avrebbe dovuto essere indicato con delibera dal Consiglio dei Ministri, non era stato definito, in data 8 settembre 2008 è stata sollecitata la Presidenza del Consiglio dei Ministri a pronunciarsi sulla permanenza dell’esenzione dagli obblighi informativi. L’11 settembre 2008 la gestione commissariale ha comunque espresso la propria disponibilità a sottoporsi volontariamente agli obblighi informativi previsti dal Tuf.

La Consob, preso atto di tale disponibilità, con nota del 16 settembre 2008 ha invitato il Commissario Straordinario a diffondere ogni possibile informazione ritenuta utile a fornire al mercato un’informativa aggiornata sulla vicenda e comunque su quanto di interesse dell’emittente.

In data 31 ottobre 2008 la Gestione Commissariale ha reso noto di aver ricevuto da Cai Spa un’offerta vincolante di acquisto di complessi di beni e di contratti di Alitalia, Alitalia Servizi, Alitalia Express, Volare e Alitalia Airport (società in amministrazione straordinaria). Al riguardo, in data 3 novembre 2008 sono state fornite informazioni di dettaglio relative all’oggetto dell’offerta e alle modalità di regolamento pattuite. In data 4 novembre 2008, successivamente alla comunicazione al mercato dell’avvenuta presentazione dell’offerta da parte di Cai, la Consob ha comunicato all’emittente il venir meno della sospensione degli obblighi informativi di cui al Tuf, prevista dal comma 3 dell’art. 1-*bis* del d.l. n. 80 del 23 aprile 2008, convertito con modificazioni dalla legge 23 giugno 2008, n. 111; medesima comunicazione è stata effettuata al Presidente del Consiglio dei Ministri, al Ministro dell’Economia e delle Finanze e al Ministro dello

Sviluppo Economico. A partire da tale data la società è tornata pertanto soggetta a tutti gli obblighi informativi gravanti sulle società quotate, ad esclusione di quelli incompatibili con la procedura di amministrazione straordinaria alla quale era sottoposta (tra i quali, l'obbligo di redazione dei bilanci).

In data 24 novembre 2008 la Consob ha scritto al Presidente del Consiglio dei Ministri, al Ministro dell'Economia e delle Finanze e al Ministro dello Sviluppo Economico chiedendo di conoscere se fossero in corso valutazioni circa possibili, connessi benefici a favore dei possessori delle azioni e delle obbligazioni emesse dalla società, elementi questi da dover comunicare al pubblico.

In data 19 dicembre 2008 la Consob ha richiesto all'emittente di rendere note le considerazioni della gestione commissariale in merito: (i) al rispetto del principio della *par condicio creditorum* nella procedura di cessione degli *assets* a Cai e (ii) alle motivazioni, anche di ordine procedurale e normativo, che avevano indotto a porre taluni *omissis* sul Programma di cessione e sugli allegati della Relazione sulle cause di insolvenza (con particolare riguardo ai valori di dettaglio delle attività, alle situazioni economiche e patrimoniali delle società in amministrazione straordinaria alla data di apertura della procedura e ai cosiddetti *recovery ratios*<sup>27</sup>). L'emittente ha pubblicato sul sito della procedura il testo del parere legale di un proprio consulente in merito all'applicabilità della *par condicio creditorum* alla cessione a Cai e ha reso disponibili alcuni allegati alla Relazione sulle cause di insolvenza e al Programma di cessione, in precedenza oggetto di *omissis* su autorizzazione del Tribunale di Roma.

Si osserva, tuttavia, che, compatibilmente con le esigenze di riservatezza della procedura e delle autorizzazioni ricevute dai giudici delegati, non sono state diffuse al mercato informazioni in merito alla perizia dell'esperto incaricato dal commissario straordinario di valutare i beni da cedere a Cai, i nominativi delle società interessate a rilevare l'attività cargo, la prevedibile evoluzione economica e finanziaria delle società in amministrazione straordinaria, i *recovery ratios* e alcune informazioni sui contenziosi in capo all'emittente.

---

<sup>27</sup> In merito alle previsioni in ordine alla soddisfazione dei creditori, ai sensi dell'art. 56, secondo comma, d.lgs. 270/99, in caso di adozione di un programma di cessione, il programma deve altresì indicare le previsioni in ordine alla soddisfazione dei creditori, indicando, quindi, una stima della percentuale di soddisfazione (cioè i *recovery ratios*) dei debiti delle imprese insolventi, distinguendo tra crediti in prededuzione, privilegiati e chirografari. Al fine di poter fornire la richiesta stima, è quindi necessario definire, ancorché in via preliminare, (i) una previsione sufficientemente verosimile del ricavato dalla liquidazione dei beni aziendali; (ii) una completa mappatura quantitativa e qualitativa della massa passiva, che identifichi cioè l'importo e le eventuali cause legittime di prelazione dei creditori da soddisfare. Al riguardo il commissario straordinario ha rilevato che la situazione delle Società in Amministrazione Straordinaria e, in generale, del gruppo Alitalia rendeva estremamente difficili tali previsioni. Le informazioni fornite al Ministero sono state oggetto di *omissis*.

L'esame delle domande per l'ammissione allo stato passivo dell'amministrazione straordinaria presentate dagli azionisti e obbligazionisti è previsto che sia effettuato nelle udienze presso il Tribunale di Roma rispettivamente del 6 e 21 ottobre 2009.

In data 14 gennaio 2009 Borsa Italiana ha comunicato a Consob di aver avviato la procedura di revoca dalla quotazione sul mercato Mta delle azioni ordinarie e delle obbligazioni convertibili emesse da Alitalia, in considerazione dell'ammissione dell'emittente a procedure concorsuali (come previsto dall'art. 2.5.1, comma 8, lett. d) del Regolamento di Borsa Italiana).

La Consob, non disponendo di elementi informativi diversi da quelli valutati nel corso della propria istruttoria dalla società di gestione del mercato, ha ritenuto di non essere nelle condizioni di poter esercitare i poteri, previsti dall'art. 64, comma 1-bis, lett. a) del Tuf, in merito alle decisioni della società di gestione del mercato di ammettere, escludere e sospendere dalle negoziazioni gli strumenti finanziari.

In relazione agli esiti della vicenda ed al contesto che ha portato all'amministrazione straordinaria della società, è stata più volte segnalata l'opportunità che fossero valutate nelle competenti sedi istituzionali iniziative a favore dei possessori di strumenti finanziari emessi da Alitalia Linee Aeree Italiane SpA anche, ma non solo, quale ulteriore contributo per il ripristino della fiducia dei risparmiatori nei mercati finanziari.

Allo stato si ritiene necessario rinnovare la esigenza della adozione di adeguati interventi.

## **6. I controlli sulla governance e gli assetti proprietari delle imprese**

### *La disciplina sul voto di lista nell'elezione degli organi di amministrazione e controllo*

Il sistema normativo italiano prevede strumenti di partecipazione delle minoranze azionarie al governo societario particolarmente incisivi.

L'obbligo del voto di lista per l'elezione degli organi di amministrazione e di controllo, che è presieduto da un membro eletto dalle minoranze, ha l'obiettivo di consentire agli azionisti non legati, neppure indirettamente agli azionisti di controllo o di maggioranza relativa di esprimere propri rappresentanti.

Si tratta di regole innovative, anche nel confronto internazionale. La Consob è stata chiamata a svolgere un ruolo importante nel definire disposizioni attuative e nel vigilare sul loro rispetto sostanziale, con l'obiettivo di favorire assetti più aperti alla dialettica tra azionisti.

Dalla stagione assembleare del 2008, che ha rappresentato un primo test per il nuovo sistema di elezione degli organi di amministrazione e controllo, sono emersi segnali positivi di attivismo da parte di investitori istituzionali, soprattutto internazionali, che

hanno visto nella partecipazione alla nomina degli organi sociali uno strumento efficace per realizzare forme di partecipazione trasparenti e non necessariamente conflittuali nei confronti degli assetti di controllo esistenti.

In taluni casi si sono però evidenziate difficoltà nell'assicurare piena trasparenza sui collegamenti tra liste presentate come provenienti dalle minoranze e azionisti di controllo. Sono stati necessari interventi per integrare le informazioni fornite e per responsabilizzare gli organi sociali ad un'applicazione della disciplina coerente con la finalità di tutela delle minoranze.

Sono state effettuate richieste di informazioni ai sensi dell'art. 114 del Tuf nei confronti dell'emittente e dei soggetti presentatori di liste di minoranza in occasione dell'elezione del collegio sindacale di Assicurazioni Generali Spa, nonché del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale di Italmobiliare Spa. In entrambi i casi è stato richiesto ai soggetti presentatori delle liste dichiarate di minoranza di comunicare al mercato gli eventuali rapporti esistenti con il gruppo dell'azionista di controllo o di maggioranza relativa dell'emittente e i motivi per i quali essi non erano stati ritenuti rilevanti per l'individuazione del collegamento di cui agli articoli 147-ter, comma 3, e 148, comma 2, del Tuf e all'emittente stesso di comunicare il mercato le proprie valutazioni in merito a tali elementi. Nel caso delle Assicurazioni Generali, i presentatori di una lista di minoranza hanno ritirato la lista prima dell'assemblea.

Alla luce di questa esperienza, è stata emanata una comunicazione con la quale si raccomanda ai soci che presentino una "lista di minoranza" di specificare i rapporti di collegamento, sia pure indiretti con gli azionisti che detengono partecipazioni di controllo o di maggioranza relativa (si veda in particolare il successivo Capitolo III "L'attività regolamentare").

#### *Le offerte pubbliche d'acquisto finalizzate al delisting*

L'andamento fortemente negativo dei mercati azionari che ha contraddistinto larga parte del 2008 e i primi mesi del 2009 è stato accompagnato da un notevole aumento delle offerte pubbliche di acquisto promosse da azionisti di maggioranza di società quotate finalizzate a ritirare i titoli in circolazione e procedere alla revoca delle azioni dalla quotazione.

La quasi totalità delle offerte pubbliche di acquisto svoltesi nel 2008 ha infatti avuto tale finalità.

Nelle offerte pubbliche volte al *delisting* la finalità dell'azione di vigilanza si sostanzia nel ricercare il giusto temperamento tra il legittimo interesse dell'azionista di controllo a revocare dalla quotazione la società e la necessità di assicurare la piena tutela

degli azionisti di minoranza, il cui *exit* deve avvenire a condizioni non sfavorevoli e secondo modalità non coercitive.

Le criticità di tali operazioni discendono essenzialmente da un fenomeno noto come “coazione a vendere”, consistente nella particolare condizione degli azionisti destinatari di un’Opa che, pur non reputando congrue le condizioni offerte, sarebbero indotti ad aderirvi dal timore di rimanere in possesso di titoli destinati a deprezzarsi nel caso l’offerta abbia successo. I profili di criticità per gli azionisti di minoranza sono accentuati nelle offerte promosse da un azionista di controllo.

L’esigenza di tutela degli azionisti di minoranza in offerte volte alla revoca delle azioni dalla quotazione e lanciate in una fase di mercato caratterizzata da quotazioni depresse ha comportato l’adozione, nel corso del 2008, di misure per attenuare le maggiori problematiche riscontrate e l’avvio dello studio di soluzioni regolamentari idonee alla correzione delle stesse.

Già nei primi mesi del 2008, le criticità citate si erano delineate per alcune offerte pubbliche di acquisto volontarie promosse dall’azionista di controllo le quali, per le caratteristiche dell’operazione e per la natura del soggetto offerente, configuravano problematiche non dissimili da quelle riferibili alle operazioni con parti correlate e per questo hanno richiesto l’adozione di iniziative volte a garantire più ampia tutela degli azionisti di minoranza e trasparenza al mercato. In particolare, l’intervento della Consob ha teso ad assicurare al mercato la più ampia informazione in merito alla correttezza sostanziale e procedurale dell’operazione e a ridurre l’incertezza degli oblati sul suo probabile esito, al fine ultimo di consentire agli azionisti di minoranza di compiere scelte consapevoli in merito all’adesione.

In particolare, l’offerta pubblica promossa all’inizio del 2008 da Fondiaria-Sai sulla società controllata Immobiliare Lombarda è stata oggetto di diverse richieste di trasparenza al mercato sulle valutazioni dell’offerta svolte dall’organo di amministrazione della società *target* e sul coinvolgimento nelle stesse degli amministratori indipendenti, nonché sulle modalità con le quali le società interessate avevano assicurato nell’operazione il rispetto dei criteri di correttezza sostanziale e procedurale adottati per il compimento di operazioni significative e con parti correlate. Ad esito di tali richieste, la società *target* ha reso noto al mercato che l’organo amministrativo, con l’astensione degli amministratori non indipendenti, aveva condiviso il parere fornito dall’esperto indipendente e giudicato non congruo il corrispettivo dell’offerta.

Sempre nei primi mesi del 2008, in occasione della promozione di un’Opa finalizzata al *delisting* di Ducati Motor Holding da parte dei suoi principali azionisti, la Consob è intervenuta indirizzando all’emittente specifiche richieste di divulgazione di informazioni al fine di permettere agli azionisti una più compiuta valutazione dell’offerta. La richiesta di informazioni ha riguardato le motivazioni alla base del giudizio di congruità del prezzo d’Opa rilasciato nel comunicato dell’emittente e le modalità seguite per assicurare il

rispetto di criteri di correttezza sostanziale e procedurale e il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle valutazioni dell'offerta da parte della società *target*.

In relazione ad altre Opa svoltesi nel corso del 2008, nell'intento di ridurre l'incertezza del mercato sul loro probabile esito, la Commissione ha indirizzato agli azionisti rilevanti della società *target* la richiesta di rendere nota la decisione in merito all'adesione, non appena assunta, e le relative motivazioni. Tale iniziativa, la cui efficacia dipende dalla presenza e dal grado di rilevanza degli azionisti potenziali destinatari delle richieste di trasparenza, costituisce un utile strumento di informazione per i piccoli azionisti sul comportamento e sulle valutazioni di azionisti determinanti ai fini del successo dell'offerta.

L'importanza che nel corso dell'ultimo anno ha raggiunto il fenomeno delle offerte promosse dall'azionista di controllo e l'osservazione delle criticità appena riassunte hanno indotto a studiare misure *ad hoc* a tutela degli azionisti di minoranza.

La revisione della disciplina regolamentare in materia di offerte pubbliche di acquisto, resa necessaria dalle modifiche del Tuf introdotte nel corso del recepimento della direttiva Opa, offrirà alla Commissione l'opportunità di introdurre nuove previsioni volte ad assicurare un'efficace mitigazione dei profili di criticità sopra esposti.

Oltre alla possibile introduzione in via regolamentare delle già sperimentate richieste di informazioni, la eventuale previsione di una riapertura dei termini dell'offerta, consentendo all'azionista di poter aderire una volta noti i suoi risultati, potrebbe attenuare il fenomeno della "pressione a vendere" nelle offerte in cui si prefigura il venir meno della quotazione dei titoli (o la riduzione della loro liquidità). La riapertura dei termini dell'offerta è stata già spontaneamente adottata dall'offerente Banca Popolare di Milano nel corso dell'Opa volontaria totalitaria promossa sulle azioni di Anima Sgr.

Inoltre, una maggiore responsabilizzazione degli amministratori indipendenti nella valutazione dell'offerta, in particolar modo ove questa sia promossa dall'azionista di controllo, potrebbe essere realizzata prevedendo l'inclusione di un loro specifico giudizio sull'offerta nel comunicato dell'emittente.

### **7. La vigilanza sull'informativa contabile e sulle società di revisione**

Nell'ambito dell'attività di controllo sulla correttezza contabile dei bilanci delle società quotate, la Consob ha attivato il potere di impugnativa, ai sensi dell'articolo 157, comma 2, del Tuf, nei confronti di due emittenti.

In un caso, l'attivazione del potere di impugnativa ha riguardato il bilancio consolidato del gruppo Aicon al 31 agosto 2007 e ha trovato fondamento nel riscontro di violazioni dei principi contabili internazionali relative alla contabilizzazione e valutazione dei lavori in corso e delle attività immateriali, nonché nell'incompletezza dell'informativa



resa relativamente all'operatività con parti correlate. Nel secondo caso, si è ritenuto che i bilanci di esercizio e consolidato di Eutelia al 31 dicembre 2007 non fossero redatti in conformità alla normativa vigente in relazione alla valutazione delle attività immateriali e delle imposte anticipate.

Nel corso del 2008 la Consob è stata impegnata anche in un'intensa attività di vigilanza sulle società di revisione, realizzata mediante interventi di natura preventiva, fondati essenzialmente su controlli di qualità, e mediante successivi interventi di *enforcement* su specifici incarichi di revisione.

In particolare, alla luce delle esperienze maturate nello svolgimento di controlli di qualità e di approfondimenti sugli assetti procedurali e organizzativi delle società di revisione, nella seconda metà del 2008 è stato avviato un primo intervento finalizzato a sviluppare sinergie tra i controlli di qualità effettuati e l'*enforcement* su specifici incarichi svolti. Ciò è stato realizzato attraverso la verifica delle modalità di applicazione delle procedure di controllo da parte della società di revisione. Questa iniziativa di vigilanza ha dato origine alla raccomandazione di interventi correttivi in termini, tra l'altro, di composizione quali-quantitativa del *team* e di presidi di controllo interni sull'incarico.

A tali specifiche iniziative si è aggiunto l'usuale approfondimento dei profili tecnici del lavoro svolto dai revisori per accertare l'eventuale presenza di significative irregolarità e la necessità di interventi sanzionatori.

In prospettiva, l'assetto della vigilanza sul settore della revisione contabile sarà condizionato dalle modalità di recepimento a livello nazionale della Direttiva 2006/23/CE in materia di revisione contabile (cosiddetta VIII Direttiva), che dovrebbe intervenire entro giugno 2009, e dalle scelte che il legislatore intenderà adottare in materia di supervisione delle società di revisione delle entità di interesse pubblico.

#### *Le risultanze complessive dei controlli di qualità sulle società di revisione*

Nel corso del 2008 si sono conclusi i primi controlli di qualità su tre società di revisione appartenenti a diverse fasce dimensionali (grandi, medie e piccole), che hanno confermato come la dimensione e l'articolazione territoriale siano fattori che incidono fortemente sulla struttura organizzativa delle società. La struttura organizzativa è stata dunque al centro dei controlli svolti, insieme ai rapporti con i *network* internazionali di appartenenza delle società, anche al fine di ricostruire il processo di recepimento, a livello locale, delle linee guida e degli standard emanati dai *network* a livello globale.

Le verifiche hanno avuto, in particolare, l'obiettivo di valutare l'adeguatezza e la corretta applicazione delle procedure di controllo della qualità previste dal Documento n. 220, raccomandato dalla Consob, avente ad oggetto "*Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile*". Le stesse regole tecniche di riferimento, dettate dalla professione

internazionale e nazionale, prevedono infatti la creazione di un sistema procedurale che copra tutte le aree di maggior rilievo ai fini della qualità dell'attività di *audit*.

I controlli sono stati incentrati sulla struttura organizzativa e sul sistema delle procedure per il controllo della qualità delle tre società selezionate, al fine di verificarne l'adeguatezza, l'efficacia e l'effettiva applicazione, rimandando ad un secondo ciclo di controlli lo svolgimento di verifiche su un campione di incarichi di revisione, finalizzate ad accertare più direttamente la corretta applicazione dei principi di revisione.

In esito all'attività svolta, sono state formulate alle tre società specifiche raccomandazioni sugli interventi da effettuare per superare le carenze riscontrate, indicando anche la relativa tempistica di attuazione.

Per ciò che riguarda i sistemi di controllo interno, laddove essi siano il frutto dell'adattamento, a livello locale, di direttive e procedure elaborate a livello centralizzato dai *network* di appartenenza, è stata riscontrata la necessità di migliorare le modalità di recepimento delle direttive provenienti dai *network* stessi, anche attraverso l'attribuzione ad una figura di riferimento, presso la realtà locale, di compiti di valutazione delle direttive e delle procedure da adattare a livello locale.

Inoltre, la manualistica di riferimento non è risultata sempre allineata alla prassi operativa seguita nelle società per cui la ricostruzione degli strumenti organizzativi presenti nella singola realtà professionale spesso non è risultata agevole, con inevitabili conseguenze sulla possibilità, anche da parte delle stesse società di revisione, di delineare il quadro organizzativo complessivo e di valutarne l'adeguatezza rispetto agli obiettivi di qualità prefissati.

Anche la cosiddetta procedura "Monitoraggio" è stata oggetto di particolare attenzione in quanto essa costituisce un presidio di controllo interno, in qualche misura assimilabile alla funzione di *internal auditing*, che, se adeguato ed efficace, può garantire il corretto funzionamento delle procedure di cui le società stesse si sono dotate al fine di assicurare un adeguato livello di qualità del lavoro svolto. Più in particolare, l'attività di monitoraggio interno comporta lo svolgimento, da parte della società, di controlli sull'adeguatezza e la corretta applicazione delle procedure di controllo della qualità e sui singoli incarichi di revisione.

Rispetto a tale forma di presidio interno i punti portati all'attenzione delle società di revisione hanno riguardato la necessità di garantire tre macro-aspetti: 1) un approccio di controllo in grado di valutare nella sua interezza il disegno delle procedure esistenti per verificarne l'efficacia rispetto agli obiettivi di qualità, attraverso l'attribuzione di tale responsabilità a figure indipendenti; 2) in presenza di controlli effettuati dal *network* di appartenenza, un adeguato coordinamento tra tali controlli e quelli realizzati all'interno della società di revisione; 3) la creazione di un adeguato *reporting* degli esiti dei controlli interni e dei correlati piani di azione.

L'accettazione dei clienti e degli incarichi rappresenta un altro momento rilevante per la società di revisione poiché costituisce la fase nella quale il cliente ed il relativo incarico vengono valutati al fine di rilevarne i relativi profili di rischio ed i correlati tempi previsti per lo svolgimento dell'incarico (ed i relativi corrispettivi), fondamentali ai fini della formulazione della proposta di servizio professionale e della sua valutazione da parte del potenziale cliente.

In tale area alle società è stata rappresentata l'esigenza di garantire un'adeguata proceduralizzazione di tutte le fasi di cui si può comporre il processo di accettazione, per evitare che alcuni momenti valutativi rimangano indefiniti in termini di responsabilità e di metodi. A ciò si sono aggiunti richiami di attenzione volti ad assicurare l'utilizzo di strumenti efficaci per la definizione dei profili di rischio della clientela e la presenza di una documentazione delle valutazioni svolte a tal fine.

Un altro aspetto critico concerne le modalità di controllo all'interno della stessa società di revisione della propria indipendenza e delle correlate situazioni di incompatibilità, che richiede, in particolare nelle società con clientela internazionale ed appartenente a *network* presenti su scala mondiale, la disponibilità di sistemi di rilevazione delle situazioni di incompatibilità, soprattutto con riferimento alla prestazione di servizi c.d. *non-audit*. Tali sistemi si basano sulla disponibilità di adeguati data-base (contenenti dati relativi alle società clienti, al gruppo di appartenenza, ai titoli da queste emessi, ai loro organi di amministrazione e controllo) che consentano alla società di disporre di tutte le informazioni necessarie per poter valutare l'eventuale sussistenza di situazioni che potrebbero apparire tali da comprometterne l'indipendenza nello svolgimento di incarichi di revisione.

In tale area è stata riscontrata la necessità di migliorare l'efficacia degli strumenti operativi e procedurali esistenti per l'individuazione delle situazioni di incompatibilità disciplinate dalla normativa di riferimento, anche attraverso l'integrazione e l'aggiornamento delle fonti informative disponibili, compresi quindi i sistemi di rilevazione dei dati esistenti a livello di *network*; è stata anche ravvisata la necessità di garantire adeguati interventi di formazione del personale alla luce della particolare complessità della normativa di riferimento.

Un ulteriore aspetto critico riguarda la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, previsto dalla disciplina sugli abusi di mercato. Da un confronto con l'Associazione di categoria (Assirevi) che si era svolto nel corso del 2006 era emersa la possibilità di garantire tale adempimento attraverso l'alimentazione su base quindicinale di cosiddetti *timesheets*, cioè *database* nei quali vengono inseriti da ciascun professionista i dati relativi alle ore dedicate allo svolgimento di specifici incarichi di revisione.

In tale area è stata rilevata la necessità di garantire un'adeguata alimentazione di tali *timesheets*, soprattutto da parte del personale in posizione apicale nei *team*, ed il rispetto della tempistica di aggiornamento dei dati stessi.

Un ulteriore aspetto dei controlli svolti ha riguardato l'attività di direzione, supervisione e riesame del lavoro svolto, profilo che assume particolare rilevanza quando si valutano i presidi volti a garantire un adeguato livello di qualità dell'attività di revisione, tenuto conto della funzione svolta all'interno dei *team*, ovvero in fase di *review* indipendente effettuata prima dell'emissione della cosiddetta *opinion*, dai livelli professionali dedicati allo svolgimento di tali attività.

In proposito, dai controlli svolti è emerso che, in alcuni casi, le procedure esistenti non hanno garantito un sufficiente coinvolgimento dei *partner* nella fase di riesame del lavoro, in termini di ore impiegate, rispetto ai parametri indicati dalla Comunicazione n. DAC/RM/96003556 del 18/04/1996, a causa di un'eccessiva concentrazione di incarichi in capo ad alcuni *partner* ovvero al loro coinvolgimento in funzioni organizzative all'interno della società.

Inoltre, sono state riscontrate carenze nella documentazione dell'attività di direzione, supervisione e riesame, in quanto le procedure dettate a tal fine dalle società sono risultate spesso non pienamente applicate e ciò ha comportato difficoltà nella valutazione dell'effettiva portata degli interventi.

Un altro fenomeno emerso nell'ambito dei controlli svolti riguarda gli scostamenti tra i tempi previsti all'atto del conferimento di alcuni incarichi ed i tempi effettivamente impiegati per il loro svolgimento. Gli esiti degli accertamenti hanno messo in luce l'assenza di presidi dedicati all'esame di tale fenomeno all'interno delle società, fenomeno che in alcuni casi si è sostanziato in scostamenti particolarmente rilevanti, rispetto ai quali è opportuno che sia previsto un presidio di controllo interno che ne individui le cause, al fine di valutare l'adozione di interventi correttivi nella fase di pianificazione dei lavori.

### III – L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE

Nel 2007 si è sostanzialmente completato il processo di revisione della normativa primaria in materia di mercati finanziari collegato alla trasposizione nell'ordinamento domestico delle direttive del Piano d'azione per i servizi finanziari della Commissione Europea. In particolare, sono state recepite la direttiva sui mercati di strumenti finanziari (cosiddetta MiFID – direttiva 2004/39/CE), la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto (direttiva 2004/25/CE), la direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti quotati (cosiddetta direttiva *Transparency* – direttiva 2004/109/CE) e la direttiva sul prospetto (direttiva 2003/71/CE); il tassello ancora mancante è rappresentato dal recepimento della VIII direttiva sulla revisione contabile (direttiva 2006/43/CE) e la direttiva relativa all'esercizio dei diritti degli azionisti di società quotate (direttiva 2007/36/CE).

Nel corso del 2007 è anche stato completato il processo di emanazione dei regolamenti di attuazione della legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262) e della regolamentazione attuativa delle norme di recepimento della MiFID di competenza della Consob nonché il regolamento congiunto con la Banca d'Italia.

Nel 2008 e nei primi mesi del 2009 è stata portata sostanzialmente a compimento l'attività di analisi e di lavoro propedeutica all'emanazione della normazione secondaria necessaria per la piena entrata in vigore nel nostro ordinamento delle altre direttive comunitarie citate, attraverso un'attività di consultazione che ha comportato un intenso dialogo con i soggetti vigilati e con i risparmiatori, soprattutto in relazione agli aspetti di maggiore criticità collegati all'esercizio dei margini di discrezionalità concessi dal legislatore comunitario.

Il 24 marzo sono state definitivamente approvate le modifiche al Regolamento Emittenti necessarie per il recepimento della direttiva sul prospetto, e entro i prossimi mesi saranno approvate le ulteriori modifiche collegate all'attuazione delle direttive *Transparency* e Opa.

Sono state inoltre emanate alcune importanti comunicazioni interpretative di livello 3 della disciplina attuativa della MiFID, in materia di ricerca e di distribuzione di prodotti illiquidi ed è stata definita una procedura per l'approvazione delle linee guida predisposte dalle associazioni di categoria degli intermediari finalizzate a garantire una corretta implementazione della disciplina.

È in fase avanzata di completamento la disciplina di attuazione delle disposizioni codicistiche in materia di operazioni con parti correlate, che si ritiene possa essere emanata entro la metà del 2009.

È stata inoltre pubblicata una comunicazione volta a orientare il comportamento degli operatori verso una maggiore aderenza allo spirito delle norme del Testo unico della

finanza in materia di elezione di rappresentanti delle minoranze nell'ambito degli organi di amministrazione e controllo.

La Relazione annuale per il 2007 anticipava l'intenzione di avviare un'operazione di sistematizzazione e semplificazione dei regolamenti Consob, con l'obiettivo, tra l'altro, di ridurre gli oneri complessivi di adempimento per i soggetti vigilati.

Il Regolamento Emittenti, che ha subito numerosissimi aggiornamenti dalla data della sua approvazione, potrà essere oggetto di una riscrittura che lo renda più facilmente gestibile per gli utilizzatori.

Questa attività sarà svolta in occasione della revisione triennale dei regolamenti, da condursi ai sensi dell'art. 23 della cd. legge sul risparmio (legge n. 262 del 2005), e a cui la Consob, una volta esaurita la serie di modifiche al Regolamento Emittenti tuttora in corso di attuazione, ha in progetto di dedicarsi. Ciò potrebbe avvenire in prima battuta mediante una *call for evidence* aperta ai contributi del pubblico, sul modello di quanto fatto in occasione dell'attività di livello 3 riguardante la MiFID.

Un secondo obiettivo indicato dalla Relazione annuale per il 2007 era quello della differenziazione delle regole in funzione dei parametri dimensionali e di rischio dei soggetti vigilati. Questo approccio è stato già usato nella disciplina allo studio sulle operazioni con parti correlate (in corso di elaborazione), dove sono state previste specifiche misure che, da un lato, consentono alle società di minori dimensioni di adottare assetti organizzativi e procedurali più leggeri, dall'altro impongono alle società a maggiore rischio di pratiche espropriative una più ampia applicazione di principi più rigorosi.

### ***1. I regolamenti e la consultazione con il mercato***

#### *La regolamentazione attuativa della direttiva sul prospetto*

Dopo un'articolata consultazione pubblica, la Consob (con delibera 16840 del 24 marzo 2009) ha adottato modifiche al Regolamento emittenti concernenti le disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta al pubblico o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato, completando così a livello nazionale il quadro normativo di recepimento della Direttiva Prospetti n. 2003/71/CE.

Nell'occasione della trasposizione in norme interne della disciplina comunitaria sono stati meglio precisati i contenuti dell'attività istruttoria di competenza dell'Istituto e introdotte semplificazioni nell'*iter* di approvazione dei prospetti.

Al riguardo, occorre infatti segnalare che il legislatore comunitario ha individuato nella verifica della completezza del prospetto, comprendendo in essa la coerenza delle informazioni e loro comprensibilità, le finalità del controllo preordinato all'approvazione del prospetto e ha fissato i tempi entro i quali detta attività deve essere effettuata.

Si tratta di una novità in materia, tenuto conto che in passato il Tuf non aveva definito le caratteristiche del controllo della Consob sul prospetto, rimettendo tale valutazione alla dottrina e, soprattutto, alla giurisprudenza. È evidente, infatti, che tale attività definitoria si riverbera anche sull'ambito e sulla portata della responsabilità attribuita alle Autorità competenti, che pure la direttiva Prospetti non ha direttamente disciplinato.

In tale materia, nell'ambito della consultazione svolta sono state sottoposte al mercato precisazioni in merito al contenuto e alla portata dei controlli di completezza, coerenza e comprensibilità assegnati alla Consob, anche alla luce di un confronto comparativo con le prassi di altre Autorità dell'Unione europea. Tale comparazione è risultata particolarmente significativa con riferimento ad aspetti non compiutamente disciplinati dalla normativa comunitaria (tra questi, il numero e la tipologia dei documenti di cui si richiede l'allegazione in occasione del deposito della bozza iniziale di prospetto, nonché la natura delle verifiche effettuate con riferimento ad eventuali notizie stampa pubblicate).

Gli esiti degli approfondimenti effettuati sono stati compendati in apposita Comunicazione del 24 marzo 2009 con la quale sono state fornite indicazioni circa la procedura seguita nell'approvazione dei prospetti e sono state chiarite la funzione e le tipologie di attività che la Consob svolge nelle relative istruttorie.

Per quanto attiene ai contenuti della disciplina regolamentare, in vista di una maggiore speditezza dell'esame istruttorio del prospetto, sono stati introdotti nuovi termini entro i quali gli emittenti o gli offerenti sono tenuti a fornire le informazioni supplementari eventualmente richieste dall'Autorità (termini che si aggiungono a quelli previsti per l'approvazione del prospetto da parte della Consob già fissati nel vigente regolamento, in 10 giorni lavorativi nel caso di emittenti già quotati o che hanno già svolto offerte pubbliche e in 20 giorni lavorativi negli altri casi), il cui mancato rispetto determina la improcedibilità dell'istanza di approvazione del prospetto.

Nell'ottica di fornire al mercato certezze circa la durata complessiva dell'*iter* amministrativo di approvazione del prospetto, è stato stabilito un termine massimo entro cui la Consob deve esprimersi in merito alla relativa richiesta (40 ovvero 70 giorni lavorativi a seconda della tipologia dell'offerta). È prevista, in vista di situazioni eccezionali, anche indipendenti dalla volontà dei proponenti l'offerta, la possibilità di una breve proroga del termine complessivo.

Risponde alle cennate finalità di semplificazione anche il venir meno dell'obbligo di sottoscrizione della comunicazione prevista dall'art. 94 del Tuf, posto in capo al responsabile del collocamento; quest'ultimo, inoltre, in base alla nuova disciplina non sarà più tenuto a firmare il prospetto, atteso che la sua responsabilità è espressamente sancita dall'art. 94, comma 9 del Tuf, in base al quale *“la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee a influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava*

sull'intermediario responsabile del collocamento (...)”. Si è anche proceduto a modificare gli Allegati 1A ed II del Regolamento Emittenti, riducendo così sensibilmente il numero dei documenti da fornire in sede di presentazione della richiesta di approvazione del prospetto.

Fra le altre modifiche regolamentari di rilievo, si segnala l'istituzione, in attuazione della delega legislativa, di un Registro tenuto dalla Consob per le persone fisiche e le piccole e medie imprese da considerarsi quali investitori qualificati, che consente ai soggetti iscritti di essere esclusi dalla applicazione della disciplina delle offerte pubbliche. In ragione dei tempi necessari per l'organizzazione e l'avvio del Registro le disposizioni regolamentari che disciplinano la materia sono state assoggettate ad un regime transitorio, accogliendo in tal modo istanze rappresentate in sede di consultazione<sup>28</sup>.

Le modifiche apportate alla legislazione primaria hanno anche offerto l'opportunità per una diversa articolazione delle norme regolamentari in modo da rendere autonoma la disciplina relativa agli Oicr ed ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione. Si è poi ravvisata la necessità di apportare alla struttura degli schemi di prospetto degli Oicr aperti (sia italiani che esteri non armonizzati) e dei prodotti finanziari-assicurativi innovazioni tese ad agevolare la comprensione da parte degli investitori delle caratteristiche dei prodotti e a favorire l'assolvimento degli obblighi di trasparenza informativa da parte degli intermediari nel rapporto con i clienti. Le parti del prospetto soggette ad un regime di consegna obbligatoria sono state riviste in un'ottica di sinteticità, al fine di dare massima evidenza alle informazioni-chiave relative ai rischi ed agli oneri per ogni singolo prodotto.

Tali innovazioni sono state precedute da un'ampia consultazione pubblica, anche attraverso occasioni di incontro diretto con gli intermediari e altri operatori del mercato.

Nell'ambito dei lavori per il recepimento della direttiva Prospetti sono state sottoposte a pubblica consultazione anche disposizioni regolamentari relative all'attuazione dell'art. 205 del Tuf con le quali individuare le condizioni al ricorrere delle quali le offerte di acquisto e di vendita di strumenti finanziari effettuate negli Mtf o da internalizzatori sistematici non costituiscono offerta al pubblico di prodotti finanziari, né offerta pubblica di acquisto o di scambio.

Le norme, adottate nel novembre 2008, hanno inteso contemperare le esigenze di funzionalità delle nuove sedi di scambi senza peraltro far venir meno, nei casi ritenuti necessari, gli obblighi informativi indispensabili per una efficiente tutela degli investitori.

---

<sup>28</sup> In particolare, è stato previsto che nelle more dell'attivazione del Registro i soggetti in possesso dei requisiti prescritti dalla direttiva, replicati in sede regolamentare, possono iscriversi, ai fini dell'esenzione dalla disciplina sull'offerta, in appositi registri tenuti dagli emittenti e offerenti. I dati contenuti in tali registri potranno essere utilizzati fino all'attivazione del Registro da parte della Consob per poi confluire in esso, secondo le modalità tecniche e nei termini successivamente stabiliti, senza soluzione di continuità fra i due regimi.