

I fatti accertati hanno evidenziato la violazione, da parte di tali operatori di mercato, delle regole di comportamento poste dal Tuf a carico dei medesimi al fine di salvaguardare l'interesse degli investitori e l'integrità del mercato mobiliare e, più specificamente, delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari autorizzati il puntuale rispetto delle regole di funzionamento dei mercati in cui operano.

Tali condotte illecite sono risultate particolarmente gravi, considerato che le vendite allo scoperto sono state poste in essere per volumi significativi tali da comportare una riduzione di efficienza del sistema di liquidazione "Express II" in concomitanza con la predetta operatività, nonché nocimento alle controparti *in bonis* le quali, pur avendo la disponibilità del contante, non hanno potuto ritirare i titoli che avevano acquistato.

Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2009 sono stati adottati complessivamente 74 provvedimenti sanzionatori (93 nel 2008), di cui 43 radiazioni dall'albo, 25 sospensioni dall'Albo a tempo determinato (da minimo un mese a massimo quattro mesi), una sanzione pecuniaria e 5 richiami scritti. Sono state, inoltre, effettuate 43 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (42 nel 2008) per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte e 23 provvedimenti cautelari (20 nel 2008) di sospensione dell'attività a tempo determinato (Tav. 34).

**Tav. 34 Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari**

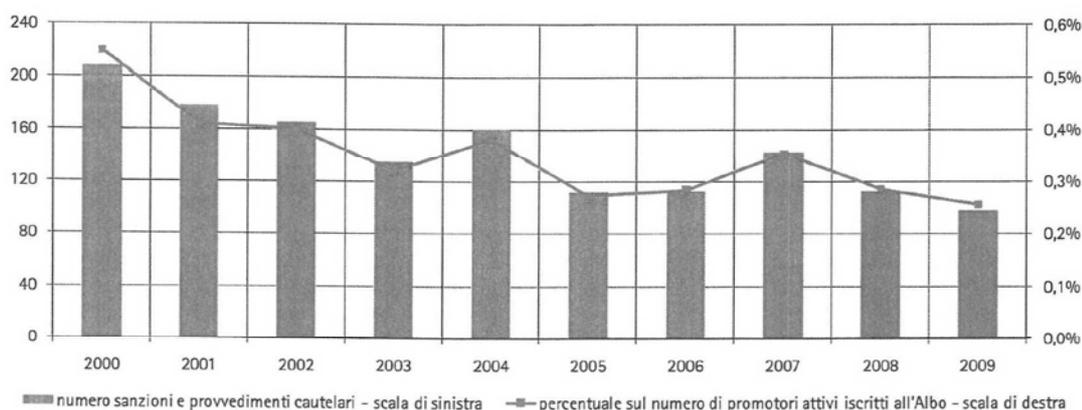
	Sanzioni				Totale	Provvedimenti cautelari	Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	Richiamo	Radiazione dall'Albo	Sospensione dall'Albo a tempo determinato	Sanzione amministrativa pecuniaria		Sospensione dell'attività a tempo determinato <sup>1</sup>	
1997	8	39	5	--	52	64	58
1998	11	86	73	--	170	76	137
1999	2	70	51	4	127	74	106
2000	21	49	73	26	169	39	134
2001	29	36	48	15	128	50	72
2002	33	58	37	6	134	31	72
2003	1	56	47	5	109	26	77
2004	3	68	46	7	125	35	78
2005	1	42	41	4	88	24	59
2006	6	49	22	5	82	31	60
2007	5	64	44	3	116	26	51
2008	4	44	43	2	93	20	42
2009	5	43	25	1	74	23	43

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

Le irregolarità più ricorrenti poste in essere dai promotori finanziari hanno riguardato: i) l'acquisizione di disponibilità di pertinenza degli investitori, associata sovente all'accettazione di mezzi di pagamento difformi da quelli consentiti dalla normativa di settore; ii) la comunicazione o la trasmissione all'investitore di informazioni o documenti non rispondenti al vero (il più delle volte funzionale a celare comportamenti appropriativi); iii) la mancata esecuzione di disposizioni impartite dalla clientela o anche l'effettuazione di operazioni non autorizzate anche unitamente alla contraffazione delle firme degli investitori; iv) l'abusivo utilizzo delle password di accesso ai rapporti della clientela.

Il numero complessivo di provvedimenti sanzionatori anche nel 2009 ha registrato un calo rispetto all'anno precedente, in ragione della riduzione del numero di sospensioni dall'Albo a tempo determinato. I provvedimenti sanzionatori e cautelari continuano a rappresentare una percentuale limitata dei promotori attivi (Fig. 80).

Fig. 80 Sanzioni e provvedimenti cautelari adottati nei confronti di promotori finanziari



#### 4 I provvedimenti relativi agli emittenti

I provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina in materia di emittenti assunti dalla Commissione nel 2009 sono stati 38 (30 nel 2008) e hanno riguardato violazioni della normativa in materia di sollecitazione, offerta pubblica di acquisto, informativa societaria, partecipazioni rilevanti e patti parasociali (Tav. 35).

In particolare, i provvedimenti sanzionatori concernenti accertate condotte illecite in materia di informativa al mercato, pari complessivamente a 17, hanno riguardato in 14 casi violazioni delle disposizioni in materia di operazioni di *internal dealing* e nei rimanenti 3 violazioni della disciplina in materia di informazioni al pubblico ex art. 114, comma 5, del Tuf.

A fronte di tali provvedimenti sanzionatori, la Commissione ha applicato sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 10 milioni di euro circa (1,5 milioni nel 2008). Particolarmente rilevante è risultato l'incremento delle sanzioni legate alla mancata comunicazione di patti parasociali e partecipazioni rilevanti.

**Tav. 35 Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'Economia e delle Finanze o irrogate direttamente dalla Consob in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto<sup>1</sup>**  
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi					Numero soggetti sanzionati					Importo delle sanzioni							
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	27	--	6	3	--	36	35	--	5	4	--	44	545	--	160	238	--	943
2002	14	--	12	11	--	37	24	--	18	43	--	65	1.404	--	400	300	--	2.104
2003	3	1	5	22	--	31	7	5	7	13	--	22	702	464	216	359	--	1.741
2004	4	--	2	1	--	7	7	--	2	1	--	10	1.023	--	57	10	--	1.090
2005	5	--	3	2	--	10	13	--	9	1	--	13	1.120	--	52	20	--	1.192
2006	2	3	4	4	--	13	20	22	14	5	--	41	2.071	2.995	817	445	--	6.328
2007	3	1	11	39	--	54	20	2	18	43	--	63	2.417	40	976	1.641	--	5.074
2008	--	2	18	10	--	30	--	3	18	10	--	21	--	179	923	408	--	1.510
2009	3	1	17	17	--	38	11	8	17	18	--	36	1.283	2.655	297	5.840	--	10.075

<sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

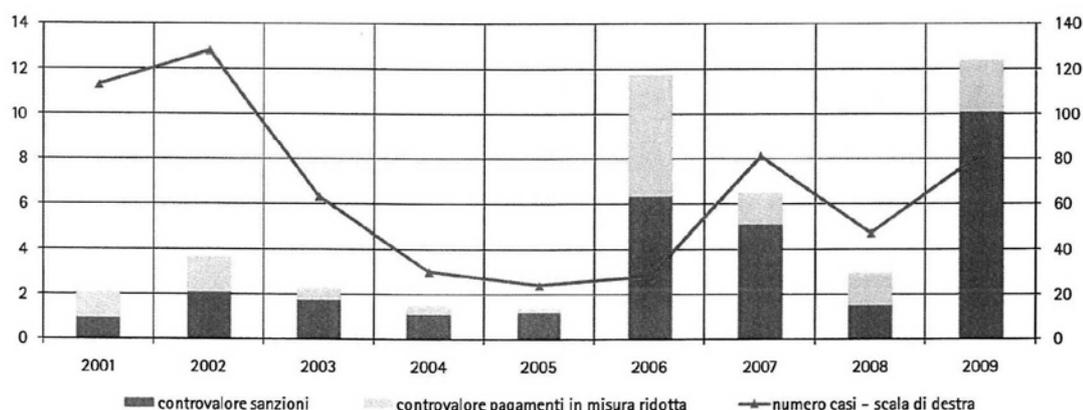
Sono altresì aumentati anche i pagamenti in misura ridotta relativamente alle sanzioni in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto (Tav. 36 e Fig. 81).

**Tav. 36 Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni di norme in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto**  
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti						Importo dei pagamenti effettuati in misura ridotta					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	13	2	11	51	--	77	19	3	20	53	--	95	344	31	258	537	--	1.170
2002	6	1	6	78	--	91	6	1	6	77	--	90	207	103	392	845	--	1.547
2003	1	3	6	22	--	32	8	4	6	29	--	47	83	41	155	300	--	579
2004	4	6	7	6	--	23	31	6	7	6	--	50	203	62	72	83	--	420
2005	5	1	1	7	--	14	9	2	5	7	--	23	80	20	52	70	--	222
2006	4	4	2	5	--	15	6	72	2	16	--	96	124	4.714	144	449	--	5.431
2007	4	1	1 <sup>1</sup>	21	--	27	21	4	1	23	--	49	217	42	10	1.105	--	1.374
2008	3	--	--	14	--	17	27	--	--	18	--	45	327	--	--	1.081	--	1.408
2009	--	--	--	44	--	44	--	--	--	53	--	--	--	--	--	2.320	--	2.320

<sup>1</sup> Il dato si riferisce a un pagamento effettuato nel 2007 ma relativo a una violazione accertata nel 2006; per i procedimenti sanzionatori originatisi nel 2007 non è più prevista la formula di pagamento in misura ridotta.

**Fig. 81 Sanzioni amministrative in materia di appello al pubblico risparmio e informativa societaria<sup>1</sup>**  
(milioni di euro)



<sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Tra i casi di violazione accertati, merita di essere segnalato quello relativo agli inadempimenti delle disposizioni in materia di offerte pubbliche d'acquisto posti in essere da esponenti del Gruppo Pirelli in occasione delle Opa sui fondi Tecla e Berenice, del cui contesto fattuale si è già sopra dato conto.

Dal complesso degli accertamenti svolti sono emerse, infatti, violazioni anche della predetta disciplina, consistite sia in carenze informative nei documenti d'offerta relativi alle suddette Opa, sia in infrazioni alle regole di correttezza in sede di predisposizione e definizione dei contenuti dei comunicati diffusi dallo stesso emittente, Pirelli RE Sgr, ex art. 103, comma 3, Tuf.

Quanto alle prime, è stato accertato che i due documenti d'offerta non contenevano tutte le informazioni necessarie per consentire ai destinatari delle Opa di pervenire a un fondato giudizio sull'operazione proposta, in particolare nella parte relativa alla descrizione delle motivazioni e dei programmi futuri dell'emittente e, limitatamente al documento relativo all'offerta su quote del fondo Berenice, anche con riferimento all'indicazione dei criteri di determinazione del corrispettivo.

Quanto alle seconde (violazioni inerenti ai comunicati dell'emittente), dalle indagini ispettive è emerso che il procedimento di approvazione dei comunicati ex art. 103 del Tuf da parte del Cda della Sgr con riferimento alle offerte sui fondi Tecla e Berenice è stato irrimediabilmente condizionato dall'ingerenza di Pirelli RE Spa che avrebbe, invece, dovuto lasciare che il Cda della Sgr esprimesse in piena autonomia il proprio giudizio sulle offerte attesa l'evidente situazione di conflitto d'interessi derivante dalla circostanza che Pirelli RE S.p.A, oltre a essere uno dei soggetti offerenti (tramite il veicolo Gamma RE), era anche il soggetto titolare dell'intero capitale sociale della stessa Sgr.

A conclusione di tale procedimento sono state applicate agli esponenti aziendali interessati, per le violazioni accertate, sanzioni pecuniarie per complessivi 2,6 milioni di euro circa.

Due procedimenti concernenti accertate carenze informative afferenti al prospetto di quotazione hanno riguardato esponenti aziendali di Aicon Spa e il soggetto responsabile del collocamento, nonché *sponsor*, Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG (all'epoca dei fatti Unicredit Banca Mobiliare Spa), in occasione dell'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie della predetta Società sul Mta nel marzo 2007.

A seguito di una segnalazione di fatti ritenuti censurabili, trasmessa alla Consob dalla società incaricata della revisione sui bilanci Aicon, sono stati posti in essere una serie di accertamenti a conclusione dei quali sono state rilevate criticità sulla capacità dell'emittente di fornire una corretta informativa al mercato a causa di carenze significative nel sistema di controllo di gestione all'epoca della procedura di ammissione a quotazione.

Tali carenze non erano state rappresentate come fattore di rischio nella versione finale del prospetto informativo, sebbene ancora presenti alla data di quotazione della società.

È stata, altresì, rilevata la natura di parti correlate di alcune società del gruppo, nonché l'erronea applicazione dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs con riguardo ad alcune voci di bilancio.

In relazione ai fatti di cui sopra, all'esito del procedimento sanzionatorio è risultata accertata la violazione, da parte di Aicon, dell'art. 95, comma 1, del Tuf.

La complessiva istruttoria svolta ha altresì consentito di rilevare la violazione, da parte di Aicon, degli obblighi di informativa al pubblico e alla Consob, gravanti sull'emittente ai sensi rispettivamente dell'art. 114, comma 5 e dell'art. 115 del Tuf, essendo risultata accertata la non corrispondenza al vero di quanto reso noto da Aicon in un comunicato stampa del 23 aprile 2008 nel quale era stata omessa l'indicazione della natura di parti correlate di alcune società, nonché di quanto rappresentato alla Consob, in una nota del 13 marzo 2007, in merito all'intervenuta risoluzione di tutte le criticità afferenti al sistema di controllo di gestione, rivelatesi, al contrario, non superate ancora alla data di quotazione.

Nella fattispecie, le irregolarità inerenti alla mancata rappresentazione nel prospetto delle informazioni relative ai rischi derivanti dalle carenze e dalle criticità sussistenti nel sistema di controllo di gestione di Aicon, sono state contestate (e sono risultate accertate all'esito dell'istruttoria espletata) anche a carico dell'esponente aziendale di HVB firmatario, per i profili di competenza, della dichiarazione di responsabilità delle informazioni contenute nel prospetto informativo, ai sensi dell'art. 5, comma 4, del Regolamento Emittenti, nel testo vigente all'epoca dei fatti.

A fronte delle suindicate violazioni sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 870 mila euro, di cui 100 mila euro a carico del responsabile del collocamento, nonché *sponsor*, 540 mila a carico di alcuni esponenti degli organi di gestione e di controllo e 230 mila a carico della società.

Sempre con riguardo agli accertamenti svolti dalla Consob in merito alle ipotesi di violazione della normativa sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari, è aumentato, rispetto all'anno precedente, il numero di provvedimenti cautelari e interdittivi adottati nel corso del 2009 (pari, rispettivamente, a 3 e 10; Tav. 37). Tale incremento è ascrivibile soprattutto all'attività di vigilanza sulle offerte abusive promosse tramite internet.

In particolare, sono stati oscurati 8 degli 86 siti *web* controllati a seguito di segnalazione (nel 2008 erano stati oscurati 6 dei 44 siti oggetto di verifica). Sempre in tale ambito, sono stati assunti 4 provvedimenti di sospensione cautelare e 2 provvedimenti di divieto (riconducibili al fenomeno delle offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari innovativi, con caratteristiche prestabilite di rendimento e durata che escludono la possibilità per il sottoscrittore di intervenire in alcun modo nelle scelte sottostanti o nella ulteriore gestione del denaro versato con l'adesione).

Tav. 37 Provvedimenti cautelari e interdittivi relativi ad operazioni di appello al pubblico risparmio

	Provvedimenti di sospensione cautelare	Provvedimenti di divieto	Provvedimenti di decadenza	Totale
2001	3	3	--	6
2002	2	6	--	8
2003	9	2	2	13
2004	9	7	3	19
2005	5	6	--	11
2006 <sup>1</sup>	2	3	1	6
2007	--	1	--	1
2008	2	1	--	3
2009	5	3	--	10

<sup>1</sup> Nel corso del 2006 è stato inoltre adottato un provvedimento di sospensione cautelare in seguito revocato. Nel 2008 uno dei casi di sospensione ha poi generato un relativo provvedimento di divieto nel corso dello stesso anno ugualmente registrato nella tabella.

Lo schema utilizzato per tali offerte si è caratterizzato per il carattere transfrontaliero delle proposte, la nazionalità *extra-UE* dei promotori, la promessa di elevati rendimenti "garantiti", la possibilità di adesione *on-line*, l'utilizzo della tecnica del "*multilevel marketing*", in virtù della quale veniva prospettata agli investitori la possibilità di realizzare un guadagno limitandosi a procacciare nuovi clienti e, dunque, senza alcun investimento iniziale.

In connessione con tali offerte, è stata riscontrata, inoltre, la presenza di siti italiani (*forum* e *blog*), collegati a quelli principali, finalizzati a pubblicizzare l'adesione all'offerta dei programmi di investimento. In talune circostanze tali offerte hanno comportato il mancato rimborso ai risparmiatori delle somme investite, e/o provvedimenti repressivi da parte di autorità di controllo estere.

Infine, sono stati adottati 2 provvedimenti rispettivamente di sospensione cautelare e di successivo divieto riferibili a un'offerta di un comitato promotore per un'ipotesi di costituzione di una banca di credito cooperativa successivamente non concretizzatasi.

## 5 L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali

### 1 La disciplina degli emittenti

Nel 2009 la Commissione, dopo ampia consultazione pubblica, ha completato il quadro normativo di recepimento della Direttiva 2003/71/CE, concernente le disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta al pubblico o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato (cosiddetta Direttiva Prospetto), adottando, con delibera 16840 del 19 marzo, modifiche al Regolamento Emittenti.

In questa circostanza, si è proceduto a rivedere la tempistica di approvazione dei prospetti informativi di offerta al pubblico e/o di quotazione da parte della Consob.

Fermi restando i termini fissati dalla direttiva per la decisione finale e per la richiesta di completamento della documentazione, sono stati introdotti termini massimi entro i quali la Consob deve pronunciarsi sulla richiesta di approvazione. Tali termini, di 40 o 70 giorni lavorativi, sono modulati a seconda che l'emittente abbia già valori mobiliari ammessi alle negoziazioni, ovvero abbia già offerto valori mobiliari al pubblico. Al fine di garantire una maggiore speditezza dell'*iter* istruttorio, inoltre, sono stati introdotti nuovi termini entro i quali gli emittenti o gli offerenti sono tenuti a fornire le indicazioni supplementari eventualmente richieste dall'Autorità, decorsi i quali l'istanza di approvazione del prospetto decade. Anche sulla base delle indicazioni emerse in sede di consultazione, è stata altresì semplificata in modo significativo la documentazione richiesta in sede di presentazione della domanda di approvazione del prospetto.

Fra le altre modifiche di rilievo, si segnala la previsione dell'istituzione, da parte della Consob, del Registro delle persone fisiche e delle piccole e medie imprese che posseggono i requisiti necessari per essere considerate investitori qualificati ai sensi della Direttiva Prospetto. È stata, inoltre, introdotta una disciplina transitoria che consente all'emittente o all'offerente la tenuta di tale Registro. Sono state, infine, effettuate alcune revisioni in materia di esenzioni dalla disciplina delle offerte pubbliche e di ammissione alle negoziazioni.

La Commissione ha inoltre precisato i contenuti dell'attività istruttorio di approvazione dei prospetti concernenti titoli azionari, con la comunicazione 9025454 del 24 marzo 2009 (Riquadro 2).

La Commissione è intervenuta anche in materia di offerte pubbliche di scambio, aventi ad oggetto titoli obbligazionari, promosse contestualmente in più Paesi dell'Unione Europea.

La Direttiva Prospetto, oltre a prevedere all'art. 4 un'ipotesi specifica di esenzione per gli strumenti offerti "tramite un'offerta di scambio" dalla disciplina delle offerte di vendita e sottoscrizione, ove sia stato redatto un documento giudicato equivalente dall'Autorità competente, fa rientrare nell'ambito di applicazione della direttiva anche le predette offerte. A differenza di altri Paesi comunitari, in Italia vige una disciplina specifica sulle offerte pubbliche di acquisto e di scambio. Tale circostanza ha comportato che nelle offerte transfrontaliere l'offerente dovesse predisporre, oltre al prospetto approvato nel proprio Stato di origine, anche il documento d'offerta previsto dalla normativa italiana (art. 102, comma 3, Tuf), senza poter fruire del cosiddetto "passaporto europeo", sostenendo così oneri aggiuntivi. Il riconoscimento del prospetto di offerta prescinde, infatti, da qualsivoglia intervento dell'autorità del paese ospitante e può comportare, ove il prospetto sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, la traduzione della sola nota di sintesi.

Per evitare quindi che nelle operazioni transnazionali di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da soggetti comunitari e diffusi anche in Italia, gli obbligazionisti italiani fossero esclusi per motivi connessi agli adempimenti imposti dalla normativa nazionale, la Commissione è intervenuta, dapprima con una comunicazione interpretativa (comunicazione 9034174) e successivamente con la delibera 16893 del 14 maggio, che ha modificato il Regolamento Emittenti. Con tale ultimo intervento è stato previsto che, in occasione di offerte di scambio transfrontaliere aventi ad oggetto titoli obbligazionari, l'offerente può chiedere alla Consob di utilizzare, in luogo del documento d'offerta, il prospetto approvato dall'Autorità competente del Paese d'origine in conformità alla Direttiva Prospetto (art. 37 del Regolamento). Sono state poi indicate le informazioni integrative da inserire nella nota di sintesi ed è stato disciplinato il regime linguistico applicabile al prospetto. Un'esplicita disposizione (art. 40 del Regolamento) è stata invece volta a volta a disciplinare, sempre in conformità alla prassi internazionale, la durata delle offerte pubbliche di acquisto e scambio aventi ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito, in modo tale da consentirne lo svolgimento in un più ridotto arco temporale (5 giorni).

In seguito alle modifiche apportate all'art. 106, comma 3, lett. b), Tuf dalla legge n. 33 del 9 aprile 2009, si è proceduto all'adeguamento dell'art. 46 del Regolamento Emittenti in materia di offerta pubblica di acquisto totalitaria. In particolare, è stata fissata nel 5 per cento la soglia di acquisti a titolo oneroso effettuati nei dodici mesi successivi, da parte di coloro che già detengono una partecipazione superiore alla soglia del 30 per cento senza disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria, il cui superamento determina l'insorgere dell'obbligo di offerta.

## Riquadro 2

### **I controlli di completezza, coerenza e comprensibilità in sede di approvazione dei prospetti**

La Direttiva 2003/71/CE ha adottato un approccio di cosiddetta massima armonizzazione, non solo con riguardo alla disciplina del prospetto, il contenuto del documento e i casi di esenzione, ma anche rispetto alle procedure e alla tempistica che le autorità di vigilanza europee devono rispettare nell'esercizio del controllo sul prospetto. A tal fine, il legislatore comunitario ha individuato anche le finalità del controllo, identificandole nella verifica della completezza del prospetto e della coerenza e comprensibilità delle informazioni.

Nel corso del 2009, con la comunicazione 9025420 del 24 marzo, la Consob ha precisato il contenuto e la portata dei controlli da effettuare in occasione dell'approvazione dei prospetti anche alla luce di un confronto comparativo con le prassi seguite da altre Autorità dell'Unione europea. Tale comparazione è risultata particolarmente significativa con riferimento a quegli aspetti che non sono compiutamente disciplinati dalla normativa comunitaria (ad esempio, il numero e la tipologia dei documenti di cui si richiede l'allegazione in occasione del deposito della bozza iniziale di prospetto informativo e la natura delle verifiche effettuate rispetto a eventuali notizie stampa pubblicate).

Nella comunicazione è stato evidenziato che la Consob non è chiamata a svolgere verifiche in ordine alla veridicità delle informazioni riportate nel prospetto, poiché tali verifiche spettano, invece, ai soggetti che assumono la responsabilità del prospetto.

Rientra nei compiti dell'Istituto il controllo della completezza delle informazioni, ossia l'accertamento del rispetto dei requisiti informativi prescritti dalla normativa comunitaria e dell'idoneità di ciascun elemento informativo a rappresentare in maniera compiuta il fatto/dato cui si riferisce.

Nel marzo 2010, la Consob ha concluso l'iter di approvazione della nuova disciplina sulle operazioni con parti correlate effettuate, direttamente o tramite società controllate, da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante, secondo la definizione di cui all'art. 2325-bis c.c.).

Per quanto riguarda la coerenza, viene precisato che i controlli, finalizzati anzitutto a garantire la coerenza interna fra le informazioni contenute nelle diverse parti del documento, si estendono anche ai documenti allegati alla comunicazione iniziale o che i partecipanti all'operazione sono autorizzati a trasmettere nel corso dell'istruttoria, ovvero trasmesse da altre autorità, in particolare da quelle che esercitano la vigilanza prudenziale su emittenti appartenenti a specifici settori. È, invece, sicuramente escluso dalla verifica di coerenza l'esame della rispondenza dei dati di bilancio contenuti nel prospetto alla contabilità sociale, il riesame puntuale della corrispondenza ai dati contabili delle rielaborazioni effettuate ai fini dell'inserimento del prospetto, l'accertamento della legittimità di operazioni descritte nel prospetto da approvare, con riguardo a normative diverse da quelle in materia di offerta pubblica e/o quotazione, o della conformità dello statuto e degli strumenti finanziari all'ordinamento societario o, ancora, della conformità del bilancio dell'emittente alle norme che ne disciplinano la redazione. Tale tipologia di controlli, infatti, implicherebbe la verifica della veridicità dei dati e delle informazioni contenute nel prospetto, del tutto incompatibile con i tempi istruttori fissati dalla direttiva e con la sua stessa filosofia di fondo.

Per quanto concerne, infine, la comprensibilità, la Consob verifica che la nota di sintesi sia facilmente comprensibile anche dall'investitore che non abbia strumenti concettuali e linguistici necessari per comprendere il linguaggio tecnico e specialistico. Le restanti parti del prospetto devono riportare informazioni che siano facilmente analizzabili e comprensibili, come previsto dall'art. 94, comma 2, del Tuf, ed evitare le duplicazioni di informazioni, grazie all'utilizzo della tecnica del rinvio i capitoli già contenenti quella data informazione.

L'iter era stato avviato con un primo documento di consultazione pubblicato il 9 aprile 2008 a cui aveva fatto seguito, dopo un seminario aperto al pubblico svoltosi presso la sede Consob di Roma il 20 giugno 2008 e la ricezione di 31 risposte alla consultazione, la pubblicazione di un secondo documento di consultazione in data 3 agosto 2009. Dopo tale secondo documento si è svolto un altro seminario aperto al pubblico in data 13 ottobre 2009 e sono pervenute, fino ai primi giorni di dicembre 2009, numerose risposte alla consultazione.

La nuova disciplina riunisce in un nuovo distinto Regolamento norme su obblighi di informazione immediata e periodica attuative, fra l'altro, degli articoli 114 e 154-ter del Tuf e sostitutive di regole già dettate dal Regolamento Emittenti, e norme attuative della delega attribuita dall'art. 2391-bis c.c.; tale ultima norma demanda alla potestà regolamentare della Consob la definizione di principi generali in tema di trasparenza e di correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, precisando che devono essere disciplinate la competenza decisionale, le motivazioni e la documentazione delle operazioni stesse.

La nuova disciplina approvata integra in un unico disegno gli obblighi di trasparenza e i principi in materia di procedure che le società quotate e diffuse devono adottare al fine di assicurare condizioni di correttezza nell'intero processo di realizzazione delle operazioni con parti correlate.

Con riguardo alla trasparenza nei confronti del pubblico, che sarà efficace dal primo ottobre 2010, il regolamento prevede un significativo rafforzamento della disciplina attuale (contenuta principalmente nell'art. 71-bis del Regolamento Consob in materia di emittenti), richiedendo la comunicazione al mercato delle operazioni (definite di maggiore rilevanza) che superano determinate soglie quantitative.

Le soglie corrispondono al 5 per cento di determinati parametri specificamente indicati, quali capitalizzazione di borsa, patrimonio netto, attivo totale, passività totali, ossia il 2,5 per cento nel caso di società quotate controllate da altre quotate, o le minori percentuali indicate dalle società. Nel caso di banche sono stati previsti adeguamenti ai parametri per tener conto delle loro specificità. La comunicazione al mercato deve descrivere, tra l'altro, le caratteristiche dell'operazione, le motivazioni economiche della società emittente al compimento dell'operazione, le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione.

Con riferimento all'informativa periodica, in attuazione dell'art. 154-ter del Tuf, si è previsto che nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale vengano date informazioni sulle singole operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza; sulle altre operazioni con parti correlate concluse nel periodo di riferimento che abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società; su qualsiasi modifica o sviluppo delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione finanziaria annuale che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società.

Per i profili attinenti alla trasparenza e correttezza procedurale e sostanziale, la regolamentazione adottata, da applicarsi entro il 1° gennaio 2011, conferma la scelta di fondo di attribuire un ruolo centrale agli amministratori indipendenti nell'assicurare che le operazioni siano realizzate nell'interesse della società; gli amministratori sono indipendenti quando sono soddisfatti almeno i requisiti previsti dal Tuf (art. 148, comma 3), ovvero quelli stabiliti da normative di settore eventualmente applicabili in ragione dell'attività svolta dalla società.

Il regolamento definisce una procedura generale (meno complessa) per le operazioni con parti correlate definite "di minore rilevanza". Tale procedura generale

prevede, un parere non vincolante di un comitato composto da amministratori non esecutivi né correlati, in maggioranza indipendenti. Dovrebbe così essere possibile alle società utilizzare i comitati già presenti composti da soli amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti. Come richiesto nella consultazione, è stato precisato l'oggetto del parere del comitato, che deve riguardare l'interesse della società al compimento dell'operazione nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle sue condizioni.

Il comitato di amministratori indipendenti può inoltre avvalersi di esperti indipendenti di propria scelta; le procedure possono stabilire un tetto di spesa. Si prevedono altresì: i) un'adeguata informativa *ex ante* fornita tempestivamente all'organo deliberante e al comitato che deve esprimere il parere; ii) i verbali delle delibere di approvazione che rechino un'adeguata motivazione sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle sue condizioni; iii) una completa informativa almeno trimestrale ad amministratori e sindaci sull'esecuzione delle operazioni; iv) ferma la disciplina dell'informazione cosiddetta *price sensitive*, un'informativa al pubblico almeno trimestrale sulle operazioni approvate nonostante il parere contrario degli indipendenti e la contestuale pubblicazione dei pareri negativi.

È prevista una procedura speciale più rigorosa per le "operazioni di maggiore rilevanza" con parti correlate (quelle che superano le soglie previste per gli obblighi di trasparenza). In questi casi, a integrazione di quanto previsto dalla procedura generale, gli amministratori indipendenti devono essere coinvolti nelle trattative, ricevendo un ampio e tempestivo flusso di informazioni e avendo la possibilità di chiedere chiarimenti e formulare osservazioni agli esecutivi. La delibera è assunta dall'organo amministrativo nella sua interezza con il parere vincolante degli indipendenti, che possono avvalersi della consulenza di esperti esterni, remunerati dalla società. Qualora il consiglio di amministrazione intenda procedere malgrado l'avviso contrario degli indipendenti, l'operazione deve essere approvata dall'assemblea, che decide – oltre che con le maggioranze prescritte dal codice civile – anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati (meccanismo del cosiddetto *whitewash*).

Sia nel caso della procedura generale che nel caso di quella speciale, ove non dispongano di un numero sufficiente di amministratori indipendenti le società possono dotarsi di procedure che assicurino presidi equivalenti. Regole analoghe sono previste per il modello dualistico, nel quale il parere può essere reso da un comitato di consiglieri di sorveglianza indipendenti o, a scelta della società e ove presenti, di consiglieri di gestione indipendenti.

Nel caso di operazioni di competenza assembleare, ferma l'applicazione delle descritte procedure per la presentazione della proposta, per le operazioni di maggiore rilevanza con parere negativo degli indipendenti, è richiesta l'applicazione del meccanismo del *whitewash*, volto a evitare che l'esito della votazione sia determinato da soci parti correlate nell'operazione (ferma restando la possibilità per le procedure di prevedere una presenza minima di soci non correlati non superiore al 10 per cento).

Sono previste facilitazioni per le società neo-quotate (nei primi due anni dall'ammissione in Borsa), per le società di minori dimensioni (ossia con attivo dello stato patrimoniale e ricavi non superiori ai 500 milioni di euro) e per le società con azioni diffuse. Ferma restando la disciplina di trasparenza, queste società possono applicare la normativa per le operazioni di minore rilevanza anche alle operazioni di maggiore rilevanza. Alcune operazioni, inoltre, possono essere esentate in tutto o in parte dall'applicazione della disciplina, sulla base di una scelta delle società.

Tra queste: le operazioni di importo esiguo; le operazioni con e tra controllate e con collegate; le operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard; le operazioni urgenti (quelle indifferibili o legate a situazioni di crisi aziendale); l'assegnazione di compensi agli amministratori e agli altri dirigenti in attuazione di politiche di remunerazione già passate al vaglio dell'assemblea. Specifiche esenzioni sono state previste per le operazioni già soggette alla disciplina del Testo Unico Bancario relativa alle obbligazioni degli esponenti bancari.

Nel corso del 2009 sono entrate in vigore anche alcune modifiche al Regolamento Emittenti relative alla disciplina degli Oicr e dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (polizze *unit-linked*, *index-linked* e di capitalizzazione). Le principali novità attengono alla semplificazione della struttura e dei contenuti dei documenti che devono essere consegnati obbligatoriamente agli investitori.

In particolare, il prospetto semplificato degli Oicr aperti italiani e la scheda sintetica dei prodotti finanziario-assicurativi sono ora costituiti da un limitato numero di pagine suddiviso in due parti, soggette ad aggiornamento autonomo. La prima parte è focalizzata sulle modalità di sottoscrizione, *switch* e rimborso e sull'informativa relativa alla società-prodotto. La seconda parte fornisce informazioni sulle caratteristiche generali, la struttura finanziaria e i profili di costo anche al fine di migliorare la comprensione del profilo rischio-rendimento da parte degli investitori e, nel contempo, agevolare il compito degli offerenti ovvero dei collocatori nell'assolvimento degli obblighi di trasparenza informativa in sede di distribuzione di tali tipologie di prodotti.

Le informazioni chiave sulla struttura finanziaria del prodotto sono articolate secondo un approccio per la trasparenza di tipo *risk-based* fondato su "tre pilastri" informativi: i) tabella dell'investimento finanziario e, per taluni prodotti, scenari probabilistici dell'investimento finanziario; ii) grado di rischio e, ove pertinente, grado di scostamento dal *benchmark*; iii) orizzonte temporale d'investimento consigliato.

I "tre pilastri" definiscono integralmente il contenuto dell'informativa del documento d'offerta per gli investitori. L'informativa inerente all'orizzonte d'investimento consigliato consente all'investitore di individuare i prodotti compatibili con il proprio *holding period*, vale a dire il periodo per il quale è disposto a rinunciare alle proprie disponibilità liquide. Il grado di rischio permette di restringere la selezione ai soli prodotti che siano coerenti con la propensione al

rischio dell'investitore. Attraverso gli scenari di probabilità, inoltre, l'investitore è in grado di identificare il prodotto che presenta la struttura di *payoff* finali più in linea con le proprie aspettative di rendimento.

Al fine di agevolare il compito degli emittenti e nel contempo garantire la significatività e l'oggettività dell'informativa prevista dai nuovi schemi, la Commissione ha emanato anche una comunicazione concernente le "*Istruzioni metodologiche per la determinazione dell'informativa sul profilo di rischio e sull'orizzonte temporale d'investimento consigliato prevista dagli schemi di prospetto degli OICR aperti italiani ed esteri non armonizzati e dei prodotti finanziario-assicurativi di cui all'allegato 1B del regolamento Consob n. 11971/1999*" (comunicazione 9025454 del 24 marzo 2009). La comunicazione contiene sia indicazioni di carattere generale volte ad agevolare la lettura dell'informativa da prospetto secondo una visione integrata della rischiosità e della redditività potenziale di ogni proposta d'investimento finanziario, sia indicazioni metodologiche specifiche per il calcolo degli indicatori sintetici di rischio che sottolineano l'importanza di definire gli stessi adottando metriche di volatilità oggettivamente determinabili e universalmente riconosciute.

Le indicazioni metodologiche fornite dalla comunicazione sono, inoltre, tese a favorire la comparabilità tra le diverse alternative d'investimento disponibili sui mercati finanziari in termini di rischio su basi oggettive e garantire, quindi, una parificazione informativa tra prodotti succedanei.

L'adozione delle modifiche regolamentari è stata peraltro accompagnata da numerosi incontri pubblici (cosiddetti *open hearing*) con gli esponenti dei soggetti vigilati e le associazioni di categoria volti a illustrare l'approccio di trasparenza di tipo *risk-based* formalizzato nel Regolamento Emittenti e nella comunicazione metodologica.

Nel corso del 2009, in linea con i principi delineati nella regolamentazione degli Oicr e dei prodotti finanziario-assicurativi, è stato avviato l'esame della possibile estensione dell'approccio *risk-based* per la trasparenza anche ad altri strumenti non rappresentativi di capitale. In questa ottica, è stato posto in consultazione un documento avente ad oggetto "*Raccomandazione sul prospetto d'offerta o di ammissione alle negoziazioni dei prodotti finanziari non rappresentativi di capitale, diversi dalle quote o azioni di Oicr e dai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione: modalità di presentazione e contenuti dell'informativa sul profilo di rischio-rendimento e sui costi*".

## 2 La disciplina dell'informativa societaria continua

Nell'aprile 2009, la Commissione in attuazione del decreto di recepimento della Direttiva *Transparency* (2004/109/CE) e dopo un'ampia consultazione del mercato, ha apportato con la delibera 16850 significative modifiche al Regolamento Emittenti finalizzate a introdurre una disciplina

uniforme degli obblighi di informazione cui sono tenuti gli emittenti quotati e i relativi azionisti e una specifica disciplina volta a garantire l'accesso del pubblico, su scala europea, alle informazioni regolamentate. È stata inoltre modificata la disciplina degli obblighi di informazione periodica in materia di rendicontazione finanziaria e degli obblighi di informazione continuativa in materia di assetti proprietari. Con riguardo al sistema di diffusione delle informazioni regolamentate, sono state introdotte nel regolamento nuove disposizioni che disciplinano le fasi della diffusione (*dissemination*), dello stoccaggio (*storage*) e del deposito (*filing*), in attuazione delle deleghe regolamentari conferite alla Consob dal nuovo art. 113-ter del Tuf.

In materia di *dissemination*, il regolamento prevede che la diffusione delle notizie sia effettuata dai soggetti interessati mediante l'utilizzo di uno Sdir, ossia di un "sistema di diffusione delle informazioni regolamentate", ovvero in proprio.

Relativamente allo stoccaggio, è stato previsto un sistema basato su un numero diversificato di operatori, autorizzati dalla Consob e in possesso di specifici requisiti, ognuno dei quali dovrà coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto.

Con riferimento al *filing*, infine, è stato previsto che esso venga attuato tramite collegamento della Consob ai meccanismi di stoccaggio autorizzati ovvero tramite il sistema di Teleraccolta.

La previsione di un nuovo sistema di diffusione delle informazioni regolamentate ha comportato la necessità di adeguare allo stesso le disposizioni contenute nella parte III, titolo II, capi II e III del Regolamento Emittenti relative alle comunicazioni al pubblico e alla Consob di informazioni su eventi e circostanze rilevanti; di raccomandazioni; di informazioni su operazioni straordinarie; di informazioni periodiche e di altre informazioni.

Anche l'art. 38 del Regolamento Mercati è stato oggetto di modifiche da parte della delibera n. 16850, al fine di adeguare le modalità di comunicazione al pubblico delle informazioni previste dal comma 2 al nuovo sistema di diffusione delle informazioni regolamentate.

La delibera ha, altresì, previsto un'entrata in vigore differita delle nuove disposizioni in materia di sistemi di diffusione delle informazioni e dei meccanismi di stoccaggio centralizzato delle stesse, considerata la necessità di consentire ai soggetti interessati di provvedere al conseguente adeguamento.

La *diffusione continua*, pertanto, a essere effettuata tramite l'utilizzo delle modalità precedentemente vigenti, ossia per quanto riguarda le informazioni price sensitive tramite il *Network Information System* (Nis) di Borsa Italiana.

Con riferimento allo stoccaggio è stato previsto che le informazioni regolamentate si considerano transitoriamente centralizzate tramite la loro pubblicazione sui siti internet predisposti dalle società di gestione dei mercati, in tal modo garantendo un agevole accesso al pubblico.