



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
“M.FANNO”

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**“IL RUOLO DELLA CONSOB NELLA VALUTAZIONE DELLA
QUALITÀ DELL'INFORMATIVA CONTABILE: L'UTILIZZO DI
BLACK E GREY LISTS”**

RELATORE:

CH.MO PROF. AMEDEO PUGLIESE

LAUREANDO/A: IRENE RAFFAGNATO

MATRICOLA N. 1089887

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

Indice

Introduzione.....	1
CAPITOLO 1 - L'INFORMAZIONE NEI MERCATI FINANZIARI	3
1.1 La trasparenza informativa allo scopo di prevenire le asimmetrie informative.....	3
1.2 Il ruolo della disclosure nelle società quotate	5
1.2.1 Mandatory disclosure.....	6
1.2.2 Voluntary disclosure.....	7
1.3 Il processo evolutivo della disclosure.....	9
CAPITOLO 2 - LA CONSOB E L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA SULLE SOCIETÀ QUOTATE.....	11
2.1 La Consob e i poteri di vigilanza	11
2.2 Due importanti riforme del sistema di vigilanza: la riforma sul risparmio e la direttiva sull'abuso del mercato.....	13
2.3 La vigilanza sugli emittenti.....	16
2.4 Controlli sull'informativa contabile.....	19
2.5 Gli obblighi di informativa periodica: l'impiego di black-list e grey-list.....	20
2.5.1 Black list.....	23
2.5.2 Grey list.....	23
CAPITOLO 3 - LE SOCIETÀ INSERITE NELLE BLACK E GREY LISTS DAL 2009 AD OGGI	25
3.1 L'analisi quali-quantitativa delle società sottoposte ad obblighi di informativa periodica.....	25
3.2 Le cause dell'inserimento delle società nelle black e grey list	37
3.2.1 Ragioni per le quali le società sono obbligate a fornire un'informativa mensile.....	38
3.2.2 Ragioni per le quali le società sono obbligate a fornire un'informativa trimestrale.....	40
Conclusioni.....	45
Riferimenti bibliografici	47

Introduzione

Alla base di questo studio vi è l'analisi della trasparenza informativa vista nell'ottica di tutela degli investitori che operano nel mercato finanziario. Questo dato costituisce il punto di partenza per l'approfondimento di altri temi molto importanti relativi all'attività di sorveglianza effettuata dalla Consob sulle società quotate italiane con particolare attenzione a quelle che si trovano in una situazione di crisi gestionale.

Innanzitutto il concetto di trasparenza informativa nei mercati finanziari si è sviluppato a partire dagli ultimi decenni quando sia nel contesto nazionale che in quello globale si sono presentati scandali e crisi finanziarie. È stato necessario quindi adottare degli strumenti di controllo e introdurre nuove discipline regolative affinché agli investitori venga garantita una tutela più completa sul risparmio.

La trasparenza informativa si traduce in un meccanismo di disclosure, intesa come attività di divulgazione di informazioni che le imprese effettuano per dimostrarsi il più possibile trasparenti nei confronti del mercato dei capitali. In tal modo vengono attratte le risorse finanziarie necessarie al sostentamento dell'attività aziendale.

A tal proposito il primo capitolo tratta dell'importanza di questo fenomeno visto attraverso l'informativa obbligatoria (o mandatory disclosure) e l'informativa volontaria (o voluntary disclosure) che le società quotate effettuano nei confronti del mercato finanziario. Infine viene trattata l'evoluzione del processo evolutivo della disclosure mettendo in rilievo l'importanza che negli anni ha acquisito la Consob, intesa come organo di vigilanza e di tutela del risparmio. Il secondo capitolo si concentrerà quindi sui poteri di vigilanza della Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) trovando nel Testo Unico della Finanza il suo principale appoggio normativo. Il potere di vigilanza consiste nel verificare l'adeguatezza e il contenuto delle informazioni che le società quotate nella Borsa Italiana rendono disponibili ai propri investitori. Nel caso di società in crisi, caratterizzate da una grave situazione economico, finanziaria e patrimoniale, la Consob richiede obblighi di informativa mensile o trimestrale (c.d. black e grey list).

Questi due elenchi verranno analizzati nel dettaglio nel capitolo 3 osservando negli anni 2009-2017 il numero di società inserite nelle rispettive liste, la percentuale di società fallite, di quelle transitate da una lista all'altra e di quelle che sono riuscite ad uscire da questi elenchi sorvegliati. Verrà posta poi particolare attenzione ai motivi che hanno spinto la Consob all'inserimento di determinate società in queste liste incriminate.

L'obiettivo di questo elaborato è proprio quello di fornire un'analisi quali-quantitativa delle società che si trovano in una situazione economico-finanziaria instabile mettendo in evidenza le ragioni che hanno spinto la Consob ad effettuare controlli più stringenti.

CAPITOLO 1:

L'INFORMAZIONE NEI MERCATI FINANZIARI

1.1 La trasparenza informativa allo scopo di prevenire le asimmetrie informative

A seguito dell'instabilità economico-finanziaria degli ultimi decenni la trasparenza informativa dei mercati finanziari è stata oggetto di uno studio sempre più approfondito da parte dei legislatori sia nazionali che europei. Come si avrà modo di analizzare nel corso di questo elaborato la Consob svolge un ruolo di vigilanza nei mercati regolamentati al fine di tutelare la trasparenza e la correttezza degli intermediari.

Innanzitutto la trasparenza informativa si concretizza attraverso la disclosure intesa come le decisioni inerenti il contenuto e le modalità con cui vengono illustrate le informazioni all'esterno dell'azienda. Ci si riferisce in tal senso a una comunicazione economico-finanziaria riguardante la redditività e l'efficienza d'impresa (Maffei, 2010; Zona, 2015).

Nel tempo la trasparenza informativa ha acquisito un'importanza sempre maggiore per effetto dell'incremento dimensionale delle imprese e di conseguenza della loro esigenza di reperire capitali nel mercato finanziario. L'informazione e la sua diffusione-comunicazione esterna all'impresa sono fondamentali per mitigare i diversi interessi degli stakeholder (Fortuna, 2009). Questi ultimi perfezionano un bisogno informativo che si differenzia proprio in virtù del peculiare interesse esaltato e sarà dovere dell'azienda comporre una strategia di disclosure integrata che consideri i diversi profili gestionali coinvolti (economico-finanziario, sociale, etico, ecc.), ma reagisca anche alle logiche di una distinta e fondamentale analisi costi-benefici (Giorgino, 2012). Fondamentalmente, gli stakeholder valutano se l'impresa è in grado di generare valore e ricchezza. Lo studio di Catturi G. (Giorgino, 2012) denota che il processo comunicativo che l'impresa svolge si divide verso l'interno e verso l'esterno. Per quanto riguarda il flusso informativo interno all'azienda questo si estende tra i membri della comunità aziendale (per esempio i lavoratori dipendenti) portandoli a sentirsi parte attiva e a svolgere la propria mansione con più motivazione contribuendo in tal modo a seguire la mission aziendale. Anche il flusso informativo rivolto all'ambiente esterno all'azienda tratta un ruolo cruciale: gli investimenti, cioè la disponibilità finanziaria necessaria per il proseguo dell'attività aziendale che arriva prevalentemente da soggetti esterni alla società. La continuità

dell'attività d'impresa dipende, appunto, dagli input finanziari che essa riceve, in primis, dai soci fondatori, ma anche dagli investitori istituzionali e dai risparmiatori (Giorgino, 2012; Zona, 2015).

La trasparenza informativa assicura sia la tutela degli investitori sia un efficiente e corretto funzionamento dei mercati finanziari. Gli investitori vengono tutelati al fine di prevenire comportamenti opportunistici da parte dei manager dovuti da asimmetrie informative presenti tra le parti (Fusco, 2017). I manager infatti hanno usato, soprattutto in passato, comportamenti opportunistici volti a massimizzare i propri interessi minimizzando quelli della stessa impresa. Per di più la comunicazione rivolta agli utenti esterni si è rivelata incompleta e sommaria e ciò ha creato un'insufficiente trasparenza informativa. L'informazione pertanto serve agli investitori per prendere decisioni efficienti: se queste vengono comunicate in tempi ragionevoli e sono complete possiamo affermare che gli operatori prendono decisioni razionali. Questo raramente si riscontra nel sistema economico dato che l'operatività di ogni soggetto economico è caratterizzata da asimmetrie informative (Fortuna, 2009)

Per asimmetria informativa si intende la divergenza di interessi a disposizione degli individui, per cui una parte che ha più informazioni dell'altra può trarne vantaggio diventando così fonte di comportamenti opportunistici tra la proprietà dell'azienda e il manager. Jensen e Meckling (1976) sostengono nella teoria dell'agenzia che gli interessi del principale (la proprietà dell'azienda) e l'agente (il manager) sono divergenti tra di loro e quest'ultimo può essere indotto a massimizzare la propria utilità a svantaggio di quella del principale e ciò implica la debita predisposizione di procedimenti atti a superare tale circostanza. L'opportunismo delle due parti incita un utilizzo delle asimmetrie informative a proprio vantaggio creando due complicazioni: la selezione avversa e l'azzardo morale.

La selezione avversa, o opportunismo ex ante, è il risultato del comportamento posto in essere da un soggetto nella fase contrattuale iniziale in presenza di asimmetria informativa. Pertanto la parte meno informata (il principale) è indotto a compiere scelte di investimento errate. Gli investitori hanno quindi bisogno di avere informazioni sui prospetti economico-finanziari correnti e futuri dell'azienda ma non sempre i manager (l'agente) sono disposti a divulgarle.

L'azzardo morale, o opportunismo ex post, è il comportamento scorretto posto in essere da un soggetto nel momento in cui il contratto è concluso. La parte più informata (l'agente) si comporta in modo scorretto contando nell'incapacità di controllo della controparte (l'agente). Gli investitori non riescono ad osservare pienamente il comportamento dei manager senza

incorrere in costi eccessivi. Di conseguenza l'agente potrebbe sfruttare questa posizione per salvaguardare il proprio interesse a spese del principale.

Gli interessi tra le due parti sono divergenti e questo implica dei costi definiti da Jensen & Meckling (1976) come costi di agenzia e, in particolare, riguardano:

- costi di monitoraggio intesi come i costi che supportano i principali per controllare l'operato degli agenti;
- costi di obbligazione che vengono sostenuti dagli agenti i quale assicurano ai principali che non adotteranno comportamenti volti a danneggiarli;
- parte residua che rappresenta il costo opportunità calcolato dalla differenza tra gli interessi divergenti dei principali e degli agenti nonostante la presenza di costi di monitoraggio e di obbligazione (Costa, 2014).

Per osteggiare i problemi di agenzia ci si affida all'attività della disclosure che ci aiuta quindi a ridurre i costi. In tale prospettiva gli investitori sono tutelati perché hanno a disposizione tutte le informazioni necessarie per effettuare una valutazione approfondita di un eventuale investimento o disinvestimento (Fusco, 2017). Incentivando il dialogo tra le società quotate e il mercato finanziario si possono eliminare le asimmetrie informative. Come sostiene Giorgio Bertinetti (si veda Paulon, 2012), la disponibilità di informazioni corrette, complete e tempestive permette agli investitori di predire le performance future delle società e di non investire in società caratterizzate da una carenza informativa. E' importante pertanto persuadere il mercato che non vi sono informazioni occultate e ciò si può conseguire solo guadagnando credibilità nel tempo (Lambert, 2011).

1.2 Il ruolo della disclosure nelle società quotate

In un mercato finanziario non perfettamente efficiente dove sono presenti asimmetrie informative è fondamentale che vengano garantite la protezione dell'investitore e l'efficienza del mercato. Queste sono rese possibili dall'intervento del legislatore con l'imposizione di regole di "trasparenza obbligatoria" (Fusco, 2017). Le società quotate italiane, per garantire la trasparenza informativa, sono obbligate, quindi, a fornire periodicamente un'appropriata disclosure (mandatory disclosure). Talvolta possono integrare queste informazioni obbligatorie con altre di tipo volontario (voluntary disclosure).

Più precisamente:

- l'informativa obbligatoria (mandatory disclosure) risponde a criteri di carattere normativo con l'obiettivo di tutelare i terzi e di garantire un'efficace informativa agli stakeholders;
- l'informativa facoltativa (voluntary disclosure) viene divulgata al mercato a discrezione della società per completare e/o integrare l'informativa obbligatoria (Zona, 2015).

Anche la Consob, come Autorità di Vigilanza nel mercato mobiliare, assolve un ruolo essenziale nella regolamentazione e controllo sulla trasparenza e, in particolare, sulla correttezza dei comportamenti degli intermediari finanziari ed emittenti soggetti sottoposti a vigilanza (Fusco, 2017). Quest'ultimo tema verrà analizzato ampiamente nel capitolo 2.

1.2.1. Mandatory disclosure

L'informativa obbligatoria presuppone che vengano forniti ai terzi i requisiti minimali previsti dai vincoli normativi, per garantire quindi l'efficienza informativa del mercato affinché vengano tutelati gli interessi degli stakeholder. Gli obblighi a cui le società devono sottostare sono l'elaborazione del bilancio civilistico, il servizio di adempimento degli obblighi fiscali e la relazione di gestione. Nella stesura di questi adempimenti formativi le imprese devono assoggettarsi a specificità qualitative e funzionali quali chiarezza, correttezza e analiticità. Se le modalità rappresentative dei documenti formali sono definite a priori dalla norma di legge, le modalità produttive di svolgimento delle attività sono applicate internamente da ciascuna impresa in vista della razionalizzazione economica (risparmi di costo). Dalla mandatory disclosure le imprese traggono vari vantaggi tra cui minori costi di produzione, veridicità delle comunicazioni divulgate e inoltre ne ricavano un aumento dell'informazione derivata

A seguito dell'espansione della proprietà del capitale a livello internazionale si è cercato di uniformare le modalità di divulgazione dei documenti formali in modo da assicurare maggiore trasparenza agli investitori e di rendere equiparabili i dati economico-finanziari con le altre imprese. A tal fine l'Unione Europea ha optato per l'adopero dei principi contabili internazionali IAS/IFRS predisposti dallo IASB¹ e per l'avvicinamento tra questi ultimi e gli US GAAP² disposti dal FASB³.

¹ IASB (International Accounting Standards Board) è un organismo internazionale che emana i principi contabili internazionali che le società facenti parte del territorio comunitario devono attenersi.

²US GAAP (United States General Accepted Accounting Principles) è la raccolta organica dei principi emanati dal FASB e rappresenta solamente le linee guida generali, la cui applicazione può avvenire in maniera differente.

In Italia le società quotate devono rispondere ad obblighi formativi quali la predisposizione dei bilanci di esercizio e consolidato, le comunicazioni economiche periodiche o una tantum e le relazioni sulla corporate governance (Zona, 2015).

Con la direttiva comunitaria sul market abuse, la quale verrà trattata successivamente, i paesi occidentali hanno deciso di adottare norme comuni in ambito di trasparenza.

Il quadro normativo di riferimento si riferisce a:

- Decreto Legislativo 58/98 (istitutivo del Testo Unico della Finanza modificato poi con il D. Lgs 164 del 2007);
- Regolamento attuativo del d.lgs di cui al punto precedente avvenuta con deliberazione n. 11520/98 e successive modifiche;
- Direttiva Cee 80/390⁴;
- Codice civile.

In Italia i principali obblighi normativi sono rappresentati dal codice civile ma è importante considerare anche il ruolo svolto dal TUF in particolare all'art 114 è previsto l'obbligo per le società quotate di comunicare al pubblico le informazioni che le riguardano. Questo decreto legislativo istitutivo del TUF ha recepito le direttive comunitarie le quali stabiliscono alcuni principi generali lasciandone invece altri di attuazione a discrezione della Consob (c.d. Regolamento attuativo n. 11520/1998).

Le suddette normative mirano a creare un'informativa societaria trasparente nei confronti degli investitori e, in generale, nel mercato finanziario.

1.2.2. Voluntary disclosure

Oltre alla disclosure obbligatoria si è sviluppata l'idea, da parte delle società stesse, di rendere note ai terzi altre informazioni aggiuntive in modo da dimostrarsi all'ambiente esterno il più possibile trasparenti (Zona, 2015). La discrepanza tra le informazioni obbligatorie desumibili dal bilancio e le potenzialità di cui dispone l'impresa ha portato quindi le società a integrare la mandatory disclosure con altre informazioni supplementari le quali prendono il nome di

³ FASB (Financial Accounting Standards Board) è un organismo statunitense che ha poteri regolamentari in ambito contabile poiché emana con regolarità i principi che le imprese statunitensi sono tenute a osservare nel redigere il bilancio di esercizio.

(Treccani, s.v. http://www.treccani.it/enciclopedia/fasb_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

⁴ La direttiva 80/390/CEE riguarda il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa valori. (s.v. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32003L0071>)

disclosure volontaria (Paulon, 2012). Le informazioni comunicate, veicolate anche tramite relazioni pubbliche e siti web, non sono definite anticipatamente e ogni azienda è libera di divulgarle nella quantità/qualità prescelte. I documenti “volontari” che l’azienda rende pubblici sono per esempio il bilancio sociale e ambientale e il bilancio di sostenibilità a fronte delle correlazioni e reciprocità presenti nel sistema globale nel suo insieme. Le tematiche socio-ambientali, territoriali e di sostenibilità vengono inserite nella mission d’impresa e nei piani strategici del top management team. L’obiettivo della voluntary disclosure è di costruire un dialogo principalmente con gli investitori, ma in generale con tutti gli stakeholders, assicurandogli che la società opera in modo responsabile e sostenibile. (Zona, 2015)

Le società sono incentivate a divulgare l’informativa su base volontaria. Foster (1986) sottolinea come l’influenza della capitalizzazione del mercato abbia un riscontro nel financial reporting. Le società competono l’una contro l’altra nella capitalizzazione di mercato sulla base delle sicurezze offerte, sui termini e rendimenti attesi promessi. Infatti c’è molta insicurezza riguardo alla qualità delle aziende (intesa come natura degli asset e rischiosità dei flussi di cassa). Gli investitori richiedono informazioni per valutare le tempistiche e l’incertezza dei valori presenti e futuri dei flussi di cassa così possono valutare le imprese ed effettuare altre decisioni di investimento. Le società soddisfano questa domanda in parte fornendo informazioni di tipo volontario, consentendole perciò di aumentare il capitale sociale. D’altra parte la voluntary disclosure implica dei costi sostenuti dalle società che sono: raccolta di informazioni e relativi costi di gestione, costi legali e costi proprietari. Questi ultimi sono di particolare importanza nelle decisioni della voluntary disclosure e si verificano quando le informazioni rivelate all’esterno possono costituire un danno alla società stessa, per esempio riguardo alla loro posizione competitiva (Meek, 1995).

È stato appena osservato che la disclosure svolge un ruolo fondamentale nel mercato finanziario perché contribuisce alla trasparenza informativa. Ma è anche importante sottolineare che l’interesse alla trasparenza informativa può venire in contrasto con altri interessi degni di salvaguardia per i quali si colloca un’essenziale necessità di bilanciamento. Il più rilevante tra questi è l’interesse societario al segreto per meglio dire la difesa della riservatezza su materie di tipo strategico e/o competitivo (Fusco, 2017). Per riservatezza si intende non solo la difesa del segreto aziendale bensì gli studi interni di manovre societarie, rapporti esplorativi su nuovi eventuali orizzonti, fino a negoziazioni in corso. Inoltre il mercato non ha interesse a ricevere notizie che, in ragione della loro incompletezza, della loro parzialità, dell’ambiguo grado di accertabilità, sono superflui o perfino decettive per il mercato (Montalenti, 2013).

1.3 Il processo evolutivo della disclosure

Nel corso degli ultimi anni sia l' informativa obbligatoria che quella volontaria hanno subito una notevole accelerazione per i cambiamenti avvenuti a livello globale, sociale e aziendale. L'esigenza di una trasparenza informativa sempre più imminente è dovuta dalla presenza dell'asimmetria informativa intercorrente tra investitore e negoziatore istituzionale. Al fine di tutelare la parte più debole nel corso degli ultimi anni abbiamo assistito a un processo normativo sempre più stringente che possiamo delineare attraverso i tre seguenti stadi:

- Il primo stadio si riferisce al periodo antecedente al 2005 dove la disclosure avveniva prevalentemente su base volontaria da ciascuna impresa;
- Nel secondo stadio l'Italia ha recepito la direttiva 2001/65/CE⁵ (detta anche direttiva di modernizzazione) nella quale vengono esplicitate le regole di valutazione dei prospetti di bilancio di esercizio e consolidato e dove viene imposto alle società di esporre i rischi connessi agli strumenti finanziari. L'entrata in vigore, nel nostro Paese, della prima tranche della suddetta direttiva è avvenuta con il D. Lgs 394/2003. Nel nostro Paese, però, questa direttiva è stata recepita in maniera limitata introducendo nel c.c. l'articolo 2429 bis il quale richiede alle società di fornire un' informativa inerente i rischi finanziari.
- Con il terzo stadio la direttiva di modernizzazione viene recepita in tutte le sue parti e si richiede inoltre alle società, ove sussistano specifiche condizioni, di estendere la risk disclosure a cui è esposta la società (Zona, 2015).

Siamo così passati da una disclosure meno stringente caratterizzata dalla cultura della reticenza a una disclosure più aperta all'interesse del mercato finanziario incentrata sulla cultura della trasparenza. La reticenza, unita al fatto della manipolazione dei dati, ha determinato, soprattutto in passato, nei confronti dell'ambiente esterno sfiducia nella comunicazione (Salvioni, 2002).

Nella seconda fase, nonostante la presenza del bilancio d'esercizio quale configurazione più diffusa tra le imprese, non abbiamo ancora raggiunto totalmente la concezione di trasparenza.

⁵ La direttiva 65 del 2001 si occupa della disciplina sulla redazione dei bilanci e va a sostituire il modello del costo storico con quello del fair value. S.v. IAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia. A.b.i. – giurisprudenza commerciale, 2006

Stenta ad affermarsi quindi la consapevolezza che le comunicazioni volte all'esterno contribuiscano a qualificare la rappresentazione aziendale, a creare possibilità di acquisizione o perdita di consenso. Di conseguenza i destinatari perdono interesse per le comunicazioni economico-finanziarie pubblicati dalle società (Salvioni, 2002).

Per questo negli ultimi anni è nata l'esigenza di una maggiore trasparenza e di una rivitalizzazione dei mercati dei capitali e pertanto sono state modificate le richieste quantitative e temporali della mandatory disclosure in determinati contesti operativi. A tal fine, gli organismi di garanzia dei terzi per le società italiane quotate, per esempio la Consob, hanno introdotto un incremento quantitativo e una riduzione delle tempistiche di comunicazione (semestrale, trimestrale e mensile). Ciò ha rivoluzionato i limiti di storicità congeniti nelle rendicontazioni annuali e un graduale distacco dalla cultura della reticenza (Salvioni, 2002).

Nel prossimo capitolo si avrà quindi modo di osservare più da vicino come l'esigenza di una trasparenza informativa abbia indotto la Consob a un'attività di monitoraggio delle società quotate, in particolar modo nei confronti di quelle che versano in una situazione economico-finanziaria instabile.

CAPITOLO 2: LA CONSOB E L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA SULLE SOCIETÀ QUOTATE

Il primo capitolo si è concentrato sull'asimmetria informativa presente tra azionisti e manager spingendo le società, soprattutto quelle quotate, a una maggiore trasparenza informativa in modo da tutelare la parte più "debole" del rapporto, ossia i risparmiatori.

È stato riscontrato, inoltre, che l'esigenza di una trasparenza informativa è diventata sempre più stringente nel corso degli anni. Questo è dovuto dal fatto che le crisi finanziarie e societarie degli ultimi dieci anni sono state sempre più imminenti e frequenti. È stato necessario, quindi, porre delle modifiche alle modalità con le quali l'Autorità di Vigilanza assicura la tutela del risparmio.

Sostanzialmente la vigilanza è cambiata per far fronte alle nuove necessità di tutela del risparmio e per il cambiamento avvenuto nel contesto normativo (Bilancia, 2008).

Si vedrà come la riforma del risparmio abbia conferito una serie di funzioni e poteri alla responsabilità della Consob. Le modifiche revisionano le norme del Testo Unico della Finanza (d.lgs. n. 58/1998), del Testo Unico Bancario e del codice civile.

In questo capitolo verrà analizzata la Consob con specifico riferimento alle sue funzioni e ai suoi poteri per poi focalizzarsi sul controllo dell'informativa contabile. Verrà posta particolare attenzione sulle società italiane quotate che si trovano in una situazione di crisi raggruppandole poi in due liste, nera e grigia. Queste società sottoposte alla sorveglianza della Consob devono informare il mercato con sistematicità.

2.1 La Consob e i poteri di vigilanza

La Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) è un'autorità amministrativa indipendente, istituita con la legge del 7 giugno 1974 n. 216, che si occupa della tutela degli investitori e mira alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano. Fra le molte attività spicca quella di vigilanza sulla trasparenza e correttezza dell'informazione finanziaria (Romano, 2011). Quest'organismo ha il potere di emanare decreti legislativi integrativi riguardanti: il controllo contabile e la certificazione dei bilanci delle società italiane quotate in Borsa, l'organizzazione della borsa finanziaria e l'ammissione dei titoli alle quotazioni. La legge istitutiva della Consob nel corso degli anni ha subito delle modifiche per far fronte da

una parte alla parziale incompletezza e dall'altra per lo sviluppo del mercato mobiliare. Nata inizialmente come organo di controllo della Borsa si è evoluta fino a diventare organo di controllo del mercato mobiliare, dei soggetti che si trovano all'interno di tale mercato e delle operazioni di sollecito del risparmio pubblico attraverso l'emanazione e la collocazione degli strumenti finanziari (Titomanlio, 2012).

Affinché gli interessi degli investitori e analisti vengano tutelati, ai soggetti vigilati viene richiesto di comunicare tutte le informazioni necessarie per valutare le caratteristiche e i rischi degli investimenti nei tempi e nelle forme opportuni. La Consob esplica le sue attività attraverso ruoli di vigilanza⁶:

1. regolamentare
2. informativa e ispettiva
3. sanzionatoria.

La Consob regola le attività di servizi e di investimento per conto degli intermediari, i vincoli informativi delle società quotate e le manovre di appello al pubblico risparmio.

Al fine di esercitare il potere regolamentare la Consob potrà effettuare ispezioni sull'informativa societaria, elaborare una funzione di vigilanza sulle dichiarazioni di conformità ai codici di autoregolamentazione, esprimersi sui principi di remunerazione e adeguatezza professionale dei revisori, esigere l'emanazione di comunicati price sensitive⁷ non soltanto alle società o alle loro controllanti ma anche agli azionisti rilevanti e agli amministratori delle stesse.

Il ruolo di vigilanza informativa consiste nell'ascrivere alla Consob la potestà di chiedere dati, informazioni e notizie al soggetto abilitato e all'organo di controllo. Quest'ultimo, insieme alla società di revisione, è vincolato a trasmettere alla Consob irregolarità e violazioni che potrebbero compromettere la continuità aziendale. Il TUF prevede rilevanti obblighi informativi. Ne citiamo qualcuno. All'art. 114 viene richiesto agli emittenti di offrire al pubblico informazioni aggiuntive ulteriori agli obblighi di pubblicità previsti dalle disposizioni di legge; all'art. 115 la Consob può richiedere i nomi dei partecipanti al capitale sociale e i relativi fiduciari. Infine di rilevanza è anche l'art. 155 (e seguenti) il quale impone

⁶ <http://www.consob.it/web/area-pubblica/attivita>

⁷L'informazione price sensitive si riferisce alle notizie riguardanti fatti sociali rilevanti e a dati contabili previsionali o consultivi che possono influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari.

alle società di revisione degli emittenti di inviare le comunicazioni alla Consob (Pietrantonio, 2008).

La vigilanza sanzionatoria della Consob si riferisce alle funzioni interdittive e sostitutive. Per funzioni interdittive ci riferiamo alla facoltà della Consob di emettere sanzioni interdittive le quali influiscono negativamente sul destinatario a cui sono rivolte impedendone in via provvisoria o definitiva l'esercizio dell'attività. Questo per salvaguardare gli investitori che potrebbero essere gravati da pregiudizi. Le funzioni sostitutive consentono alla Consob di sostituirsi alla società di gestione della vigilanza nei mercati nell'assumere i provvedimenti necessari ad assicurare la trasparenza.

2.2 Due importanti riforme del sistema di vigilanza: la riforma sul risparmio e la direttiva sull'abuso del mercato

I poteri di vigilanza a capo della Consob sono aumentati nel corso degli anni, prima con la riforma sul risparmio e poi con la direttiva sull'abuso del mercato (2003/6/CE). La legge del 28 dicembre 2005, n.262 ("Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari") conosciuta come legge sul risparmio ha portato delle modifiche sulle garanzie procedurali mirando ad uniformare le regole delle diverse autorità mantenendone l'autonomia organizzativa di ognuna. Per gli atti normativi provenienti dalle autorità si richiede l'obbligo di consultazione preventiva (art. 23 legge 262/2005). Per quanto riguarda i procedimenti a rilevanza individuale invece si impone l'obbligo di motivazione, la distinzione delle funzioni istruttorie e decisorie, il principio del contraddittorio (art. 24 legge 262/2005). Nell'esercitare i poteri sanzionatori l'autorità amministrativa si accosta a quella dell'autorità giudiziaria.

La direttiva sull'abuso del mercato, ma in particolare la delibera n. 15086 del 2005 riguardante le "Disposizioni organizzative e procedurali relative all'applicazione di sanzioni amministrative e istituzione dell'Ufficio sanzioni amministrative" ha annunciato che:

1. l'istruttoria dei procedimenti sanzionatori è di pertinenza delle strutture operative secondo l'organizzazione dell'Istituto;
2. le scelte in ordine all'attuazione delle sanzioni sono adottate dalla Commissione;
3. il procedimento sanzionatorio inizia con l'esplicita contestazione degli addebiti;
4. la Divisione competente per materia una volta che ha ricevuto le deduzioni invia gli atti del procedimento con proprie stime all'Ufficio Sanzioni Amministrative;

5. L'Ufficio Sanzioni Amministrative, una volta analizzate le deduzioni difensive prodotte dagli interessati, esprime le proprie conclusioni in merito alla fondatezza o meno della violazione contestata ed eventualmente alla sanzione che si dovrà applicare. La relazione verrà poi trasmessa alla Commissione la quale prenderà una decisione.

Come abbiamo inteso la Consob svolge un ruolo giudicante, terzo rispetto agli uffici che invece hanno attuato la fase istruttoria e contestato le varie irregolarità (Romano, 2011). La Consob ritrova il suo inquadramento costituzionale nell'art. 47⁸ il quale dichiara che la Repubblica ha il compito di incoraggiare e tutelare il risparmio in tutte le sue forme. Per tutela del risparmio si intende ogni surplus monetario impiegato nel sistema economico e le modalità di utilizzo (Pietrantonio, 2008).

Nella tutela del risparmio (art. 47 Cost.) trovano le radici le funzioni della Consob le quali verranno descritte nel Testo Unico della Finanza. Le vengono affidati poteri regolamentari e di tutela degli investitori. La funzione di regolazione è esercitata dalla Consob attraverso atti normativi e amministrativi generali, provvedimenti amministrativi, atti endo-procedimentali e commendatori⁹ (Titomanlio, 2012). La si può vedere nell'ottica di una funzione quasi legislativa che va a colmare le lacune lasciate dal legislatore in materia di tutela del risparmio. Un'altra funzione della Consob la si trova nell'impedire nuove modalità di raccolta del risparmio che si rivelano in contrasto con le norme vigenti (Pietrantonio, 2008). Il potere regolamentare, però, trova il proprio fondamento innanzitutto nella legge istitutiva della Consob in materia di auto-organizzazione e funzionamento, di gestione del personale e contabilità per poi accrescere con la nascita del TUF (muovendosi dalla disciplina degli intermediari alla disciplina dei mercati, dalla regolamentazione della condotta degli emittenti alla condotta di chi lavora in borsa (Titomanlio, 2012). Invece per quanto riguarda la tutela degli investitori essa avviene attraverso il controllo sull'informazione societaria intesa come difesa degli investitori e non meramente del buon funzionamento d'impresa (Pietrantonio, 2008).

⁸ "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito" (art.47 Costituzione).

⁹ "si fa in particolare riferimento alle "raccomandazioni" della Consob che quantunque, giuridicamente non vincolanti, rappresentano criteri-guida autorevoli per gli operatori; tali atti «fondano la loro effettività esclusivamente sulla autorevolezza morale della quale la stessa amministrazione gode nei confronti dei soggetti sottoposti al suo controllo" (s.v.Titomanlio, 2012, pp.73)

Con la legge 262 del 2005 alla Consob è stato esteso il potere di vigilanza regolamentare, una sorta di “completamento” di un processo evolutivo di legislazione avvenuto con il recepimento della direttiva Market Abuse (legge comunitaria 2004) con la quale le erano stati conferiti i poteri di vigilanza informativa e ispettiva. La direttiva sull’abuso di mercato (2003/6/CE) è nata con lo scopo di redimere fattispecie di abuso di mercato cercando di uniformare tutti gli Stati membri a una comune disciplina. Con il termine “abuso di mercato” si intende evidenziare tutte quelle situazioni nelle quali i risparmiatori che investono nel mercato finanziario devono affrontare, in modo diretto o indiretto, le conseguenze derivanti dal comportamento di altri soggetti che (Pietrantonio, 2008):

- hanno sfruttato a vantaggio proprio la conoscenza di informazioni non accessibili alla collettività;
- hanno diffuso informazioni ingannevoli;
- hanno manipolato il procedimento di fissazione del prezzo di strumenti finanziari.

Da questa definizione si individuano due diversi tipi di abuso del mercato: insider trading che fa riferimento al primo comportamento e aggioaggio che si manifesta al secondo e terzo comportamento. È importante, come abbiamo capito, cercare di ridurre gli abusi di mercato in modo da salvaguardare l’integrità dei mercati finanziari, non solo a livello domestico ma anche a livello internazionale. Nella prospettiva dell’Unione Europea un mercato integrato apporta benefici alle imprese ma per far in modo che ciò avvenga è necessario che gli Stati membri convergano all’attuazione della normativa europea. Nel nostro Paese il recepimento della direttiva sull’abuso di mercato è avvenuta con la legge 62 del 2005 operando sanzioni più severe per i soggetti interessati cioè coloro che detengono informazioni riservate le quali possono condizionare l’andamento dei titoli. La normativa si riferisce ai seguenti soggetti: analisti finanziari, società di rating e giornalisti. Gli analisti finanziari nel comunicare le proprie valutazioni al pubblico devono rispettare criteri di correttezza e trasparenza. Alla Consob spetta regolamentare direttamente la professione degli analisti creando appositamente un Registro nazionale ad hoc. Anche le società di rating hanno l’obbligo di presentare in maniera corretta le informazioni e comunicare tempestivamente la presenza di conflitti di interessi. In questo caso la Consob ha poteri di supervisione diretta. I giornalisti invece meritano un occhio di riguardo perché attraverso la conoscenza di informazioni privilegiate possono influenzare l’andamento e la trasparenza del mercato. Gli abusi di mercato vengono penalizzati con l’applicazione di sanzioni, sia di natura penale che amministrativa, nei confronti dei soggetti appena tratteggiati.

La legge 262/2005 è stata modificata dai decreti legislativi 303/2006 e 51/2007 per far fronte ai nuovi cambiamenti avvenuti a livello finanziario, in particolare alcuni scandali finanziari hanno indotto i legislatori a porre dei cambiamenti per tutelare il risparmio.

Come vedremo nel paragrafo dedicato alla vigilanza sugli emittenti, la direttiva Market Abuse ha portato una serie di modifiche di adeguamento nel TUF, più precisamente nell'art. 115 vengono definiti i poteri esercitabili dalla Consob nei confronti delle società quotate allo scopo di verificare la correttezza delle notizie trasmesse al pubblico. Inoltre a seguito della modifica apportata dalla legge n.62 del 2005 l'art. 187 octies del TUF sostiene che la Consob può esercitare nei confronti di chiunque i seguenti poteri di:

- richiesta di registrazioni telefoniche esistenti;
- richiesta di notizie, documenti o dati personali;
- procedere ad ispezioni/perquisizioni e/o al sequestro di beni che potrebbero costituire oggetto di confisca;
- ricorrere alla collaborazione della Guardia di Finanza;
- avere accesso alle principali banche dati (per esempio l'anagrafe dei conti).

I poteri suddetti sono esercitabili dalla Consob previa autorizzazione del Procuratore della Repubblica nei casi di sequestro, perquisizioni e tabulati del traffico telefonico per tutelare gli investitori dai comportamenti abusivi presenti nel mercato (Bilancia, 2008).

2.3 La vigilanza sugli emittenti

Gli emittenti sono le società che detengono titoli quotati in Borsa e ricorrono al mercato finanziario per far fronte alle richieste di liquidità necessarie per il proseguo dell'attività aziendale. Qui la Consob svolge un ruolo di vigilanza per verificare se le informazioni che le società pubblicano sono adeguate e garantiscono la trasparenza dei prodotti finanziari.

Gli emittenti quotati devono mettere a disposizione del pubblico la relazione finanziaria annuale che comprende il bilancio d'esercizio (e in certe circostanze il bilancio consolidato), la relazione sulla gestione e la dichiarazione di un dirigente che attesti la corrispondenza alle risultanze dei documenti e alle scritture contabili. Inoltre devono pubblicare altri relazioni infra-annuali (semestrali e trimestrali). Per di più le società che non emettono documenti conformi alle norme che disciplinano la redazione sono obbligate dalla Consob a fornire tutte le informazioni aggiuntive volte a ristabilire una corretta informazione del mercato (art. 154

ter, TUF). Questa sorta di continuità informativa viene consolidata dagli obblighi di comunicazione imposti in ordine a informazioni privilegiate¹⁰ dato che la disclosure continua si sviluppa in connessione alla repressione dell'insider trading (Ceria, 2013).

La Consob esercita nei confronti degli emittenti i seguenti poteri:

- potere di richiesta di informazioni (art 115¹¹ co.1 lettera a TUF);
- potere ispettivo (art. 115 co. 1 lettera c TUF);
- potere di impugnativa di bilancio (art. 157¹² TUF).

Come si vedrà successivamente, e in particolar modo nel capitolo 3, la Consob richiede alle società quotate che gravano in situazioni economiche e finanziarie “pericolose” obblighi di informativa continua sull'andamento aziendale (c.d. black list e grey list). Queste situazioni dolenti agli occhi della Consob fanno riferimento al livello di indebitamento, alla presenza di perdite d'esercizio che vanno a ridurre il capitale sociale al di sotto del limite legale, ai giudizi negativi dei revisori contabili, all'impossibilità di esprimere giudizi da parte degli stessi revisori (Bilancia, 2008).

Per agevolare l'analisi di ogni emittente, la Consob ha intrapreso un progetto di analisi finanziaria – Sistema di Analisi Finanziaria e Rating (SAFIR) – impostato sull'applicazione di

¹⁰ Per informazione privilegiata si intende una notizia che se resa pubblica può incidere in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari (s.v. art. 181 TUF).

¹¹ “La Consob, al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico può, anche in via generale;

a) richiedere agli emittenti quotati, agli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine, ai soggetti che li controllano e alle società dagli stessi controllate, la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità;

b) assumere notizie, anche mediante la loro audizione, dai componenti degli organi sociali, dai direttori generali, dai dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari e dagli altri dirigenti, dai revisori legali e dalle società di revisione legale, dalle società e dai soggetti indicati nella lettera a);

c) eseguire ispezioni presso i soggetti indicati nelle lettere a) e b), al fine di controllare i documenti aziendali e di acquisirne copia;

c-bis) esercitare gli ulteriori poteri previsti dall'articolo 187-octies” (art.115 co.1, TUF)

¹² “1. Salvi i casi previsti dall'articolo 156, comma 4, la deliberazione dell'assemblea o del consiglio di sorveglianza che approva il bilancio d'esercizio può essere impugnata, per mancata conformità del bilancio alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione, da tanti soci che rappresentano almeno il cinque per cento del capitale sociale. Tanti soci che rappresentano la medesima quota di capitale della società con azioni quotate possono richiedere al tribunale di accertare la conformità del bilancio consolidato alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione.

2. La Consob può esercitare in ogni caso le azioni previste dal comma 1 entro sei mesi dalla data di deposito del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato presso l'ufficio del registro delle imprese.

3. Il presente articolo non si applica alle società con azioni quotate solo in mercati regolamentati di altri paesi dell'Unione Europea.

4. Per le società cooperative, la percentuale di capitale indicata nel comma 1 è rapportata al numero complessivo dei soci.” (art. 157, TUF)

parametri di valutazione del rischio uniti ai vari indici di bilancio, finanziari e di risultato a ciascun emittente. Se inizialmente questo sistema SAFIR veniva applicato solo agli emittenti non finanziari, successivamente venne estesa anche agli emittenti (come banche, assicurazioni, ecc.).

Da parte di questi emittenti ci si attende collaborazione per far fronte alla metodologia appena citata e soprattutto per la salvaguardia del mercato. Gli indicatori “critici” del rischio fanno riferimento ai possibili scompensi di tesoreria; agli effetti derivanti dall’uso di strumenti derivati sugli equilibri finanziari dell’emittente; alle conseguenze di probabili disallineamenti strutturali in termini di scadenze e di rischiosità; alla variazione brusca nella curva dei tassi di interessi e/o nei tassi di cambio sulle posizioni finanziarie degli emittenti e agli impatti di operazioni rilevanti con parti correlate (Bilancia, 2008).

Con la legge 262/05 nella sezione I-bis del TUF (Informazioni sull’adesione a codici di comportamento) sono state inserite nuove disposizioni, che fanno capo agli art. 124bis e 124ter, le quali attribuiscono alla Consob funzioni di vigilanza sull’adesione ai codici di autoregolamentazione. Prima di allora gli emittenti erano tenuti a presentare una dichiarazione di adesione al Codice di autodisciplina¹³ senza nessuna verifica in merito all’effettiva rispondenza dei comportamenti eseguiti rispetto a quelli dichiarati.

A seguito delle suddette modifiche vengono assegnati:

- a) alla Consob il dovere di deliberare le modalità di diffusione delle informazioni sull’adesione ai codici di comportamento a cui gli emittenti devono sottoporsi. Deve inoltre controllare la veridicità degli impegni presi sanzionando le potenziali violazioni;
- b) all’organo di controllo interno (per esempio il collegio sindacale) la vigilanza sulle modalità di effettiva attuazione delle norme di governance previste dai codici di comportamento.

Gli emittenti possono aderire, anche non globalmente, al Codice di autodisciplina. Spetta così alla Consob perfezionare l’autoregolamentazione degli emittenti ossia effettuare un checkup

¹³ Il Codice di autodisciplina delle società quotate, nato nel ’99 e promosso dalla Banca d’Italia, contiene le raccomandazioni le quali rappresentano un modello di best practice per il corretto funzionamento delle società quotate. Le raccomandazioni non sono obbligatorie ma le società devono informare il mercato e gli azionisti riguardo alla propria struttura di governance e al grado di adesione al Codice. S.v. Borsa Italiana www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Codice%20di%20Autodisciplina

di trasparenza informativa teso al controllo della qualità delle informazioni in merito alle modalità di adesione al codice di autodisciplina.

Una successiva modifica alla legge sul risparmio, d.lgs. n. 303 del 29/12/2006, ha abrogato il controllo sulla veridicità perché troppo problematico nella messa in pratica (si richiederebbe una valutazione della creazione sui singoli atti societari per verificare se questi siano coesi con il codice di autodisciplina).

2.4 Controlli sull'informativa contabile

I controlli sull'informativa contabile sono effettuati principalmente dal collegio sindacale e dalla società di revisione. Oggetto di principale analisi sono i bilanci d'esercizio e consolidato. In caso di difformità saranno impugnati dalla Consob e le società, a cui sono stati riscontrati rilievi, sottoposte a una maggiore disclosure. Come vedremo nel prossimo paragrafo, ma soprattutto nel terzo capitolo, queste società saranno raggruppate in due liste – nera e grigia – in base alla gravità delle situazioni economico-finanziarie in cui si troveranno.

Le società quotate italiane affinché possano dimostrarsi trasparenti dei confronti del mercato finanziario devono sottoporsi a numerosi controlli. Si pensi a quelli effettuati dal CdA e collegio sindacale, dalla società di revisione, dagli amministratori indipendenti, dai consigli di minoranza e dall'Organismo di Vigilanza (ex d.lgs 231/2001) e dalla figura del dirigente incaricato alla redazione dei documenti contabili (introdotta con la legge sul risparmio). Il controllo di legalità e vigilanza è affidato al collegio sindacale mentre il controllo contabile è assegnato alla società di revisione.

Il collegio sindacale è disciplinato dall'art. 149 del TUF il quale cita *“Il collegio sindacale vigila:*

a) sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo;

b) sul rispetto dei principi di corretta amministrazione;

c) sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione;

c-bis) sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da

associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi;

d) sull'adeguatezza delle disposizioni impartite dalla società alle società controllate ai sensi dell'articolo 114, comma 2”.

Quindi il collegio sindacale ha un ruolo vitale all'interno della società in quanto sorveglia continuamente il sistema di controllo interno e il sistema amministrativo-contabile al fine di proteggere il patrimonio aziendale, individuare errori o anomalie, captare in modo esatto i fatti di gestione nel bilancio e nella contabilità.

Le società quotate prima di approvare il bilancio nell'assemblea lo devono presentare alla società di revisione, la quale dopo averlo analizzato secondo i criteri di veridicità e correttezza e valutato la conformità alla legge rispetto alla forma e contenuto del bilancio e al rispetto dei principi contabili IAS/IFRS ne esprimerà un giudizio professionale. Nel caso in cui il giudizio fosse negativo o nell'impossibilità di esprimerlo la relazione di revisione ha il dovere di motivare analiticamente tale decisione. In questi casi la società di revisione deve comunicare tempestivamente quanto riscontrato alla Consob. Viceversa, se la società di revisione esprime un giudizio positivo o parzialmente positivo (ossia il bilancio d'esercizio presenta rilievi) la delibera di approvazione del bilancio potrà essere impugnata nel caso di non conformità del bilancio stesso ai criteri di relazione in una situazione ben identificata dal TUF all'art. 157 co.1; ossia quando i soci rappresentano almeno il 5% del capitale della società. In ogni caso la Consob può esercitare l'impugnativa di bilancio, sia in presenza o in assenza di rilievi, a patto che ciò avvenga entro i sei mesi dal deposito del bilancio d'esercizio e consolidato e presso l'ufficio del Registro delle Imprese (art. 157 co.2 del TUF). Una volta impugnato il bilancio da parte della Consob interviene il Tribunale il quale verifica i motivi dell'impugnativa. Se li accerta ha la facoltà o di annullare la delibera di approvazione del bilancio o di dichiarare la non conformità alla legge.

2.5 Gli obblighi di informativa periodica: l'impiego di black-list e grey-list

È stato appena riscontrato che le società sono obbligate ad essere trasparenti nei confronti dei risparmiatori ma in generale di tutto il mercato finanziario. Essi devono avere a disposizione tutte le informazioni necessarie per poter effettuare corrette scelte di allocazione del

portafoglio azionario e devono essere protetti per poter garantire l'efficienza del mercato stesso.

Nel capitolo 1 è stato visto che gli obblighi informativi relazionati alla quotazione implicano dei costi per le società ma anche dei benefici in tema di probabili riduzioni del costo del capitale.

A causa delle crisi finanziarie recenti che hanno causato ingenti danni patrimoniali agli investitori e un generale senso di sfiducia nel mercato finanziario si è deciso per le società quotate che presentano particolari problemi economici e finanziari di sottoporle a una maggiore disclosure informativa.

La Consob, a tal fine, è intervenuta creando due specifiche liste:

- black-list: fanno parte di questa lista le società quotate che sono obbligate a informare gli investitori mensilmente riguardo alla loro situazione patrimoniale
- grey-list: rientrano in questa lista le società quotate obbligate trimestralmente a fornire agli investitori informazioni in merito alla loro situazione patrimoniale.

Le nuove società che entrano a far parte di queste due liste, nera e grigia, sono presenti all'interno del sito della Consob. Trovarle, però, non è così semplice a dirsi, bisogna in realtà sapere dove cercare. La Consob quindi non ne dà un'adeguata pubblicità nonostante siano informazioni di interesse per gli investitori. Questo pare un controsenso perché se da una parte le società in crisi sono obbligate a fornire informazioni periodiche dall'altra non vengono pubblicizzati abbastanza gli elenchi degli emittenti a rischio (Danovi, 2015).

Al momento della pubblicazione delle informazioni integrative le società devono specificare che si tratta di comunicazioni richieste dalla Consob con specifico riferimento all'art. 114 del TUF.

L'obbligo di una maggiore disclosure fa capo quindi all'art. 114 co. 1 del decreto istitutivo del TUF nel quale *“gli emittenti quotati comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate. La Consob stabilisce con regolamento le modalità e i termini di comunicazione delle informazioni, ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali”*. Le società, al momento della pubblicazione di tali informazioni, devono riportare l'indicazione diffusa su pretesa della Consob.

Al comma 5 dell'articolo appena analizzato viene attribuito alla Consob il potere di richiedere documenti, dati e notizie necessari per informare il pubblico con le modalità che essa stessa

stabilisce. In caso di inottemperanza provvede direttamente essa stessa a emettere le informazioni a spese del soggetto inadempiente. A quest'ultimo è sottesa una sanzione amministrativa pecuniaria che varia da 500 a 5000 Euro, ai sensi del co. 1 dell'art. 193, TUF.

Al comma successivo è previsto quanto segue *“Qualora i soggetti indicati nel comma 1 e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine oppongano, con reclamo motivato, che dalla comunicazione al pubblico delle informazioni, richiesta ai sensi del comma 5, possa derivare loro grave danno, gli obblighi di comunicazione sono sospesi. La Consob, entro sette giorni, può escludere anche parzialmente o temporaneamente la comunicazione delle informazioni, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali. Trascorso tale termine, il reclamo si intende accolto”*. Quindi solo in caso di un motivo fondato gli emittenti quotati possono non adempiere all'obbligo di disclosure.

L'inserimento di alcune società quotate tra i soggetti vigilati della Consob è principalmente legata a due situazioni (Danovi, 2015):

1. Quando una società riscontra perdite in eccedenza di 1/3 rispetto al capitale sociale e si trova nella fattispecie prevista dall'art. 2446 cc¹⁴;
2. Quando i revisori contabili non certificano il bilancio oppure lo certificano ma segnalando perplessità sulla continuità aziendale.

Il mercato ha la necessità di essere regolarmente informato riguardo allo svolgimento dei profili di criticità gestionale delle società.

¹⁴ Quando risulta che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite, gli amministratori o il consiglio di gestione, e nel caso di loro inerzia il collegio sindacale ovvero il consiglio di sorveglianza, devono senza indugio convocare l'assemblea per gli opportuni provvedimenti. All'assemblea deve essere sottoposta una relazione sulla situazione patrimoniale della società, con le osservazioni del collegio sindacale o del comitato per il controllo sulla gestione. La relazione e le osservazioni devono restare depositate in copia nella sede della società durante gli otto giorni che precedono l'assemblea, perché i soci possano prenderne visione.

Nell'assemblea gli amministratori devono dare conto dei fatti di rilievo avvenuti dopo la redazione della relazione.

Se entro l'esercizio successivo la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, l'assemblea ordinaria o il consiglio di sorveglianza che approva il bilancio di tale esercizio deve ridurre il capitale in proporzione delle perdite accertate. In mancanza gli amministratori e i sindaci o il consiglio di sorveglianza devono chiedere al tribunale che venga disposta la riduzione del capitale in ragione delle perdite risultanti dal bilancio. Il tribunale provvede, sentito il pubblico ministero, con decreto soggetto a reclamo, che deve essere iscritto nel registro delle imprese a cura degli amministratori.

Nel caso in cui le azioni emesse dalla società siano senza valore nominale, lo statuto, una sua modificazione ovvero una deliberazione adottata con le maggioranze previste per l'assemblea straordinaria possono prevedere che la riduzione del capitale di cui al precedente comma sia deliberata dal consiglio di amministrazione. Si applica in tal caso l'articolo 2436 (s.v. art.2436 c.c.).

2.5.1 Black list

Le società inserite nella black-list (o lista nera) devono rendere nota l'informativa al pubblico con cadenza mensile secondo le modalità previste dal regolamento emanato dalla Consob. Le società in questione dovranno redigere un comunicato stampa all'interno del quale dovranno pervenire le informazioni (aggiornate alla fine del mese precedente) seguenti (Danovi, 2015):

- a) *“situazione economica e gli scostamenti rispetto ai budget;*
- b) *posizione finanziaria netta individuale e di gruppo;*
- c) *clausole di cross default;*
- d) *analisi dei debiti finanziari, commerciali, tributari, previdenziali e verso i dipendenti;*
- e) *le azioni esecutive da parte dei creditori”.*

Nei comunicati stampa le società devono fornire qualsiasi informazione utile per una valutazione dell'andamento della situazione societaria.

La Consob sottolinea che entrano a far parte di questa lista le società che sono state giudicate negativamente dalle società di revisione in quanto evidenziano la presenza di incertezze rilevanti dal punto di vista della continuità aziendale (Pinotti, 2015). Anche nel caso in cui le società di revisione si trovassero nella circostanza di non esprimere un giudizio la Consob le inserisce in questa lista (Pioli, 2014).

Una società iscritta in questa lista, in base a certe circostanze, può uscirne. Ciò si verifica quando la società di revisione esprime un giudizio positivo sull'azienda stessa, quando la società passa alla grey list oppure quando si verifica il cosiddetto delisting ossia quando la società esce dal listino di Piazza Affari. Nel caso in cui una società con titoli diffusi (cioè con più di 200 azionisti) si ritrovi in uno stato di liquidazione si vede costretta a restare in questa lista e quindi ad adempiere agli obblighi informativi (Pioli, 2014).

2.5.2 Grey list

La grey list della Consob (o lista grigia) è nata nel 2009 nello stesso periodo in cui l'Italia era gravata dalla crisi finanziaria. L'istituzione di questa lista è scaturita dall'esigenza di monitorare e segnalare le società che stanno affrontando un periodo di crisi gestionale. Le società inserite in questo elenco dovranno, con cadenza trimestrale, informare con accuratezza il mercato sulla crisi gestionale in concomitanza alle rendicontazioni contabili (Pinotti, 2015).

Gli obblighi di disclosure a cui devono attenersi le società iscritte in questa lista sono le stesse di quelle presenti nella black list ma con cadenza temporale differente. Ossia PFN (posizione finanziaria netta) individuale e del gruppo con separazione delle componenti a breve termine da quelle a medio lungo termine; le posizioni debitorie scadute suddivise per natura, l'ipotizzabile mancato rispetto dei covenant¹⁵, di ogni tipo di indebitamento del gruppo che limiti l'uso di risorse finanziarie, dei negative pledge; i rapporti della società verso parti correlate che fanno capo ad essa; la potenziale convalida dei piani di ristrutturazione del debito e il suo grado di evoluzione, la messa a punto del piano industriale (Pioli, 2014)

Gli emittenti sono tenuti a integrare le relazioni finanziarie annuali e semestrali con le informazioni dovute e inoltre i comunicati stampa, come nel caso della black list, devono recare le informazioni necessarie all'investitore per l'apprezzamento dell'andamento societario (Pinotti, 2015). Con il d.lgs 25 del 15 febbraio 2016 si elimina l'obbligo di pubblicazione del resoconto intermedio di gestione (primo e terzo trimestre). Tuttavia le società possono adempiere lo stesso, su base volontaria, emanando il resoconto intermedio di gestione tramite un comunicato stampa.

In questa lista entrano a far parte le società giudicate dalle società di revisione in modo positivo ma con la presenza di rilievi in fatto di continuità aziendale.

¹⁵ Per covenant si intende un accordo intercorrente tra una società e i suoi finanziatori volto a tutelare questi ultimi dall'insolvenza dei prenditori fondi causati da un'eventuale gestione rischiosa dei finanziamenti concessi. L'accordo consiste in clausole vincolanti per la società (a pena del ritiro dei finanziamenti (s.v. [https://it.wikipedia.org/wiki/Covenant_\(finanza\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Covenant_(finanza))))

CAPITOLO 3: LE SOCIETÀ INSERITE NELLE BLACK E GREY LISTS DAL 2009 AD OGGI

In questo capitolo si presentano i risultati di un'indagine empirica sull'analisi quali-quantitativa delle società inserite nelle black e grey lists. Nella prima parte sono stati analizzati i due elenchi mettendo in evidenza la percentuale delle società inserite nelle due liste al giorno d'oggi, di quelle fallite e di quelle uscite dalle liste.

Invece nella seconda parte del capitolo sono state individuate le ragioni per le quali determinate società sono state inserite in queste due liste di sorveglianza della Consob.

3.1 L'analisi quali-quantitativa delle società sottoposte ad obblighi di informativa periodica

Gli elenchi aggiornati al 08/05/2018 delle società assoggettate agli obblighi di diffusione periodiche (art. 114 del d.lgs. 58/1998) sono le seguenti:

Elenco emittenti sottoposti ad obblighi di informativa mensile		Richiesta del
1	ACOTEL GROUP S.p.A.	08/11/2016
2	BIALETTI INDUSTRIE S.p.A.	27/10/2011
3	BIANCAMANO S.p.A.	12/07/2013
4	BRIOSCHI SVILUPPO IMMOBILIARE S.p.A.	30/11/2013
5	CHL - CENTRO HL DISTRIBUZIONE S.p.A.	08/11/2016
6	CTI BIOPHARMA CORP. (ex CELL THERAPEUTICS Inc.)	28/02/2013
7	DMAIL GROUP S.p.A.	27/06/2012
8	EEMS ITALIA S.p.A.	13/09/2012
9	GABETTI PROPERTY SOLUTIONS S.p.A.	27/06/2012
10	GEQUITY S.p.A. (ex INVESTIMENTI E SVILUPPO S.p.A.)	17/03/2010
11	GRUPPO WASTE ITALIA S.p.A.	29/07/2016
12	IL SOLE 24 ORE S.p.A.	14/12/2016
13	INDUSTRIA E INNOVAZIONE S.p.A.	07/08/2015
14	K.R.ENERGY S.p.A.	14/07/2009
15	MEDIACONTECH S.p.A.	30/11/2013
16	OLIDATA S.p.A.	22/04/2010
17	PIERREL S.p.A.	27/06/2012
18	PRELIOS S.p.A.	13/09/2012

19	RISANAMENTO S.p.A.	23/06/2017
20	SINTESI SOCIETA' DI INVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI S.p.A. (ex YORKVILLE BHN S.p.A.)	27/10/2011
21	STEFANEL S.p.A.	29/07/2016
22	TISCALI S.p.A.	14/07/2009
23	ZUCCHI S.P.A.	16/06/2010

Fonte: http://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/main/emittenti/societa_quotate/informativa_periodica_lnk.htm?nav=true

Elenco emittenti sottoposti ad obblighi di informativa supplementare con cadenza trimestrale		Richiesta del
1	AEDES S.p.A.	08/10/2015
2	A.S. ROMA S.p.A.	14/07/2009
3	BANCA CARIGE SPA	15/03/2017
4	BANCA INTERMOBILIARE DI INVESTIMENTI E GESTIONI S.p.A.	27/04/2017
5	BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.p.A.	08/11/2016
6	BASTOGI S.p.A.	12/07/2013
7	BEGHELLI S.p.A.	13/02/2015
8	BORGOSIESIA S.p.A.	23/06/2017
9	EUKEDOS SPA (ex ARKIMEDICA S.p.A.)	17/07/2014
10	FULLSIX S.p.A.	21/07/2011
11	GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI S.p.A.	12/07/2013
12	ITWAY SPA	23/06/2017
13	LVENTURE GROUP S.p.A. (ex LE BUONE SOCIETA' S.p.A.)	12/07/2013
14	MAIRE TECNIMONT S.p.A.	29/05/2013
15	PININFARINA S.p.A.	14/07/2009
16	RCS MEDIAGROUP S.p.A.	27/05/2013
17	ITALIAONLINE S.p.A. (già SEAT PAGINE GIALLE S.p.A.)	29/07/2016
18	SNAI S.p.A.	13/10/2010
19	TAS S.p.A.	23/06/2017
20	TREVI S.p.A.	26/10/2017
21	TERNIENERGIA S.p.A.	13/12/2017

Fonte: http://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/main/emittenti/societa_quotate/informativa_periodica_lnk.htm?nav=true

La situazione attuale è di 23 società quotate inserite nella black list e di 21 nella grey list ma quello che balza subito agli occhi dei lettori è che ci sono ancora emittenti rimasti bloccati in queste liste da ben 9 anni.

In termini numerici:

Società iscritte nella black list divise per anno	
2009	2 società: K.R.ENERGY S.p.A., TISCALI S.p.A
2010	3 società: GEQUITY S.p.A, OLIDATA S.p.A., ZUCCHI S.p.A.
2011	2 società: SINTESI SOCIETA' DI INVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI S.p.A., BIALETTI INDUSTRIE S.p.A.
2012	5 società: DMAIL GROUP S.p.A., EEMS ITALIA S.p.A., GABETTI PROPERTY SOLUTIONS S.p.A., PIERREL S.p.A., PRELIOS S.p.A.
2013	4 società: MEDIACONTECH S.p.A., CTI BIOPHARMA CORP., BRIOSCHI SVILUPPO IMMOBILIARE S.p.A., BIANCAMANO S.p.A.
2015	1 società: INDUSTRIA E INNOVAZIONE S.p.A.
2016	5 società: STEFANEL S.p.A., ACOTEL GROUP S.p.A., CHL - CENTRO HL DISTRIBUZIONE S.p.A., GRUPPO WASTE ITALIA S.p.A., IL SOLE 24 ORE S.p.A.
2017	1 società: RISANAMENTO S.p.A.

Società iscritte nella grey list divise per anno	
2009	2 società: A.S. ROMA S.p.A., PININFARINA S.p.A.
2010	1 società: SNAI S.p.A.
2011	1 società: FULLSIX S.p.A.
2013	5 società: BASTOGI S.p.A., GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI S.p.A., LVENTURE GROUP S.p.A. (ex LE BUONE SOCIETA' S.p.A.), MAIRE TECNIMONT S.p.A., RCS MEDIAGROUP S.p.A.
2014	1 società: EUKEDOS SPA (ex ARKIMEDICA S.p.A.)
2015	2 società: BEGHELLI S.p.A., AEDES S.p.A.
2016	2 società: BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.p.A., ITALIAONLINE S.p.A. (già SEAT PAGINE GIALLE S.p.A.)
2017	6 società: BANCA CARIGE SPA, BANCA INTERMOBILIARE DI INVESTIMENTI E GESTIONI S.p.A., BORGOSIESA S.p.A., ITWAY SPA, TAS S.p.A., TREVIS.p.A.

Fonte: riadattamento da Consob

A primo impatto è evidente come alcune società non riescano ad uscire da queste liste, in particolare dalla black list dove troviamo più di 2/3 delle società bloccate da almeno 5 anni.

Queste società, come verrà analizzato in seguito, sono state inserite in queste liste in quanto caratterizzate da una grave situazione economico/finanziaria. Esse dovranno cercare di migliorare la propria situazione finanziaria e patrimoniale per poter uscire dalla black list o perlomeno per passare all'altra lista e dandone dimostrazione ai propri investitori tramite le informazioni periodiche. La situazione delle società iscritte nella grey list invece è più aleatoria della precedente lista perché le società riescono ad uscirne più facilmente. Importante sottolineare che le società possono transitare da una lista all'altra in base alla relazione della società di revisione la quale attesta il miglioramento o il peggioramento della situazione patrimoniale, economica e finanziaria.

I revisori legali devono infatti valutare se le società sono in grado di perdurare nel tempo con le propria attività ribadito anche dall'art 2423 del codice civile il quale cita "*...la valutazione delle voci deve essere fatta con prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività...*"; i revisori devono quindi valutare le correttezza dei bilanci redatti dagli amministratori e verificare se ci sono incertezze che possono ledere il funzionamento dell'impresa. Le società quotate presenti nelle due liste che si trovano in una situazione di tensione finanziaria sono sottoposte a un'informazione continua la quale consiste nella comunicazione al mercato dell'andamento della situazione debitoria, dell'approvazione o della modifica del piano di ristrutturazione e in generale dell'andamento della società. L'entrata, la permanenza o l'uscita da queste liste dipende dal giudizio che ne fanno i revisori in relazione all'andamento della società. I giudizi che creano i suddetti presupposti sono (Bauer, 2013):

1. Giudizio positivo o senza rilievi: il bilancio rappresenta in maniera corretta e veritiera la situazione economico, finanziaria e patrimoniale della società e non si presentano problemi di continuità aziendale.
2. Giudizio positivo ma con rilievi: il bilancio eccetto per alcuni rilievi quali la mancanza di conformità alle norme che disciplinano il bilancio o per limitazioni al lavoro di revisione è redatto in conformità ai principi di veridicità e correttezza.
3. Impossibilità di esprimere un giudizio: il revisore non è in grado di esprimersi a causa delle gravi limitazioni alle procedure di revisione o per la presenza di fattori di notevole incertezza che rendono impossibile ritenere attendibile il bilancio.
4. Giudizio negativo: si verifica quando la presenza di molteplici rilievi fanno venire meno la capacità informativa e l'attendibilità del bilancio.

I revisori contabili, in tutti i casi appena descritti, possono aggiungere un paragrafo d'enfasi alle relazioni di revisione. L'obiettivo è quello di effettuare un eventuale richiamo d'informativa presente sul bilancio o sulla relazione di gestione redatta dagli amministratori della società riguardo alle proprie valutazioni sul presupposto di continuità aziendale. La relazione di gestione è corredata infatti dalla descrizione dei principali rischi e incertezze a cui è esposta la società. I rischi si suddividono in finanziari (rischi di credito, di liquidità, di tasso di interesse, di mercato) e rischi non finanziari (rischio strategico¹⁶, operativo¹⁷, reporting). Gli amministratori devono perciò divulgare gli eventuali rischi aziendali affinché l'asimmetria informativa tra emittenti e stakeholders venga ridotta. I revisori contabili stilano il paragrafo d'enfasi nei casi in cui sembra opportuno informare i destinatari sulla rilevanza di certi eventi o situazioni (fusioni, scissioni). Nel caso di in cui gli amministratori redigano il bilancio correttamente esponendo adeguatamente le eventuali incertezze, i revisori esprimono un giudizio positivo senza rilievi (Pioli, 2013) (Vedi Box 1 a fine capitolo).

È il caso di focalizzarsi ora sulle società che dal 2009 ad oggi sono state inserite in queste due liste della Consob mettendo così in evidenza le società che sono transitate da una lista a un'altra, quelle che hanno avuto un destino tragico, quelle che sono riuscite ad uscirne e infine quelle che si trovano in una situazione di concordato preventivo. Per comodità è stata considerata la situazione delle società inserite al 31/12 di ogni anno. Nel momento in cui si sta effettuando l'analisi (maggio 2018) non sono ancora state inserite nuove società.

SOCIETA' al 31/12/	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
A.S. ROMA S.P.A.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.
ACOTEL S.P.A.								B.L.	B.L.
AEDES S.P.A.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	B.L.	B.L.	G.L.	G.L.	G.L.
AICON S.P.A.	G.L.	G.L.	G.L.	B.L.	B.L.	F.			
ALBA PRIVATE EQUITY S.P.A. (EX CAPE LISTED)			B.L.	B.L.	B.L.	G.L.	G.L.	G.L.	U.
ANTICHI PELLETTIERI S.P.A.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	F.			
ARENA S.P.A.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	F.	

¹⁶ Il rischio strategico si presenta quando decisioni aziendali sbagliate erodono i risultati economici.

¹⁷ Il rischio operativo si verifica quando fattori esterni o interni si traducono in perdite.

ARKIMEDICA S.P.A. (DAL 2012 EUKEDOS S.P.A.)			B.L.	B.L.	B.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.
BANCA CARIGE S.P.A.									G.L.
BANCA INTERMOBILIARE DI INVESTIMENTI E GESTIONI S.P.A.									G.L.
BANCA MONTE PASCHI DI SIENA S.P.A.								G.L.	G.L.
BANCA PROFILO S.P.A.	G.L.	U.							
BASTOGI S.P.A.					G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.
BEE TEAM S.P.A.	B.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	U.			
BEGHELLI S.P.A.					B.L.	B.L.	G.L.	G.L.	G.L.
BIALETTI S.P.A.	G.L.	G.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
BIANCAMANO S.P.A.				G.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
BIOERA S.P.A.		B.L.	B.L.	G.L.	G.L.	U.			
BORGOSIESA S.P.A.									G.L.
BRIOSCHI S.P.A.					B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
CARRARO S.P.A.							G.L.	G.L.	U.
CDC POINT S.P.A.				B.L.	B.L.	N.Q.			
CELL THERAPEUTICS S.P.A. (DAL 2014 CTI BIOPHARMA)	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
CHL S.P.A.								B.L.	B.L.
CICCOLELLA S.P.A.		G.L.	G.L.	B.L.	B.L.	B.L.	F.		
COBRA S.P.A.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	F.		
COGEME SET S.P.A.			B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	C.P.		
CRESPI S.P.A.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	F.			
DMAIL GROUP S.P.A. (ora NETWEEK GROUP S.P.A.)				B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
EEMS ITALIA S.P.A.	G.L.	U.		B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
EUROFLY S.P.A. (ora MERIDIANA FLY)	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	N.Q.			

EUTELIA S.P.A.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	F.				
EVEREL S.P.A.	B.L.	N.Q.							
FINARTE-SEMENZATO S.P.A.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	F.				
FULLSIX S.P.A.	B.L.	B.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.
GABETTI S.P.A.	G.L.	G.L.	G.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI S.P.A.					G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.
GRUPPO WASTE ITALIA S.P.A.								B.L.	B.L.
IL SOLE 24ORE S.P.A.								B.L.	B.L.
INDUSTRIA E INNOVAZIONE S.P.A.					G.L.	G.L.	B.L.	B.L.	B.L.
INVESTIMENTI E SVILUPPO S.P.A. (ora GEQUITY S.P.A.)		B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
ITALIAONLINE S.P.A. (EX SEAT PAGINE GIALLE)			B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	G.L.	G.L.
ITWAY S.P.A.									G.L.
KERSELF S.P.A. (ex AION RENEWABLES)		G.L.	B.L.	B.L.	B.L.	F.			
KINEXIA S.P.A.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	U.		
KRENERGY S.P.A.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
LVENTURE GROUP S.P.A.				B.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.
MAIRE TECNIMONT S.P.A.					G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.
MARIELLA BURANI FG	B.L.	B.L.	F.						
MEDIACONTECH S.P.A.				G.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
MOLECULAR MEDICINE S.P.A.	G.L.	U.							
MONDO HE MOVIE MAX S.P.A.		B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	F.		
MONTEFIBRE S.P.A.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	F.			

MONTI ASCENSORI S.P.A.			B.L.	B.L.	F.				
OLIDATA S.P.A.		B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
OMNIA NETWORK S.P.A.	B.L.	B.L.	F.						
PIERREL S.P.A.				B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
PININFARINA S.P.A.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.
PRAMAC S.P.A.		G.L.	B.L.	B.L.	F.				
PRELIOS S.P.A.				B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
PREMAFIN FINANZIARIA S.P.A					G.L.	G.L.	N.Q		
PREMUDA S.P.A.						G.L.	G.L.	G.L.	N.Q
RCS MEDIAGROUP S.P.A.					G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.
RDB S.P.A.			G.L.	B.L.	F.				
RICHARD GINORI S.P.A.	G.L.	G.L.	G.L.	B.L.	F.				
RISANAMENTO S.P.A.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	B.L.
S.S. LAZIO S.P.A.	G.L.	G.L.	G.L.	U.					
SAFILO S.P.A.	G.L.	U.							
SCREEN SERVICE S.P.A.					B.L.	B.L.	F.		
SINTESI S.P.A. (ex YORKVILLE S.P.A.) S.P.A.	G.L.	G.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
SNAI S.P.A.	B.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.
SNIA S.P.A.	B.L.	B.L.	F.						
SOCOTHERM S.P.A.	B.L.	B.L.	C.P.						
SOPAF S.P.A.		G.L.	G.L.	B.L.	B.L.	F.			
STEFANEL S.P.A.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	G.L.	B.L.	B.L.
TAS S.P.A.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	G.L.
TERNIENERGIA S.P.A.									G.L.
TISCALI S.P.A.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.
TREVI S.P.A.									G.L.
TREVISAN COMETAL S.P.A.	B.L.	F.							
VIAGGI DEL	B.L.	F.							

VENTAGLIO S.P.A.									
ZUCCHI S.P.A.		B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.	B.L.

Fonte: *rielaborazione*

<https://www.marketmovers.it/>

<https://www.soldionline.it/notizie/temi-caldi/blacklist-consob/>

da

e

LEGENDA:

G.L.= Grey list

B.L.= Black list

F.= Fallita

N.Q.= Uscita dal mercato regolamentato

U.= La società è uscita dalle liste perché non ha più problemi di continuità aziendale

C.P.= Concordato preventivo

La situazione risulta essere la seguente:

- Nel 2010, 2 società (Trevisan S.p.A. e Viaggi del Ventaglio S.p.A.) sono fallite dopo essere state un anno in black list. 1 società (Everel S.p.A.) invece è uscita dalla quotazione.
4 società (Banca Profilo S.p.A., Eems Italia S.p.A.¹⁸, Molecular Medicine S.p.A., Safilo S.p.A.) sono uscite dalle liste dopo 1 anno in grey list.
- Nel 2011 tre società (Mariella Burani FG, Snia S.p.A. e Omnia Network S.p.A.) sono fallite dopo essere state due anni in black list. 1 società (Socotherm S.p.A.) dopo due anni è finita nella procedura di concordato.
- Nel 2012 S.S Lazio S.p.A. è uscita dalla Grey List dopo esserci rimasta 3 anni
- Nel 2013 ben 6 società sono fallite:
 - Richard Ginori S.p.A. dopo 3 anni in G.L. e 1 anno in B.L.
 - Rdb S.p.A. dopo 1 anno in G.L. e 1 anno in B.L.
 - Pramac S.p.A. dopo 1 anno in G.L. e 2 anni in B.L.
 - Monti Ascensori S.p.A. dopo 2 anni in B.L.
 - Finarte- Semenzato S.p.A. dopo 4 anni in B.L.
 - Eutelia S.p.A. dopo 4 anni in B.L.

¹⁸ Eems Italia S.p.A. rientrerà nel 2012 sotto la sorveglianza della Consob nella black list

- Nel 2014 6 società sono fallite:
 - Sopaf S.p.A. dopo 2 anni in G.L e 2 anni in B.L.
 - Montefibre S.p.A. dopo 5 anni in B.L.
 - Kerself S.p.A. dopo 1 anno in B.L. e 3 in B.L.
 - Crespi S.p.A. dopo 5 anni in B.L.
 - Antichi Pellettieri S.p.A. dopo 5 anni in B.L
 - Aicon S.p.A. dopo 3 anni in G.L. e 2 in B.L

2 società sono uscite dalla quotazione:

- Meridiana Fly S.p.A. dopo 5 anni di B.L.
- Cdc point S.p.A. dopo 2 anni in B.L.

2 società sono uscite dalle liste:

- Bioera S.p.A. dopo 2 anni in B.L. e 2 in G.L.
- Bee Team S.p.A. dopo 1 anno in B.L e 4 anni in G.L.

- Nel 2015 4 società sono fallite:

- Screen Service S.p.A. dopo 2 anni in B.L.
- Moviemax S.p.A. dopo 5 anni in B.L.
- Cobra S.p.A. dopo 6 anni in G.L
- Ciccolella S.p.A. dopo 2 anni in G.L e 3 in B.L.

1 società (Premafin Finanziaria S.p.A.) è uscita dalla quotazione dopo 2 anni in G.L.

1 società (Kinexia S.p.A.) è uscita dalle liste dopo 6 anni di G.L.

1 società (Cogeme Set S.p.A.) è in procedura di concordato dopo 4 anni di BL

- Nel 2016 1 società (Arena S.p.A.) è fallita dopo essere stata 7 anni in B.L.

- Nel 2017 1 società (Premuda S.p.A.) è uscita dalla quotazione dopo 3 anni di GL;

2 società sono uscite dalle liste:

- Carraro S.p.A. dopo due anni di GL.
- Alba Private Equity S.p.A. (Ex Cape Listed) dopo 3 anni in BL e 3 in GL.

Qui di seguito viene mostrata una sintesi dei dati appena analizzati suddividendoli innanzitutto per anni e poi per categorie.

Ogni anno viene corrisposto al numero di società presenti nelle due liste (BL e GL), alle new entry, alle società passate da una lista a un'altra, alle società fallite, a quelle uscite dalle liste e quelle che sono uscite dalla quotazione in Borsa.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
B.L.	21	21	25	36	35	25	20	23	23
G.L.	17	19	22	13	17	18	17	18	21
NUOVE B.L.	6	5	5	6	3	0	0	4	0
NUOVE G.L.	9	3	1	2	6	1	1	1	6
PASSATE DA BL A GL		2	1	1	1	2	2	1	1
PASSATE DA GL A BL		0	4	6	3	0	1	1	1
FALLITE		2	3	0	6	6	4	1	0
USCITE DALLE LISTE		4	0	1	0	2	1	0	2
NON QUOTATE		1	0	0	0	2	1	0	1
CP		0	1	0	0	0	1	0	0
TOTALE BL+GL	38	40	47	49	52	43	37	41	44

Fonte: elaborazione da Consob

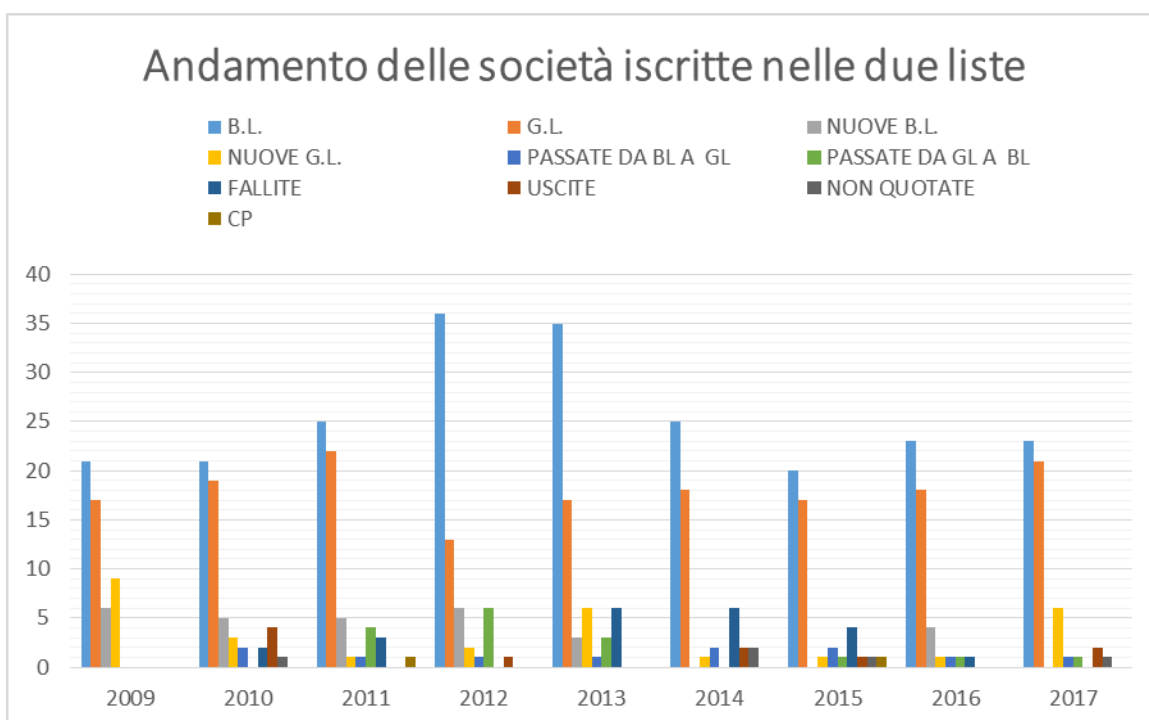
E' interessante quindi osservare l'andamento della situazione di questi nove anni più da vicino con un istogramma. Balza subito agli occhi il numero di società presenti nella black list negli anni 2012-2013 seguiti poi nei tre anni successivi dal più alto numero di società fallite. Pare quindi che ci sia una correlazione tra il più alto numero di società nella lista nera e il numero di società che poi sono fallite. Se nel 2012 e 2013 sono presenti più società all'interno lista nera in questi stessi anni si verifica il numero più basso inserite nella grey list.

Negli anni 2011, 2012 e 2013 sono presenti il maggior numero di società che sono passate dalla grey list alla black list; questo fatto probabilmente è collegato ai maggiori controlli eseguiti dalle società di revisione in concomitanza alla crisi finanziaria di quegli anni. Viceversa, le società che sono passate dalla black list alla grey list sono sostanzialmente poche e costanti nell'arco di questi anni.

Le società che invece sono uscite dalle due liste sono esigue ma comunque presenti quasi ogni anno. Dalla tabella in alto si può facilmente notare che le società uscite dalle liste provengono sempre da una grey list e mai da una black list, questo dato di fatto lo si può interpretare nel senso che è più facile venirne fuori da una situazione "meno grave". Le società che riescono

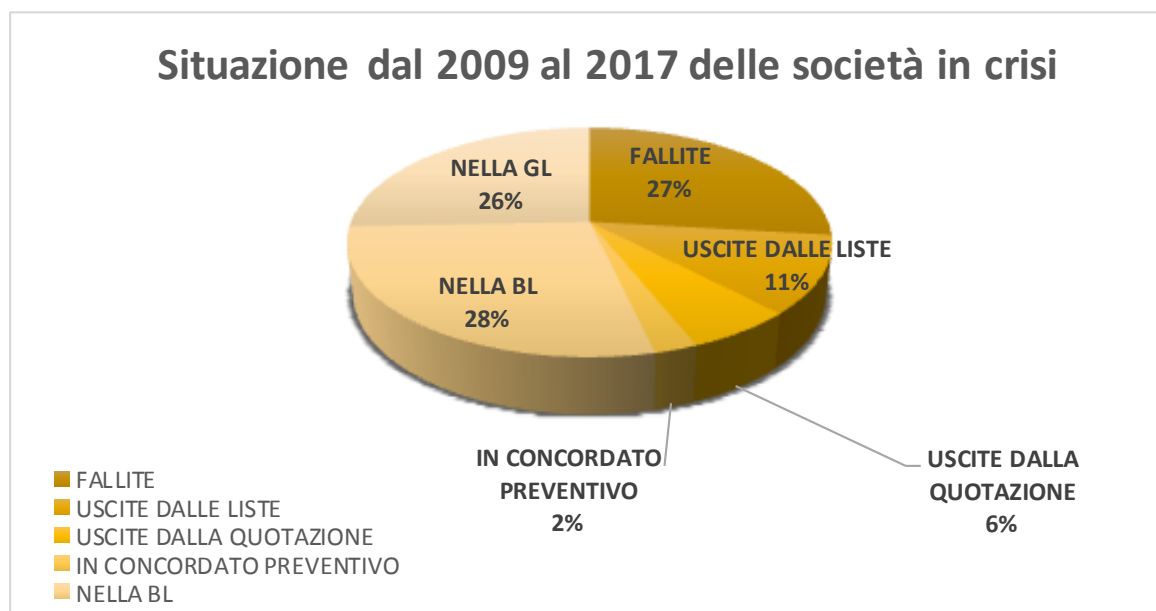
ad uscirne hanno dimostrato di operare secondo il presupposto di continuità e quindi di non essere più assoggettate ad obblighi di informativa periodica. Importante osservare il caso della Eems S.p.A., uscita dalla grey list nel 2010 per poi rientrare due anni dopo ma nella black list. Un occhio di riguardo spetta anche alle società che a seguito dell'uscita dalle due liste hanno però sacrificato la quotazione in Borsa. È il caso della Everel S.p.A., Meridiana Fly S.p.A., Cdc Point S.p.A, Premafin Finanziaria S.p.A. e Premuda S.p.A. Di recente è il caso della Cti Biopharma, uscita dalla quotazione nella Borsa Italiana e presente in quella statunitense dal 25/01/2018. Al momento in cui si sta sviluppando quest'elaborato (maggio 2018) la suddetta società è ancora presente nella black list della Consob ma dal comunicato stampa datato 28/02/2018 è stato evidenziato che quello sarebbe stato l'ultimo perché uscirà dal segmento MTA della Borsa Italiana.

Dal grafico è possibile dedurre che sebbene le società uscite definitivamente dalle liste e quelle uscite dalla quotazione rappresentino un numero irrisorio non tutte le società sono destinate a fallire, infatti grazie a buon management certe società riescono ad uscire da una situazione di stallo. Due società risultano nella procedura di concordato preventivo ossia in una situazione di crisi in cui l'imprenditore per evitare il fallimento espone una richiesta di concordato al tribunale la quale consiste in un piano di ristrutturazione dei debiti e di soddisfazione dei creditori attraverso la continuazione dell'attività o liquidazione del patrimonio. Se la proposta viene approvata dai creditori passa poi al tribunale per l'omologazione, viceversa se non viene accolta la società è assoggettata a fallimento.



Fonte: elaborazione dello studente

Riassumendo questa prima parte di analisi è possibile affermare che nelle 82 società analizzate il 27% di esse sono fallite, l'11% sono uscite dalle liste, il 6% sono uscite dalla quotazione in Borsa, il 2% si trova in uno stato di concordato preventivo mentre il restante 54% si trova ancora nelle liste, rispettivamente per il 28% nella black list e per il 26% nella grey list.



Fonte: elaborazione dello studente

3.2 Le cause dell'inserimento delle società nelle black e grey list

Nei capitoli precedenti è stato più volte evidenziato che tutte le società, e in particolar modo quelle quotate, sono tenute a diffondere al mercato un'informativa contabile periodica. Gli emittenti, però, che si trovano in una situazione economico-finanziaria incerta sono obbligati dalla Consob a una disclosure più tempestiva (c.d. informativa continua), di cadenza mensile o trimestrale. Le ragioni che portano l'organo di Vigilanza all'inserimento di determinate società nelle liste nera e grigia sono molteplici e vengono sintetizzate nelle due tabelle che seguono.

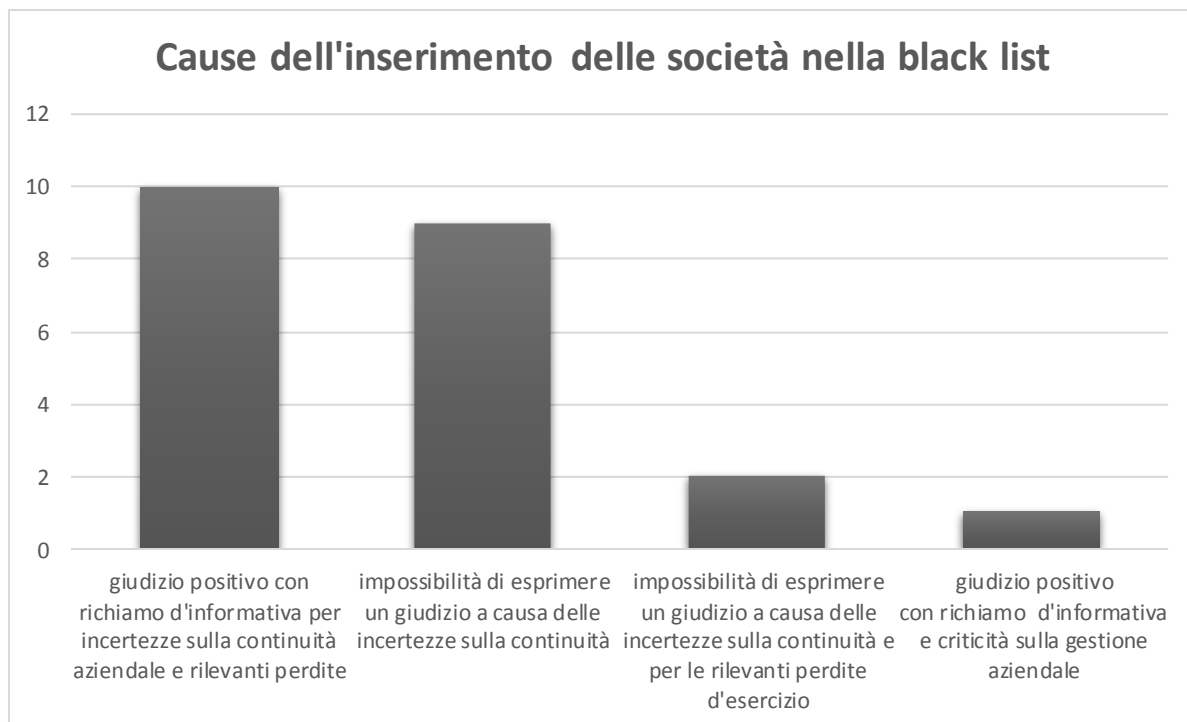
3.2.1 Ragioni per le quali le società sono obbligate a fornire un'informativa mensile

	Impossibilità di esprimere un giudizio	Incertezze sulla continuità aziendale	Giudizio positivo con richiamo d'informativa	Perdite oltre 1/3 del capitale sociale	Criticità sulla gestione economico-patrimoniale e finanziaria	Notevoli perdite, insuff. CCN
Acotel Group S.p.A.						
Bialetti Industrie						
Biancamano S.p.A.						
Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A.						
Chl S.p.A.						
Cti Biopharma	Dal 25/01/2018 non è più assoggettata a obblighi d'informativa mensile					
Dmail Group						
Eems Italia S.p.A						
Gabetti Property Solutions S.p.A.						
Gequity S.p.A.						
Gruppo Waste Italia S.p.A.						
Il Sole 24 Ore S.p.A.						
Industria e Innovazione S.p.A.						
K.R. Energy S.p.A.						
Mediacontech S.p.A.						
Olidata S.p.A.						
Pierrel S.p.A.						
Prelios S.p.A.						
Risanamento S.p.A.						
Sintesi Società di investimenti e partecipazioni S.p.A.						
Stefanel S.p.A.						
Tiscali S.p.A.						
Zucchi S.p.A.						

Fonte: elaborazione dello studente da Consob

Dall'analisi della tabella soprastante emerge che le principali cause di inserimento delle società nella black list sono dovute all'impossibilità della società di revisione di esprimere un giudizio sui bilanci (d'esercizio e/o consolidato) per i troppi fattori di incertezza che compromettono la continuità aziendale e alle perdite d'esercizio che vanno a ridurre il capitale sociale di oltre un terzo, unite a fattori di incertezza sull'operatività aziendale. Altri fattori che inducono la Consob a inserire le società in questa lista sono date dai giudizi positivi ma con

richiamo d’informativa sull’incertezza della continuità aziendale e per le rilevanti perdite subite. Le società inserite in questa lista nera sono obbligate a diffondere al mercato, entro la fine del mese, un comunicato stampa con le informazioni richieste dalla Consob, di cui è già stato discusso alla fine del capitolo precedente.



Fonte: elaborazione dello studente

In un mercato finanziario sempre più complesso le società che sono bloccate all’interno delle liste da molti anni sono all’incirca le stesse di quelle che le società di revisioni hanno giudicato impossibile esprimere un giudizio. Il dato più preoccupante riguarda il fatto che circa metà delle società in black list subisce rilevanti perdite d’esercizio che nel corso degli anni portano a una riduzione del capitale sociale di oltre un terzo entrando nella fattispecie prevista dall’art. 2446 del codice civile. Quello che stupisce è che, nonostante la situazione instabile, buona parte di queste società ha ricevuto un giudizio positivo dai revisori legali.

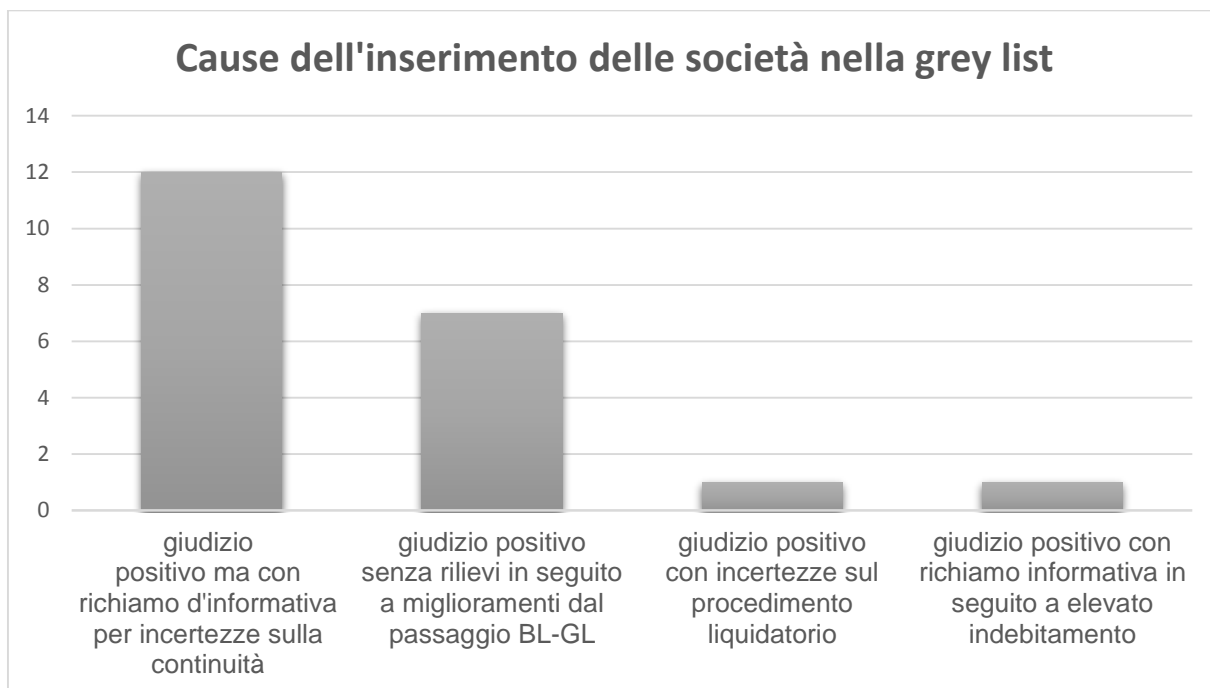
3.2.2 Ragioni per le quali le società sono obbligate a fornire informativa trimestrale

	Giudizio positivo ma con richiamo d'informativa	Incertezze sulla continuità aziendale	Giudizio positivo senza rilievi	Da BL a GL per miglioramenti della struttura finanziaria	Elevato livello di indebitamento	Incertezze sulla prosecuzione del procedimento liquidatorio in "bonis"
Aedes S.p.A.						
As Roma S.p.A.						
Banca Carige S.p.A.						
Banca Intermobiliare S.p.A.						
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.						
Bastogi S.p.A.						
Beghelli S.p.A.						
Borgosesia S.p.A.						
Eukedos S.p.A.						
Fullsix S.p.A.						
Gruppo Ceramiche Ricchetti S.p.A.						
Italiaonline S.p.A. (ex Seat Pagine Gialle S.p.A.)						
Itway S.p.A.						
Lventure Group S.p.A. (ex Le buone società S.p.A.)						
Maire Tecnimont S.p.A.						
Pininfarina S.p.A.						
Rcs Mediagroup S.p.A.						
Snai S.p.A.						
Tas – Tecnologia avanzata dei sistemi S.p.A.						
Ternienergia S.p.A.						
Trevi S.p.A.						

Fonte: elaborazione dello studente da Consob

Le cause dell'inserimento delle società nella grey list, come si ha modo di vedere dal grafico sottostante, fanno capo principalmente a due motivi. Da una parte finiscono in questa lista le società che hanno riscontrato dei miglioramenti della situazione economico-finanziaria e patrimoniale e quindi quelle che provengono dalla black list; dall'altra parte entrano in questa

lista le società che, una volta sottoposte al controllo di revisione contabile, hanno ricevuto un giudizio positivo ma con richiamo d'informativa su fattori che potrebbero indurre problemi nella continuità aziendale futura. Le società inserite in questa lista sono tenute ad integrare le relazioni finanziarie annuali e semestrali con le informazioni richieste dalla Consob.



Fonte: elaborazione dello studente

Le società che hanno visto dei miglioramenti nella struttura finanziaria sono state in grado di redigere un adeguato business plan per risanare le sorti aziendali. Un buon imprenditore deve essere capace di individuare gli obiettivi a breve termine e quelli a lungo termine, soprattutto quando la società si trova in un conclamato stadio di crisi gestionale. L'obiettivo è individuare ex ante le conseguenze che ciascuna scelta comporterà attraverso la predisposizione di un modello finanziario ad hoc dove vengono simulate le gestioni operative e finanziarie di quella società.

Box 1 – Caso aziendale: Risanamento S.p.A.

Risanamento S.p.A. è una società nata nel 2002 dalla fusione tra le società Bonaparte e Risanamento Napoli che opera nel settore immobiliare italiano ed estero.

Il Gruppo Risanamento S.p.A. è stato sottoposto dalla Consob ad obblighi di informativa trimestrale per il periodo 2009-2016. Dal 23/06/2017 è entrata a far parte della black list a causa della presenza di incertezze significative che potevano compromettere la continuità aziendale unite alla mancata conclusione del processo di approvazione di proroghe di finanziamenti in scadenza per l'esercizio del 2017 dagli istituti di credito. La situazione conclusa al 31/12/2017 non mostra un andamento positivo, anzi tutt'altro. Vediamo perché.

	31-dic-17	31-dic-16
Fatturato	3015	4719
Variazione delle rimanenze	(3850)	(13.885)
Altri proventi	629	5165
Valore della produzione	(206)	(4001)
EBITDA	(21448)	(24155)
EBIT	(23279)	(25780)
Risultato derivante dalle attività in funzionamento	(34544)	(64182)
Utile (perdita) netto da attività destinate alla vendita	10614	(1270)
Risultato netto	(23930)	(65452)
Patrimonio immobiliare (valore a bilancio)	873115	910937
Patrimonio netto	167598	191484
Posizione finanziaria netta	630925	(648238)

Fonte: relazione finanziaria annuale 2017, Risanamento S.p.A., pag.9

Il patrimonio netto consolidato al 31/12/2017 aggira intorno a 167 milioni di euro contro i 191 dell'anno precedente. Il risultato economico complessivo della Capogruppo è negativo e pari a 23,9 milioni di euro ma in sensibile miglioramento rispetto all'esercizio precedente (65,5¹⁹ milioni di euro). Sulla base di ciò permane ancora la fattispecie disciplinata all'art. 2446 del codice civile in quanto la riduzione oltre un terzo del capitale si è presentata anche alla fine dell'esercizio 2017. Nonostante ciò gli amministratori ritengono che la società opererà con continuità nel prossimo futuro grazie ai vari progetti in atto tra cui quello dell'attività di riqualificazione e sviluppo dell'area metropolitana strategica di Milano Santa Giulia, progetto stipulato insieme al gruppo australiano Lendlease (primario gruppo internazionale che opera nel settore real estate).

Dai risultati del primo trimestre di quest'anno emerge che la posizione finanziaria netta e quindi l'indebitamento (corrente e non corrente) è in aumento (935,19 milioni) rispetto a inizio anno (630, 93 milioni). I ricavi d'esercizio del primo trimestre 2018 sono pari a 489 milioni in calo rispetto ai 1,29 milioni del trimestre dell'anno precedente. Quindi anche il risultato d'esercizio è negativo per il primo trimestre pari a 6,34 milioni contro i 4,46 milioni del primo trimestre del 2017.

Il Gruppo ha adottato un modello integrato di gestione dei rischi allo scopo di individuare in anticipo i rischi prioritari dell'azienda cogliendo così i potenziali effetti negativi. I rischi delineati dalla Direzione sono:

- Rischi relativi all'attuale scenario globale con riferimento al mercato immobiliare²⁰ (rischi relativi alle politiche economiche internazionali e basso accesso al credito);
- Rischi relativi al mancato rispetto del business plan del progetto Milano Santa Giulia (quali interventi ambientali, concretizzazione di rapporti di partnership);
- Mancata valorizzazione di asset rispetto alle previsioni effettuate (causate dalla situazione economica attuale);

¹⁹ Le perdite pari a 65,5 milioni sono dovute da partite di natura straordinaria/non ricorrente (costi di conciliazione fiscale e svalutazioni di immobili) per oltre 40 milioni di euro

²⁰ Il mercato mobiliare italiano si sta lentamente riprendendo dopo la crisi iniziata più di dieci anni fa grazie al miglioramento degli indicatori macroeconomici e il quantitativo di liquidità immesso nel sistema finanziario. Gli operatori che lavorano in questo settore incontrano ancora difficoltà nonostante sembra essere passato da 4 anni il periodo di crisi che ha colpito questo importante settore dell'economia.

- Rischi legati all'attuazione esecutiva dei progetti (ritardi esecuzione opere);
- Rischi fiscali (per esempio procedimenti tributari e relativi contenziosi con le amministrazioni del tributo);
- Rischi inerenti all'indebitamento finanziario. La posizione finanziaria netta per gli anni 2016-2017 è risultata negativa a causa soprattutto della liquidità a breve impiegata per i vari progetti del Gruppo;
- Rischi connessi ai debiti scaduti si riferiscono ai debiti commerciali pari a 1,8 mln di euro di cui 0,3 verso parti correlate. Per quanto riguarda i debiti tributari e finanziari non si evidenziano debiti scaduti.

Il Gruppo ha iniziato e sta continuando la valorizzazione del principale asset strategico in portafoglio ossia il progetto Milano Santa Giulia. A tal fine ha chiesto la proroga sino al 30/06/2019 di vari finanziamenti. I principali istituti di credito, i quali detengono il 70% della proprietà del Gruppo, hanno in parte espresso favore positivo. L'approvazione dei crediti si reputa necessaria per il proseguimento dell'attività aziendale. Gli amministratori sono fiduciosi che ciò avverrà nel giro di pochi mesi dato che i principali azionisti sono gli stessi creditori. Nonostante i fattori di rischio, le incertezze e le citate perdite non viene meno il presupposto della continuità d'azienda nella stesura del bilancio.

Nell'esercizio in corso il Gruppo prevede la valorizzazione delle proprietà di immobili presenti all'interno del portafoglio (c.d. trading) e nella continuazione del progetto Milano Santa Giulia il quale prospetta rendimenti economici e finanziari nel medio/lungo periodo. Pertanto gli amministratori prevedono anche per il 2018 un risultato d'esercizio negativo ma in continuo miglioramento rispetto agli anni precedenti.

La società KPMG S.p.A. nella relazione di revisione per l'esercizio 2017 reputa sufficienti e appropriati gli elementi acquisiti nell'esprimere un giudizio. Inoltre il bilancio è rappresentato in modo corretto e veritiero rispettando gli IFRS. Il giudizio che ne dà la KPMG S.p.A. è positivo pur in presenza di fattori di rischio e incertezza spiegati dagli amministratori nella relazione sulla gestione con richiamo d'informativa.

Conclusioni

Alla luce di quanto illustrato nei capitoli precedenti sembra indubbio che l'importanza sulla tutela del risparmio abbia acquisito nel corso degli ultimi anni una rilevanza sempre maggiore grazie soprattutto agli interventi nazionali ed europei (legge sul risparmio 262/2005 e direttiva sull'abuso di mercato). Grazie a ciò i poteri in capo alla Consob hanno acquisito una gamma sempre più ampia e di rilevante importanza portandola ad assolvere ruoli di vigilanza e di garanzia del risparmio. Un occhio di riguardo, come è stato dimostrato nel corso dell'intero elaborato, ma soprattutto nei capitoli 2 e 3, spetta a quelle società che si trovano in una situazione di crisi economica, finanziaria e patrimoniale. Queste società sono state inserite in due elenchi denominati black list e grey list in base alla gravità della situazione in cui si trovano. Le società in questi elenchi oltre a non avere un'immagine positiva nei confronti del mercato azionario fronteggiano anche costi eminenti per divulgare le notizie verso l'esterno. Ma, come è stato possibile riscontrare nel primo capitolo, l'asimmetria informativa tra manager e stakeholder porta a una maggiore disclosure e quindi a una trasparenza informativa del mercato. Persiste quindi il trade-off tra costo e valore dell'informazione.

Attualmente i soggetti sorvegliati dalla Consob ammontano a 44 suddivisi tra 23 titoli in black list e 21 titoli in grey list. Queste società, come si ha avuto modo di riscontrare più volte in questo scritto, sono sottoposte ad obblighi di informativa continua. Le ragioni che portano a ciò sono collegate alle tensioni finanziarie attraversate dalle società e alle incertezze sulla loro capacità di operare in continuità.

A seguito dell'analisi quali-quantitativa delle società inserite nelle grey e black lists è stato possibile osservare che gli effetti della crisi economica internazionale iniziata nel 2007-2008 permangono ancora nel senso che ancora molte società restano bloccate in queste liste da molti anni e/o transitano da una parte all'altra. Inoltre ogni anno entra sempre almeno un nuovo sorvegliato, nel 2017 addirittura 6 nella grey list, segnale che ancora molte società si trovano in una grave tensione finanziaria. Le conclusioni dell'analisi svolta rispecchiano la situazione della capitalizzazione di mercato in cui gravano queste società. Si tratta di una percentuale abbastanza modesta, circa l'1,04%²¹ rispetto a quella totale dei titoli quotati nella Borsa Italiana pari a 682 miliardi di euro (aprile 2018). Considerando che il numero totale delle società quotate in Borsa attualmente è pari a 242 e la somma delle società delle due liste è pari a 44 è facile intuire che più del 18% grava in situazioni di rischio, una percentuale non irrisoria. Anche se le liste non devono essere ritenute un'anticamera sicura del default, ma dei

²¹ Una parte considerevole è tenuta dalla Banca Monte Paschi di Siena pari allo 0.44% inserita nella grey list il 14/12/2016.

campanelli d'allarme, non è raro che magari quella che si prospettava come una crisi temporanea finisce per diventare una costante nel tempo. Il riferimento è a società note non solo a livello nazionale ma anche internazionali quali per esempio Risanamento S.p.A., Bialetti S.p.A., Maire Tecnimont S.p.A., Tiscali S.p.A. e molte altre. Nel buio di queste società in crisi qualche spiraglio di luce giunge dalle società che riescono ad uscire da queste liste incriminate. Per esempio negli ultimi anni ce l'hanno fatta Kinexia S.p.A. (dopo ben 6 anni di permanenza nella grey list) e altre società che però hanno visto sacrificarsi la quotazione in Borsa quali Premafin Finanziaria S.p.A. e Premuda S.p.A.

Nell'analisi di queste società si è assistito a uno scenario in cui sono più le società la cui uscita avviene a causa di fallimento piuttosto di società che si sono salvate o che hanno subito un delisting.

Riferimenti bibliografici

BAUER R., 2013. *La revisione legale. Tecniche e procedure*. 4° ed. Santarcangelo di Romagna: Maggioli S.p.A., pp. 447-477

BERTINETTI G., 1996. *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*. 1°ed. Milano: Egea S.p.A.

BILANCIA P., RIVOLTA G., a cura di, 2008. *Tutela del risparmio, authorities, governo societario*. Milano: Giuffrè. Disponibile su: http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/Rabi/Rabitti_Bedogni_gruppo-AI.pdf [ultimo accesso: 30/04/2018]

CERA M., 2013. L'informazione societaria in Italia: norme e interessi tra passato e futuro. *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 1/2013, pp. 23-34. Disponibile su: <https://www.rivisteweb.it/doi/10.1433/73996> [ultimo accesso: 29/04/2018]

COSTA G., GUBITTA P., PITTINO D., 2014. *Organizzazione aziendale. Mercati, gerarchie e convenzioni*. 3° ed. Milano: McGraw-Hill Education (Italy) s.r.l. p.113

DANOVI A., MORLIN VISCONTI A., OLGIATI S., 2015. La black list della Consob. Crisi finanziarie e obblighi informativi per le società quotate. *Esperienze d'impresa*, 1/2015, pp.5-27. Disponibile su: <http://digital.casalini.it/10.3280/EI2015-001001> [ultimo accesso: 10/05/2018]

FELLEGARA A.M., TIBILETTI V., MARCHINI P.L., 2011. La disclosure sulla corporate governance nei gruppi, strumento di tutela di interessi diffusi. Un'analisi critica nel contesto italiano, *Financial Reporting*, n°1/ 2011, pp. 9-35. Disponibile su: <https://www.torrossa.com/resources/an/2446880> [ultimo accesso: 26/04/2018]

FORTUNA F., 2009. Crisi finanziaria, management e comunicazione esterna d'impresa: alcune considerazioni in "Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia aziendale", n. 9 -10, settembre - ottobre 2009, Rirea, pp. 517-525

FUSCO M., 2017. *Trasparenza dei mercati finanziari, investitori istituzionali, politiche di voto*. Tesi di dottorato, Università Ca' Foscari Venezia, Dottorato di ricerca in "Diritto, mercato, persona". Disponibile su: <http://dspace.unive.it/handle/10579/10285> [ultimo accesso: 10/04/2018]

GIORGINO M.C., PARIS A., PATERNOSTRO S., 2012. I compensi agli amministratori: analisi della disclosure nei Bilanci delle società italiane quotate, *Financial Reporting*, n°3/2012, pp. 51-78. Disponibile su: <https://www.torrossa.com/pages/ipplatform/enterTheBook.faces> [ultimo accesso: 20/02/2018]

LAMBERT R.A., LEUZ C., VERRECCHIA R.E., 2011. Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, pp. 1-29. Disponibile su: <https://academic.oup.com/rof/article/16/1/1/1592892> [ultimo accesso: 22/04/2018]

MAFFEI M., 2010. *La disclosure sui rischi con particolare riferimento alle banche*. 1° ed. Torino: G. Giappichelli Editore

MEEK G., ROBERTS C., GRAY S. J, 1995. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*. Volume 26, Issue 3, pp. 555–556. Disponibile su: <https://link.springer.com/article/10.1057/palgrave.jibs.8490186> [ultimo accesso: 03/04/2018]

MIIHKINEN A., 2013. *Essays on corporate risk and transition disclosures in the IFRS era*. 1°ed. Helsinki: Aalto University. Disponibile su: <http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-60-5040-9> [ultimo accesso: 10/03/2018]

MONTALENTI P., 2013. “Disclosure” e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti, in *“Analisi Giuridica dell’Economia, Studi e discussioni sul diritto d’impresa”* 1/2013, pp. 245-254. Disponibile su: <https://iris.unito.it/retrieve/handle/2318/146937/166915/200.pdf> [ultimo accesso: 26/02/2018]

PAULON I., 2012. *La qualità dell'attività di Investor Relator: un'analisi delle società italiane quotate in Borsa*. Tesi di Laurea Magistrale, Università Ca' Foscari Venezia, Economia e gestione delle aziende. Disponibile su: <http://hdl.handle.net/10579/1792> [ultimo accesso: 23/04/2018]

PIETRANTONIO G.L., 2008. *Consob: aspetti istituzionali, regolamentari, amministrativi e civili. Prospettive e problematiche del nuovo quadro normativo: dalla riforma del risparmio alla direttiva MIFID*. Tesi di dottorato, Scuola di specializzazione in studi sull'amministrazione pubblica – SPISA. Disponibile su: http://amsdottorato.unibo.it/772/1/Tesi_Pietrantonio_Gary_Louis.pdf [ultimo accesso: 19/04/2018]

PINOTTI C., 2015. *L'analisi della continuità aziendale nell'ottica della revisione contabile: un'indagine empirica*. Tesi di laurea magistrale, Università degli Studi di Pisa, Dipartimento di Economia e Management. Disponibile su: <https://etd.adm.unipi.it/theses/available/etd-11112015-133116/> [ultimo accesso: 07/03/2018]

PIOLI M., 2014. *La revisione aziendale e il presupposto del going concern nelle società quotate in crisi*. Tesi di laurea, Università degli Studi di Pisa, Dipartimento di Economia e Management. Disponibile su: <https://etd.adm.unipi.it/t/etd-11142013-120235/> [ultimo accesso: 25/04/2018]

ROMANO G., GUERRINI A., 2011. L'efficacia del sistema dei controlli contabili delle società quotate italiane: un'analisi delle impugnative di bilancio effettuate dalla Consob. *Financial Reporting*, n°4/2011, pp. 49-79

SALVIONI D., 2002. Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa, *Symphonya*, n° 2. Disponibile su: https://www.researchgate.net/profile/Daniela_Salvioni/publication/266161232_Cultura_della_trasparenza_e_comunicazione_economico-finanziaria_d%27impresa/links/54f57fd10cf2eed5d737b385/Cultura-della-trasparenza-e-comunicazione-economico-finanziaria-dimpresa.pdf [ultimo accesso: 10/02/2018]

TITOMANLIO R., 2012. *Potestà normativa e funzione di regolazione. La potestà regolamentare delle autorità amministrative indipendenti*. Torino: Giappichelli. Disponibile su: <https://www.torrossa.com/pages/ipplatform/itemDetails.faces> [ultimo accesso: 16/04/2018]

ZONA F., 2015. *Corporate disclosure*. 1° ed. Milano: Egea S.p.A. ⁱ

ⁱ Conteggio parole (esclusa bibliografia): 14126