



03-02-2004

Come si controlla un'emissione

Concetta Bresciamorra 

Le crisi di grandi gruppi industriali, quali Cirio e Parmalat, hanno suscitato discussioni sulle regole e sui controlli previsti per le emissioni di **obbligazioni societarie**, soprattutto nel caso in cui i titoli sono stati collocati nel portafoglio di piccoli risparmiatori italiani.

Per comprendere quali norme e controlli si applicano in questi casi, vanno considerate le modalità concrete con cui le emissioni obbligazionarie sono state effettuate, in linea con una prassi operativa comune a molte imprese del nostro paese. Fino a oggi, il **codice civile italiano** limitava fortemente le emissioni di obbligazioni da parte delle società: secondo l'articolo 2410 non potevano essere emesse per una somma eccedente il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato. (1)

Per superare i limiti del codice civile, le società italiane, soprattutto negli ultimi anni, hanno emesso titoli di debito tramite altre **società controllate** insediate all'estero. Spesso in una prima fase, le obbligazioni sono collocate presso investitori istituzionali (banche, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio eccetera).

Successivamente, banche e altri intermediari collocano questi titoli nei portafogli della loro clientela.

Il nostro ordinamento entra in gioco al momento del collocamento dei titoli in Italia, attraverso due tipi di intervento affidati a due diverse autorità: il controllo attribuito alla **Banca d'Italia** sull'offerta in Italia di valori mobiliari, anche esteri, previsto dall'articolo 129 del Testo unico bancario (decreto legislativo 385/93). E il controllo, assegnato alla **Consob**, sulla sollecitazione all'investimento e la prestazione di servizi di investimento aventi a oggetto strumenti finanziari (nel cui ambito rientrano le obbligazioni emesse da società) stabilito dal Testo unico della finanza (decreto legislativo 58/98).

I controlli della Banca d'Italia

Il primo tipo di intervento affidato alla Banca d'Italia riguarda le emissioni di titoli che superino un certo importo, ovvero non presentino caratteristiche considerate come "standard" da parte della stessa autorità competente in materia (disposizioni della Banca d'Italia, in conformità di delibere del Cicer). Secondo l'articolo 129, al fine di assicurare la stabilità e l'efficienza del mercato dei valori mobiliari, la Banca d'Italia può vietare le operazioni ovvero differire l'esecuzione di quelle superiori a determinati importi.

Si tratta di un controllo che mira a evitare offerte che "() per quantità rilevanti concentrate in un determinato periodo ovvero per le particolari caratteristiche e condizioni finanziarie, possono ostacolare il buon funzionamento del mercato" (Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia, Titolo IX).

Gli interventi dell'autorità devono avere di mira il **mercato finanziario nel suo complesso** e non possono entrare nel merito della singola emissione per verificare la bontà dei titoli o l'affidabilità finanziaria dell'emittente.

I controlli della Consob

L'intervento della Consob riguarda la fase in cui gli intermediari collocano le obbligazioni presso il **pubblico dei risparmiatori**. Banche, Sim e altri intermediari sono soggetti a obblighi di trasparenza e correttezza quando effettuano la sollecitazione all'investimento, ovvero prestano servizi di investimento aventi a oggetto strumenti finanziari.

La sollecitazione (ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale rivolto al pubblico, finalizzato alla sottoscrizione di prodotti finanziari) comporta **obblighi informativi**, in particolare la pubblicazione di un prospetto che deve contenere le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un giudizio fondato sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto non è necessario se la sollecitazione è rivolta a investitori professionali.

Anche se non ricorrano gli estremi della "sollecitazione", gli intermediari che collocano obbligazioni attraverso la prestazione di servizi di investimento (negoziante, collocamento, gestione individuale di portafogli di investimento per conto terzi ecc.) sono tenuti a comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati. Inoltre, devono acquisire dai clienti le informazioni necessarie e operare in modo che essi siano sempre

adeguatamente informati; organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento (articolo 21 del Testo unico della finanza).

Queste regole mirano soprattutto a evitare che i risparmiatori non in possesso di conoscenze professionali in campo finanziario effettuino investimenti senza la necessaria **consapevolezza del rischio** assunto.

Quando la Consob verifica il mancato rispetto di queste norme può proporre al ministro dell'Economia l'applicazione agli intermediari di sanzioni pecuniarie.

(1) La situazione potrebbe cambiare in futuro. La riforma del diritto societario, entrata in vigore il 1 gennaio di quest'anno, offre alle società per azioni quotate la possibilità di emettere obbligazioni senza limiti quantitativi, purché le obbligazioni siano destinate anch'esse alla quotazione.

[copyright]