

**LA *PRE-CLEARANCE* E L'AZIONE DI NON CONFORMITÀ *EX ART. 154-TER*,
COMMA, 7, T.U.F.: DUE PROFILI CONTROVERSI DELL'ATTIVITÀ DI
VIGILANZA DELLA CONSOB SULL'INFORMAZIONE CONTABILE***

GIOVANNI STRAMPELLI

SOMMARIO: 1. L'armonizzazione a livello europeo della disciplina della vigilanza sull'informazione contabile delle società quotate e il persistente difforme livello di efficacia della medesima negli Stati membri. – 2. La necessità di una regolazione del procedimento di *pre-clearance* da parte delle Autorità di vigilanza nazionali. – 3. (*Segue*). I limiti della prassi attualmente seguita dalla Consob. – 4. I provvedimenti adottabili dalla Consob a fronte di relazioni finanziarie annuali e infrannuali non correttamente redatte o carenti sul piano informativo: la richiesta di informazioni aggiuntive, l'impugnazione del bilancio d'esercizio, la sanzione reputazionale *ex art. 154-ter*, comma 7, t.u.f. – 5. L'azione di non conformità *ex art. 154-ter*, comma 7, t.u.f.: le differenze rispetto al *restatement* e il rapporto con l'impugnativa del bilancio. – 6. Gli effetti "vincolanti di fatto" del provvedimento *ex art. 154-ter*, comma 7, t.u.f.. Una valutazione dell'applicazione del medesimo da parte della Consob alla luce delle linee guida dell'ESMA.

1. L'armonizzazione a livello europeo della disciplina della vigilanza sull'informazione contabile delle società quotate e il persistente difforme livello di efficacia della medesima negli Stati membri.

Il legislatore europeo con l'emanazione del regolamento 1606/2002/CE e l'imposizione dell'obbligo per le società quotate nei mercati regolamentati degli Stati membri di redigere (almeno) il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS ha inteso uniformare l'informazione contabile presentata da tali società e superare così i limiti mostrati dal processo di armonizzazione basato sulla IV e VII direttiva in materia contabile¹, il quale si è rivelato – a causa delle

* Sono grato al professor Vincenzo Calandra Buonauro per i commenti ad una versione provvisoria dello scritto.

¹ Si veda il Considerando n. 3 del Regolamento comunitario 1606/2002/CE, il quale espressamente afferma che le direttive in materia contabile «non possono garantire l'elevato livello di trasparenza e comparabilità dell'informativa finanziaria da parte di tutte le società comunitarie i cui titoli sono negoziati in mercati pubblici»

numerose facoltà di scelta concesse ai legislatori nazionali – inidoneo ad assicurare un adeguato livello di comparabilità dei bilanci a livello europeo².

Che l'adozione degli IAS/IFRS e la previsione dell'obbligo del loro utilizzo per la redazione (almeno) dei conti consolidati non fossero però di per sé sufficienti ad assicurare l'effettiva uniformazione dell'informazione contabile offerta dalle società quotate nei mercati europei e un miglioramento della qualità della medesima è apparso, da subito, chiaro nel disegno del legislatore europeo, il quale ha ravvisato la necessità di sviluppare contestualmente un sistema uniforme di *enforcement*³ degli IAS/IFRS da parte delle autorità di vigilanza competenti⁴.

Oltre ad essere funzionale all'intento di favorire la comparabilità dei bilanci delle società quotate di diversa nazionalità, l'esigenza di una più intensa e incisiva attività di vigilanza dell'informazione contabile appare l'inevitabile conseguenza dell'adozione di un set di principi contabili avente le caratteristiche degli IAS/IFRS, i quali – seppur potenzialmente in grado di garantire un'informazione di più elevata qualità rispetto alle legislazioni nazionali basate sulla IV e VII direttiva – presentano un elevato grado di complessità nella loro applicazione e concedono al redattore del bilancio un notevole margine di discrezionalità in relazione all'iscrizione e alla valutazione di talune poste⁵.

L'introduzione dell'*enforcement* “pubblico” dell'informazione contabile, quale ulteriore presidio, accanto a quelli rappresentati dall'organo di controllo interno e dal revisore legale, della correttezza della documentazione contabile delle società quotate è stata sollecitata altresì dall'esigenza di ripristinare la fiducia degli investitori nei

² Per una più ampia ricostruzione delle motivazioni che hanno condotto all'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS ai fini dell'armonizzazione dell'informazione contabile delle società quotate nei mercati finanziari degli Stati membri sia consentito rinviare a G. STRAMPELLI, *L'introduzione dei principi IAS-IFRS e gli effetti sulla disciplina giuridica del bilancio di esercizio*, in *Obbligazioni-Bilancio* a cura di M. NOTARI, L. A. BIANCHI, in *Commentario* Marchetti, 2006, 322 ss.

³ Secondo la definizione di *enforcement* accolta dalle *Guidelines* dell'ESMA, esso consiste in «Examining the compliance of financial information with the relevant financial reporting framework, taking appropriate measures where infringements are discovered during the enforcement process, in accordance with the rules applicable under the Transparency Directive and taking other measures relevant for the purpose of enforcement».

⁴ La necessità di incentivare l'applicazione uniforme dei principi IAS/IFRS è affermata esplicitamente dal Considerando n. 16 del regolamento comunitario 1606/2002/CE ai sensi del quale «un sistema di esecuzione adeguato e rigoroso è fondamentale al fine di rafforzare la fiducia degli investitori nei mercati finanziari. A norma dell'articolo 10 del trattato, gli Stati membri devono adottare misure adeguate per garantire il rispetto dei principi contabili internazionali. La Commissione deve mantenere il contatto con gli Stati membri, in particolare per il tramite del comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CAERVM), per stabilire un approccio comune in merito all'applicazione».

⁵ E. SCHEFFLER, *Auslegungs- und Ermessenfragen beim Enforcement*, in *BB*, 2006, 4 s. (*BB-Special* 4).

bilanci degli emittenti, che risultava minata a seguito degli scandali finanziari verificatisi nei mercati statunitensi ed europei nella prima metà degli anni duemila⁶.

I riferimenti normativi principali sui quali poggia l'intera costruzione del disegno di uniformazione a livello europeo dell'*enforcement* dell'informazione contabile sono contenuti nella direttiva 2004/109/CE (c.d. direttiva *Transparency*), di recente modificata dalla direttiva 2013/50/EU.

L'art. 24, par. 4, lett. *g*) e *b*) prevede, in particolare, che l'Autorità di vigilanza indipendente deve disporre dei poteri necessari, tra l'altro, a «rendere pubblico il fatto che un emittente, o un possessore di azioni o di altri strumenti finanziari o una persona fisica o giuridica di cui agli articoli 10 e 13, non ottempera ai suoi obblighi» nonché ad «appurare che le informazioni di cui alla presente direttiva siano stilate conformemente al pertinente quadro di presentazione fissato per le stesse e prendere le misure appropriate nel caso si accertino violazioni». Riguardo a quest'ultimo profilo il par. 1 dello stesso articolo 24 stabilisce altresì – consentendo in tal modo di organizzare la vigilanza sull'informazione contabile secondo un modello “duale” – che gli Stati membri possono designare un'altra autorità competente (diversa dall'Autorità di vigilanza «centrale») la quale non deve essere necessariamente di carattere amministrativo⁷.

Completano il quadro delle fonti europee della disciplina dell'*enforcement* dell'informazione contabile – assumendo un ruolo decisivo ai fini dell'uniformazione della stessa – le *Guidelines on enforcement of financial information* emanate dalla *European Securities and Markets Authority* (ESMA⁸) nel luglio del 2014 ed entrate in vigore 29 dicembre 2014, le quali hanno sostituito gli *Standard on financial information* elaborati in precedenza dal CESR⁹.

L'emanazione da parte dell'ESMA delle linee guida in materia di *enforcement* è coerente con le previsioni del regolamento comunitario 1095/2010/UE istitutivo della medesima Autorità, il quale prevede espressamente all'art. 1, par. 5, che essa deve operare, tra l'altro, per «migliorare il funzionamento del mercato interno, con particolare riguardo a un livello di regolamentazione e di vigilanza valido, efficace e

⁶ J. BAETGE, *Anmerkungen zum deutschen Enforcement-Modell*, in ZHR, 2004, 428; P. HOMMELHOFF, D. MATTHEUS, *BB-Gesetzgebungsreport: Verlässliche Rechnungslegung – Enforcement nach dem geplanten Bilanzkontrollgesetz*, in BB, 2004, 93; P. KINDLER, *Il sistema dei controlli nella Aktiengesellschaft tedesca*, in *Corporate governance e sistema dei controlli nella s.p.a.*, a cura di U. TOMBARI, Torino, Giappichelli, 2013, 234.

⁷ V. sul punto anche il Considerando n. 28 della direttiva *Transparency*.

⁸ Che, nel quadro del complessivo riordino del sistema europeo di vigilanza sui mercati finanziari, ha sostituito, a partire dal 2011, il *Committee of European Securities Regulators* (CESR).

⁹ Cfr. lo *Standard No. 1 – Enforcement of standards on financial information in Europe* (CESR/03-0736) e lo *Standard No. 2 – Co-ordination of enforcement activities* (CESR/03-317c7) nonché la *Guidance for the implementation of co-ordination of enforcement of financial information* (CESR/04-257b8).

uniforme» e per «rafforzare il coordinamento internazionale in materia di vigilanza»¹⁰, essendo chiamata a tal fine a «contribuire altresì all'elaborazione di norme e prassi comuni di regolamentazione e vigilanza di elevata qualità»¹¹. L'essenziale ruolo di coordinamento svolto dall'ESMA per l'armonizzazione, a livello europeo, dell'*enforcement* dell'informazione contabile è altresì esplicitato dall'art. 16 del regolamento istitutivo dell'ESMA, ai sensi del quale l'Autorità può emanare orientamenti e formulare raccomandazioni indirizzate alle autorità di vigilanza nazionali o ai partecipanti ai mercati finanziari, i quali sono tenuti a compiere «ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti e alle raccomandazioni»¹².

Il quadro normativo e regolamentare testé descritto ha trovato recepimento nella legislazione nazionale mediante l'art. 118-*bis* t.u.f. il quale rimette alla Consob di stabilire, tenuto conto dei principi internazionali in materia di vigilanza sull'informazione societaria (ossia le linee guida dell'ESMA¹³), «le modalità e i termini per il controllo dalla stessa effettuato sulle informazioni comunicate al pubblico ai sensi di legge, comprese le informazioni contenute nei documenti contabili, dagli emittenti quotati e dagli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro

¹⁰ Funzionale ad assicurare un adeguato coordinamento dell'azione degli *enforcer* nazionali (così da evitare possibili arbitraggi da parte degli emittenti) è l'istituzione della *European Enforcers Coordination Sessions* (EECS) – un gruppo di lavoro coordinato dall'ESMA al quale partecipano 41 *enforcer* nazionali – nell'ambito del quale vengono discusse problematiche di particolare rilievo che hanno costituito oggetto delle decisioni delle autorità nazionali o che potranno costituirlo successivamente. In base a quanto previsto dal *CESR Standard No 2 on Financial Information*, l'ESMA ha inoltre sviluppato una banca dati delle decisioni adottate a livello nazionale in modo da favorire la condivisione delle medesime e contribuire a una uniforme applicazione degli IAS/IFRS negli Stati membri. Sulle modalità di funzionamento dell'EECS e sui criteri di selezione delle problematiche sottoponibili alla sua attenzione si vedano i parr. 66 ss. delle *Guidelines on enforcement of financial information*. Cfr., per l'analisi dei vantaggi derivanti dall'attività dell'EECS, A. BERGER, *Zur Entwicklung und zum Stand des Enforcements in der Europäischen Union*, in *BFuP*, 2009, 605 ss.

¹¹ V. art. 8, par. 1, lett. a), del regolamento 1095/2010/UE.

¹² Lo stesso art. 16, par. 3, prevede altresì che «entro due mesi dall'emanazione di un orientamento o di una raccomandazione, ciascuna autorità nazionale di vigilanza competente conferma se è conforme o intende conformarsi all'orientamento o alla raccomandazione in questione. Nel caso in cui un'autorità competente non sia conforme o non intenda conformarsi, ne informa l'Autorità motivando la decisione». Coerentemente con tale disposizione, il par. 10 delle Linee guida dell'ESMA prevede che le autorità competenti alle quali si rivolgono i presenti orientamenti notificano all'ESMA la propria conformità o intenzione di conformarsi agli orientamenti, indicando le motivazioni di eventuali non conformità o dell'intenzione di non conformarsi, entro due mesi dalla pubblicazione degli orientamenti nel sito web dell'ESMA in tutte le lingue ufficiali dell'UE. La Consob – come risulta dal comunicato senza data pubblicato sul suo sito internet – ha comunicato il proprio recepimento delle Linee guida ed è quindi tenuta a conformarsi ad esse integrandole nella sua prassi di vigilanza.

¹³ F. BRUNO, *Commento all'art. 118-bis t.u.f.*, in *Commentario Vella*, 2, Torino, Giappichelli, 2012, 1232; P. DRAGONE, *Commento all'art. 118-bis t.u.f.*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. FRATINI, G. GASPARRI, 2, Assago, Utet, 2012, 1600 s.

d'origine»¹⁴. In attuazione di tale previsione normativa, l'art. 89-*quater*, Reg. emitt. definisce i criteri per l'esame dell'informazione diffusa dagli emittenti e, in particolare, detta i criteri per le verifiche a campione, in conformità a quanto previsto in materia dalle linee guida emanate dall'ESMA (e precedentemente dal CESR).

Nonostante la descritta armonizzazione dei criteri ai quali le autorità di vigilanza nazionali devono conformarsi nella loro azione di *enforcement* della disciplina dell'informazione contabile delle società quotate, come dimostrato da alcune analisi empiriche¹⁵, il grado di efficacia dell'*enforcement* non è coincidente nei diversi Stati membri.

Tale difformità è da imputare principalmente al non uniforme utilizzo degli strumenti di *enforcement* previsti dalla normativa comunitaria e dalle Linee guida dell'ESMA. Assumendo quali termini di paragone gli ordinamenti tedesco e inglese (due dei Paesi nei quali – secondo le evidenze empiriche richiamate – l'*enforcement* è maggiormente efficace), le differenze più significative tra la prassi seguita dagli *enforcer* nazionali paiono riguardare l'adozione di misure volte alla prevenzione degli errori nonché le modalità con le quali sono impiegati i provvedimenti ai quali gli *enforcer* possono fare ricorso in caso di accertamento di errori o di carenze dell'informazione contabile.

In particolare, tra le misure preventive appare particolarmente controversa (come dimostra il suo non uniforme accoglimento da parte degli Stati membri) la c.d. *pre-clearance*, mentre in relazione alle c.d. *enforcement action*, adottabili dalle autorità di vigilanza in caso di accertamento di “irregolarità” nelle relazioni finanziarie (annuali e infrannuali) pubblicate dalla società, il profilo maggiormente innovativo e (anche per

¹⁴ Per il commento di tale disposizione e, in particolare, per la delimitazione del suo ambito (soggettivo e oggettivo) di applicazione si vedano A. GUACCERO, *Modalità e termini del controllo sulle informazioni fornite al pubblico*, in *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, a cura di F. S. MARTORANO, V. DE LUCA, Milano, Giuffrè, 2008, 101 ss.; F. BRUNO, (nt. 13), 1231; P. DRAGONE, (nt. 13), 1598 ss.

¹⁵ V. H. B. CHRISTENSEN, L. HAIL, C. LEUZ, *Mandatory IFRS Reporting and Changes in Enforcement*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 147 ss., 164 ss.. Indicazioni parzialmente conformi sono offerte da P. BROWN, J. PREIATO, A. TARCA, *Measuring Country Differences in Enforcement of Accounting Standards: An Audit and Enforcement Proxy*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 2014, 1 ss., secondo i quali si sarebbe registrata una crescente efficacia dell'*enforcement* dell'informazione contabile nel Regno Unito e in Germania a seguito dei cambiamenti al sistema di vigilanza apportati contestualmente all'entrata in vigore dell'obbligo di adozione degli IAS/IFRS. Per alcuni rilievi critici sullo studio di Christensen, Hail e Leuz si vedano M. E. BARTH, D. ISRAELI, *Disentangling Mandatory IFRS Reporting and Changes in Enforcement*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 178 ss.; ma v. le replica degli autori contenuta in H. B. CHRISTENSEN, L. HAIL, C. LEUZ, *Proper Inferences or a Market for Excuses? The Capital-Market Effects of Mandatory IFRS Adoption*, <http://ssrn.com/abstract=2319475>, 2013. Sul punto, più in generale, R. W. HOLTHAUSEN, *Accounting Standards, Financial Reporting Outcomes, and Enforcement*, in *Journal of Accounting Research*, 2009, 457, secondo il quale non è agevole “isolare”, mediante analisi empiriche, gli effetti sulla qualità dell'informazione contabile derivanti dall'*enforcement* da quelli imputabili ad altre variabili, quali, ad esempio, il contesto istituzionale generale o il sistema sanzionatorio.

tale ragione) più problematico è certamente rappresentato dalla c.d. procedimento di non conformità attivabile dalla Consob ai sensi dell'art. 154-ter, comma 7, t.u.f.. Su questi aspetti sembra pertanto opportuno concentrare l'attenzione nel prosieguo.

2. La necessità di una regolazione del procedimento di *pre-clearance* da parte delle Autorità di vigilanza nazionali.

Muovendo dal primo dei due profili poc'anzi segnalati, è necessario, in primo luogo, precisare che la c.d. *pre-clearance* costituisce strumento di prevenzione degli errori nella redazione dell'informazione contabile utilizzato dagli *enforcer* di numerosi Stati membri¹⁶ (oltre che negli Stati Uniti¹⁷), in forza del quale è prevista la possibilità per le società di richiedere all'*enforcer*, prima della pubblicazione dei conti annuali o infrannuali, un'opinione o un parere su un determinato trattamento contabile che gli amministratori intendono adottare. Si tratta, dunque, nella sostanza, di una sorta di autorizzazione preventiva all'applicazione del trattamento contabile proposto dalla società e implica (in modo più o meno esplicito¹⁸) che l'*enforcer* non formulerà rilievi

¹⁶ La possibilità di sottoporre richieste di *pre-clearance* al soggetto competente a svolgere la vigilanza sull'informazione contabile è espressamente prevista in Francia Spagna e (a partire dal 2009) in Germania, dove il DPR ha reso nota una specifica procedura per l'invio delle richieste da parte degli emittenti. Al contrario forme di *pre-clearance* sono escluse nel Regno Unito, come chiarito dalle *Operating procedures for reviewing corporate reporting* del *Conduct Committee*, le quali prevedono (par. 49) che «The Conduct Committee does not operate a system of advance clearance and is unable to give advice to an entity or its auditors as to whether, in its opinion, a particular accounting treatment would or would not meet the requirements of the law or listing rules». Non altrettanto chiara è la situazione in Italia, in quanto, da un lato, la Consob non ha preso ufficialmente posizione in materia, dall'altro, è ampiamente nota alla prassi la possibilità di «discutere» con l'Autorità di vigilanza, prima della pubblicazione del bilancio d'esercizio, il trattamento contabile di poste contabili e operazioni particolarmente complesse o problematiche (sulla prassi della Consob in materia si veda più ampiamente *infra*). Sull'utilizzo della *pre-clearance* nei diversi Stati membri W. SCHÖN, *Pre-clearance in the European accounting law – the right step?*, in M. TISON, H. DE WULF, C. VAN DER ELST, R. STEENNOT (Ed.), *Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in Honour of Eddy Wymeersch*, Cambridge, CUP, 2009, 234 s.; A. BERGER, (nt. 10), 610; ID., *Pre-Clearance leistet einen Beitrag zur Stärkung des Vertrauens in einen funktionierenden Kapitalmarkt*, in *DB*, 2008, 1843 ss.; meno recentemente (e con informazioni in parte non più aggiornate) P. BROWN, A. TARCA, *A commentary on issues relating to the enforcement of International Financial Reporting Standards in the EU*, in *European Accounting Review*, 2005, 190 ss.

¹⁷ Negli Stati Uniti è consentito alle società quotate e ai loro revisori consultare l'*Office of the Chief Accountant* della SEC in merito a problematiche contabili particolarmente complesse o a profili per i quali «no clear authoritative guidance exists». Per una descrizione della procedura di *pre-clearance* seguita dall'*Office of the Chief Accountant* si vedano le *Guidance for Consulting with the Office of the Chief Accountant* (da dove il virgolettato).

¹⁸ La procedura di *pre-clearance* adottata e resa pubblica dal DPR prevede che l'opinione rilasciata a fronte di una specifica richiesta non vincola l'azione del DPR in occasione di eventuali controlli riguardanti le relazioni finanziarie degli anni successivi della stessa società, lasciando così intendere che

riguardo a tale profilo, in occasione di eventuali accertamenti aventi ad oggetto il bilancio della società¹⁹.

Ancorché la *pre-clearance* contribuisca a rafforzare il carattere preventivo dell'*enforcement*²⁰ e sia per tale ragione espressamente consentita dalle *ESMA Guidelines on enforcement of financial information* (par. 43 ss.), significativi dubbi sono stati sollevati dalla dottrina circa l'opportunità di tale prassi, notando che questo strumento di *enforcement* non si adatta al quadro normativo europeo in materia di informazione contabile delle società quotate.

Anzitutto, si obietta che l'attività di *pre-clearance* del soggetto incaricato della funzione di vigilanza sull'informazione contabile può risolversi in una interpretazione dei principi IAS/IFRS e violare così la ripartizione di competenze in materia, secondo la quale l'unico soggetto autorizzato a emanare interpretazioni degli IAS/IFRS è l'*International Financial Interpretation Committee (IFRIC)*²¹.

il DPR non muoverà contestazioni sul bilancio di prossima pubblicazione in relazione al profilo cui si riferisce la *pre-clearance*. L'impegno dell'*enforcer* a non contestare il trattamento contabile preventivamente sottoposto al suo esame risulta con maggiore chiarezza nella prassi adottata dalla SEC, secondo cui un dipendente della stessa può rilasciare una c.d. *no action letter* la quale – assumendo così un'efficacia di fatto vincolante – prevede, da un lato, che l'adozione del trattamento contabile suggerito dalla SEC è facoltativa, dall'altro, che la mancata applicazione del medesimo può comportare l'avvio di una verifica da parte dell'Autorità di vigilanza. Cfr. W. SCHÖN, (nt. 16), 233.

¹⁹ La richiesta di *pre-clearance* non preclude, infatti, la possibilità che l'Autorità di vigilanza possa condurre accertamenti (ad, esempio, perché la società è tra quelle selezionate secondo criteri campionari o *risk-based*) sul medesimo bilancio cui si riferisce la richiesta presentata dalla società.

²⁰ B. PAAL, § 342c, in *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, Bd. 4, Beck – Vahlen, München, 2013, 2463 ss.; A. BERGER, (nt. 16), 2008, 1843.

²¹ Preoccupazioni in questo senso sono emerse anche durante la pubblica consultazione che ha preceduto l'emanazione da parte dell'ESMA delle *Guidelines on enforcement of financial information*: alcuni partecipanti, infatti, hanno affermato l'opportunità che la *pre-clearance* venga limitata alle sole informazioni contabili contenute nei prospetti informativi e sia, invece, esclusa per i conti annuali e infrannuali, in modo che «the enforcer does not become too actively involved in the preparation of financial statements». Altri partecipanti hanno osservato altresì che l'*enforcer* deve rifiutarsi di soddisfare eventuali richieste di *pre-clearance* quando ritiene che la questione sottoposta alla sua attenzione sia di competenza dello *standard setter*, ossia lo IASB (e l'IFRIC per le materie di sua competenza). L'ESMA, nell'ambito della stessa consultazione, a fronte di tali perplessità, ha però chiarito che «in their decisions, enforcers only examine the compliance of the financial information with the relevant financial reporting framework and do not provide generally applicable interpretations of IFRS, as this remains the role of International Financial Reporting Standards Interpretation Committee (IFRS IC)». L'argomentazione indicata nel testo è ampiamente sviluppata da W. SCHÖN, (nt. 16), 235, anche sulla scorta della comparazione del quadro normativo europeo con quello statunitense. Nell'ambito di quest'ultimo la SEC ha un'ampia competenza in materia contabile, in quanto essa non soltanto svolge funzione di vigilanza ma, in base al *Securities Exchange Act* del 1934, ha anche il compito di *standard setter* che è stato dalla stessa delegato al *Financial Accounting Standard Board (FASB)*: ne risulta pertanto che la procedura di *pre-clearance* della SEC costituisce una «natural consequence» del ruolo «omnicomprensivo» da essa svolto in relazione all'informazione contabile delle società quotate (v. W. SCHÖN, (nt. 16), 238, da dove il virgolettato). Al contrario, la *pre-clearance* può porsi in contrasto con la

La *pre-clearance* è considerata, inoltre, non compatibile con il vigente assetto dei ruoli e delle responsabilità dei soggetti coinvolti nella procedura di formazione del bilancio. Fermo restando che, anche in presenza di un parere favorevole dell'*enforcer*, gli amministratori sono pienamente responsabili del contenuto del bilancio e che l'organo di controllo e il revisore (secondo i rispettivi ruoli) sono comunque tenuti a esprimere il loro giudizio sui conti annuali, si obietta che la preventiva approvazione di un determinato trattamento contabile da parte dell'*enforcer* incide, di fatto, sulla posizione degli amministratori, i quali, pur non essendo vincolati a tale condotta, difficilmente si distaccano dal trattamento contabile "approvato" dall'*enforcer*, l'applicazione del quale dovrebbe ragionevolmente porre il bilancio al riparo da eventuali "contestazioni". Si teme, inoltre, che la *pre-clearance* possa alterare il rapporto e la dialettica tra l'organo amministrativo e la società di revisione (e l'organo di controllo), in quanto è evidente che quest'ultima difficilmente potrà contraddire la soluzione indicata dall'*enforcer* a fronte della richiesta di *pre-clearance* avanzata dalla società²².

I fondati timori posti in luce dalle argomentazioni testé esposte sembra, tuttavia, abbiano trovato soddisfacente risposta nelle *Guidelines on enforcement of financial information* dell'ESMA, che dettano alcune regole in materia di *pre-clearance*, volte a evitarne potenziali effetti distorsivi.

L'ESMA ha chiarito – superando così le principali perplessità della dottrina e della prassi – che la procedura di *pre-clearance* deve essere formalizzata e che la decisione dell'Autorità, seppur resa prima della pubblicazione del bilancio, deve conservare il carattere di una valutazione *ex post*, al pari di qualsiasi altro accertamento condotto nell'esercizio dell'attività di *enforcement*²³.

separazione di poteri che caratterizza il sistema europeo, nel quale gli *enforcer* non sono parte del procedimento di elaborazione dei principi IAS/IFRS (se non attraverso la partecipazione alle pubbliche consultazioni avviate dallo IASB prima dell'emanazione dei medesimi). Secondo la dottrina da ultimo richiamata, l'essenziale differenza tra l'ordinamento europeo e quello statunitense è da ravvisare perciò nel fatto che in quest'ultimo la *pre-clearance* della SEC può essere considerata un'interpretazione "autentica" dei principi contabili (provenendo dallo stesso soggetto cui è attribuito, in prima istanza, il ruolo di *standard setter*), mentre nel contesto europeo – come evidenziato nel testo – la *pre-clearance* degli *enforcer* nazionali non può assumere tale valenza ed è suscettibile di porsi in contrasto con l'esclusiva competenza dell'IFRIC all'interpretazione dei principi IAS/IFRS.

²² È significativo a riguardo che alcuni partecipanti alla pubblica consultazione che ha preceduto l'emanazione delle *Guidelines on enforcement of financial information* abbiano espresso il timore che la *pre-clearance* possa precludere «an appropriate discussion between issuers and auditors as part of the preparation and audit of the financial statements». Per una diversa ricostruzione, che non attribuisce decisivo rilievo agli argomenti svolti nel testo, si veda però A. BERGER, (nt. 16), 1844 ss.

²³ V. il par. 44 delle *Guidelines on enforcement of financial information*, dove si precisa che «enforcement of financial information normally takes published financial information as its starting point. Hence, by nature, it is an ex-post activity which is carried out according to the examination procedures indicated in these guidelines and applied to the financial information selected based on the criteria set out in the selection methods indicated in these guidelines». Le indicazioni contenute nelle linee guida dell'ESMA

A tal fine si prevede²⁴ che la *pre-clearance* può essere concessa dall'*enforcer* soltanto dopo che la società e il revisore abbiano espresso la propria posizione sul trattamento contabile sottoposto al vaglio dell'autorità di vigilanza, sì da prevenire il rischio che gli amministratori possano utilizzare strumentalmente la *pre-clearance* per "difendere" una determinata scelta da eventuali rilievi da parte del revisore e che l'intervento dell'*enforcer* possa incidere sulla dialettica tra quest'ultimo e gli amministratori.

Per evitare che la *pre-clearance* possa assumere portata generale in merito alla problematica contabile cui essa si riferisce e possa così costituire un'interpretazione dei principi IAS/IFRS da parte dell'Autorità di vigilanza, in violazione della separazione di ruoli che assegna competenza esclusiva in materia all'IFRIC, l'ESMA richiede che nella richiesta di *pre-clearance* siano illustrati dettagliatamente tutti gli specifici fatti e circostanze che caratterizzano la fattispecie sottoposta all'attenzione dell'*enforcer*, sicché la valenza del "parere" rilasciato all'esito della procedura deve considerarsi limitata esclusivamente allo specifico caso²⁵.

Riguardo a quest'ultimo profilo i principi dettati dall'ESMA non paiono però pienamente esaustivi e risultano perciò particolarmente opportune le previsioni (aggiuntive) in merito contenute nella procedura di *pre-clearance* adottata dal DPR nel 2009, la quale – allo scopo di evitare che i pareri resi possano assumere portata generale – prevede che la richiesta e gli esiti della stessa devono restare riservati, essendo consentito al DPR soltanto di inviare (senza indicazione delle società coinvolte) i quesiti ritenuti maggiormente problematici o di interesse generale all'*European Enforcement Coordination Sessions* per la loro discussione con i rappresentanti degli *enforcer* degli altri Stati membri. Ancor più rilevante al fine di escludere che il parere o l'opinione rilasciati dal DPR possano assumere portata interpretativa generale degli IAS/IFRS, è l'ulteriore previsione contenuta nella procedura adottata dal DPR secondo cui la *pre-clearance* non vincola il DPR in occasione di successive verifiche, fermo restando che – come previsto dalle *guidelines* dell'ESMA²⁶ – l'*enforcer* non può modificare la sua opinione dopo la pubblicazione del

consentano di superare anche eventuali perplessità circa il fatto che la *pre-clearance*, in alcuni Stati membri, è concessa dal medesimo ufficio cui è affidata l'attività di vigilanza, in quanto in ogni caso l'*enforcer* è chiamato ad effettuare un giudizio *ex post* coerentemente con la previsione delle *Guidelines* appena richiamata. Negli Stati Uniti, dove non è altrettanto chiaramente stabilita la natura *ex post* della *pre-clearance*, la relativa competenza è attribuita all'*Office of the Chief Accountant* della SEC e non alla *Division of Enforcement* della stessa SEC, proprio al fine di evitare un'inopportuna sovrapposizione di funzioni in capo a quest'ultima (v. J. C. COFFEE Jr., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, in 156 *U. Pa. L. Rev.*, 2007, 309 s. e, in particolare, la nota 228).

²⁴ V. par. 45 delle *Guidelines on enforcement of financial information*,

²⁵ È significativo notare che il DPR, al fine di evidenziare quanto affermato nel testo non utilizza il termine *pre-clearance* bensì *Fallbezogene Voranfragen* (in inglese: *Case-related ex-ante query*).

²⁶ V. par. 46 delle *Guidelines on enforcement of financial information* dell'ESMA.

bilancio cui si riferisce la *pre-clearance*, a meno che nel frattempo non siano mutate le condizioni sulla base delle quali essa era stata formulata.

3. (Segue). *I limiti della prassi attualmente seguita dalla Consob.*

Alla luce delle considerazioni svolte nel precedente paragrafo e, soprattutto, di quanto previsto dalle linee guida dell'ESMA, è possibile svolgere alcune considerazioni sulla prassi seguita in materia dalla Consob.

Anzitutto, è da notare che presenta analogie con la *pre-clearance* (pur non potendo considerarsi del tutto equivalente) la possibilità concessa agli emittenti di sottoporre quesiti in materia contabile alla Consob, in merito a problematiche particolarmente complesse o innovative ovvero a profili non compiutamente o chiaramente disciplinati. Benché, infatti, la risposta ai quesiti non implichi di per sé l'impegno dell'*enforcer* a non contestare il trattamento contabile "approvato" mediante la risposta fornita, il recepimento da parte della società della soluzione suggerita dalla Consob esclude, di regola, che questa successivamente contesterà il bilancio della società in relazione al profilo oggetto del quesito²⁷, assumendo perciò la risposta a quest'ultimo una valenza di fatto coincidente con quella della *pre-clearance*.

Nonostante ciò, la compatibilità della prassi della sottoposizione dei quesiti alla Consob con il quadro normativo europeo in materia contabile appare dubbia soprattutto nella misura in cui essa può implicare un'attività interpretativa dei principi IAS/IFRS da parte dell'Autorità di vigilanza e condurre ad una sovrapposizione di ruoli con l'IFRIC (che costituisce l'unico organismo titolato ad elaborare interpretazioni dei principi IAS/IFRS). Tale rischio è reso peraltro più concreto dalla scelta della Consob di rendere pubbliche (mediante la pubblicazione sul proprio sito internet) le risposte ai quesiti.

In questo modo le prese di posizione dell'Autorità di vigilanza assumono portata generale essendo rese note a tutti gli emittenti e possono perciò essere annoverate tra le "fonti" del diritto contabile²⁸, in contrasto con la rigida ripartizione di ruoli tra lo *standard setter* (IASB e IFRIC) e gli *enforcer* nazionali delineatasi a seguito dell'introduzione degli IAS/IFRS. Proprio a tale ordine di ragioni, del resto, sembra debba essere ricondotta la progressiva "rarefazione" dei quesiti sottoposti alla Consob, contandosi, negli ultimi quattro anni, appena quattro casi, tutti concernenti profili non regolati dai principi contabili IAS/IFRS.

A fronte della significativa restrizione della possibilità per gli emittenti di sottoporre quesiti alla Consob in materia contabile, sono – a quanto consta – diffusi

²⁷ Fermo restando che i pareri resi dalla Consob non hanno alcuna efficacia vincolante: v. P. SFAMENI, *Le fonti della disciplina del bilancio delle società*, in *La disciplina giuridica del bilancio d'esercizio*, a cura di L. A. BIANCHI, Milano, Ilsole24ore, 2001, 32.

²⁸ Cfr., ad esempio, P. SFAMENI, (nt. 27), 29 ss.

colloqui informali tra le società e l'Autorità di vigilanza volti a ottenere, prima della pubblicazione del bilancio, un parere (che spesso, nella sostanza, assume il valore di una vera e propria "approvazione") circa la correttezza di una determinata scelta contabile.

Ancorché questa prassi possa condurre, di fatto, a esiti coincidenti con quelli della *pre-clearance* e possa essere (a quanto consta, anche ad avviso della stessa Consob) a questa assimilata, profonde sono le differenze tra i due approcci e rilevanti sono gli inconvenienti ai quali il *modus operandi* seguito dalla Consob può dare luogo, presentando esso evidenti limiti – soprattutto se posto a confronto con le esperienze di altri Stati membri – nonché sensibili difformità dalle indicazioni contenute nelle *Guidelines on enforcement of financial information* dell'ESMA.

In primo luogo, la Consob non ha formalizzato una procedura di *pre-clearance* e non risulta pertanto stabilito con sufficiente chiarezza che il parere dell'Autorità di vigilanza, seppur reso prima della pubblicazione del bilancio, resta pur sempre un giudizio *ex post*, esprimibile soltanto dopo che gli amministratori e i revisori abbiano reso note le loro rispettive posizioni in merito al profilo oggetto della *pre-clearance*. Una chiara affermazione di tale principio risulta essenziale per assicurare che l'Autorità di vigilanza, anche là dove esprima il proprio parere in via anticipata rispetto alla pubblicazione dell'informazione contabile, svolga esclusivamente una funzione di controllo e non sia coinvolta in alcun modo nel procedimento di formazione delle relazioni finanziarie annuali e infrannuali, risultando altrimenti compromessa la terzietà che deve caratterizzare l'azione di vigilanza della Consob.

L'attuale condizione di opacità regolatoria in cui si svolgono i dialoghi in materia contabile tra gli emittenti e la Consob prima della pubblicazione dei bilanci annuali e infrannuali contribuisce, inoltre, a creare incertezza circa l'effettiva portata delle opinioni rese dalla Consob, non essendo in alcuna sede chiarito (e potendo perciò generarsi a riguardo diversità interpretative tra gli emittenti) se questa debba ritenersi limitata al profilo e allo specifico bilancio cui si richiede la *pre-clearance* ovvero possa (anche, di fatto) assumere rilievo in relazione ai bilanci successivi o a problematiche analoghe, nonché, soprattutto, se la Consob possa (o debba) formalmente esprimere un parere o assumere una decisione all'esito dei colloqui e se l'eventuale presa di posizione della Consob abbia o meno valenza analoga a quella di un'opinione resa nell'ambito di una procedura di *pre-clearance*²⁹.

²⁹ Questo aspetto assume grande importanza anche alla luce delle indicazioni contenute nelle linee guida approvate dall'ESMA, in base alle quali può parlarsi di *pre-clearance* soltanto qualora vi sia una decisione (o la formulazione di un parere) dell'*enforcer* in risposta al quesito sottoposto dall'emittente. In ragione di ciò, le stesse linee guida dell'ESMA prevedono che le formalità dettate in materia di *pre-clearance* non trovano applicazione ai dialoghi su materie contabili tra le società (e i loro revisori) e l'*enforcer* che non abbiano come esito una decisione di quest'ultimo. L'applicazione di tale principio appare, tuttavia, particolarmente problematica giacché non è agevole definire sul piano sostanziale il confine tra la *pre-clearance* e un colloquio che non implica una presa di posizione dell'*enforcer*, in quanto dal colloquio potrebbe comunque emergere chiaramente l'opinione di quest'ultimo e una implicita

Al fine di mitigare gli inconvenienti testé indicati, è da ritenere pertanto necessaria – sul modello di quanto avviene, ad esempio, negli Stati Uniti e in Germania³⁰ – l'adozione da parte della Consob di formali indicazioni (da rendere note attraverso il proprio sito internet) in materia di *pre-clearance* sì da eliminare i profili di ambiguità poc'anzi indicati e regolare le modalità mediante le quali possono essere sottoposte le richieste all'Autorità di vigilanza.

Ciò contribuirebbe a fornire maggiore certezza agli emittenti circa la portata e i limiti della *pre-clearance* e a garantire una più netta separazione di ruoli. Una formale regolazione della *pre-clearance* potrebbe, peraltro, risultare opportuna anche nella prospettiva dell'Autorità di vigilanza, in specie al fine di escludere che essa possa incorrere in responsabilità a causa dei pareri resi, sembrando a tal fine opportuna l'introduzione di una previsione analoga a quella contenuta nella procedura adottata dal DPR, ai sensi della quale la società che richiede la *pre-clearance* si impegna a tenere indenne il DPR da eventuali richieste di risarcimento da parte di terzi che possano ritenersi danneggiati a causa dal parere da esso espresso all'esito della *pre-clearance*.

4. I provvedimenti adottabili dalla Consob a fronte di relazioni finanziarie annuali e infrannuali non correttamente redatte o carenti sul piano informativo: la richiesta di informazioni aggiuntive, l'impugnazione del bilancio d'esercizio, la sanzione reputazionale ex art. 154-ter, comma 7, t.u.f.

Esaminate le problematiche poste dalla *pre-clearance*, l'attenzione deve ora essere rivolta ai provvedimenti adottabili *ex post* dagli *enforcer* in caso di accertamento di errori o carenze delle relazioni finanziarie annuali e infrannuali pubblicate dagli emittenti.

Tale profilo è disciplinato dall'art. 24 della direttiva *Transparency* ai sensi del quale alle autorità di vigilanza è attribuito il potere, tra l'altro, di *i*) esigere la trasmissione di informazioni e documenti dagli emittenti e dai loro revisori, *ii*) imporre all'emittente di rendere pubbliche le informazioni di cui al punto precedente con i mezzi ed entro i termini che l'autorità ritiene necessari³¹, *iii*) rendere pubblico il

condivisione da parte del medesimo del trattamento contabile prospettato dalla società. Al fine di evitare inopportune ambiguità, sembra che la consultazione dell'*enforcer* prima della pubblicazione del bilancio dovrebbe essere sempre considerata una richiesta di *pre-clearance* (e assoggettata alle cautele procedurali indicate nel testo), a meno che si tratti di questioni di carattere "generale" (e non di problemi specifici riguardanti la società), come ad esempio il trattamento di un profilo che esula dagli IAS/IFRS (si pensi agli adempimenti degli organi sociali funzionali all'attuazione dell'*impairment test*), in relazione alle quali l'Autorità di vigilanza può dettare linee applicative dirette a tutti gli emittenti e non (come in caso di *pre-clearance*) pareri o autorizzazioni rivolte soltanto alla società richiedente.

³⁰ Si vedano la *Guidance for Consulting with the Office of the Chief Accountant* emanata dalla SEC nonché le indicazioni pubblicate dal DPR sul proprio sito internet in merito alla procedura di presentazione di *Case-related ex-ante Queries*.

³¹ Fermo restando che l'Autorità competente può pubblicare tali informazioni di propria iniziativa qualora gli emittenti, o le persone che li controllano o sono da essi controllate, non provvedano.

fatto che un emittente non ottempera ai suoi obblighi, *iv*) appurare che le informazioni richieste dalla direttiva siano stilate conformemente al pertinente quadro di presentazione fissato per le stesse e prendere le misure appropriate nel caso si accertino violazioni³².

Queste previsioni hanno trovato recepimento nell'ordinamento nazionale che attribuisce alla Consob un ampio ventaglio di poteri. Ai sensi dell'art. 114, comma 5, t.u.f., essa può richiedere agli emittenti (nonché agli altri soggetti ivi indicati) di rendere pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico. In base all'art. 115, comma 1, la Consob dispone altresì di incisivi poteri per assumere le informazioni considerate rilevanti, potendo *i*) richiedere agli emittenti quotati (e agli altri soggetti ivi previsti) la comunicazione di notizie e documenti; *ii*) 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; *iii*) eseguire ispezioni al fine di controllare i documenti aziendali e di acquisirne copia³³.

A fianco di tali poteri esercitabili nell'azione di vigilanza sull'informazione societaria in generale, con specifico riferimento all'informazione contabile alla Consob sono attribuiti due ulteriori poteri di carattere reattivo: ai sensi dell'art. 154-*ter*, comma 7, t.u.f.³⁴ l'Autorità di vigilanza, là dove accerti la non conformità delle relazioni finanziarie annuali e infrannuali alle norme che ne disciplinano la redazione, può chiedere all'emittente di rendere pubblica tale circostanza e di provvedere alla pubblicazione delle informazioni supplementari necessarie a ripristinare la correttezza dell'informazione offerta al mercato. Lo stesso art. 154-*ter*, comma 7, t.u.f. fa salvo il potere della Consob – previsto dall'art. 157, comma 2, t.u.f. – di impugnare il bilancio d'esercizio e di richiedere al giudice l'accertamento di conformità del bilancio consolidato alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione³⁵. Ai sensi dell'art.

³² Il medesimo art. 24, prendendo così atto delle diversità esistenti sul punto tra le legislazioni degli Stati membri, stabilisce inoltre che le autorità competenti possono esercitare i loro poteri sanzionatori direttamente, in collaborazione con altre autorità, sotto la propria responsabilità mediante delega a tali autorità, ovvero rivolgendosi alle competenti autorità giudiziarie.

³³ Ulteriori ampi poteri sono altresì concessi alla Consob ai sensi dell'art. 187-*octies* t.u.f. ai fini dell'accertamento di eventuali violazioni della disciplina in materia di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato. Per l'analisi di questa norma si rinvia a F. BRUNO, *Commento all'art. 187-octies l.u.f.*, in *Commentario Vella*, 2, Torino, Giappichelli, 2012, 1829 ss.

³⁴ Introdotto dall'art. 1 del d.lgs. n. 195/2007.

³⁵ È opportuno precisare che l'ambito di applicazione delle disposizioni degli artt. 154-*ter*, comma 7, e 157, comma 2, t.u.f. non è coincidente: mentre quest'ultima trova applicazione in relazione esclusivamente al bilancio d'esercizio e al bilancio consolidato, l'azione di non conformità *ex* art. 154-*ter*, comma 7, t.u.f. riguarda tutti i documenti contabili obbligatori pubblicati dall'emittente e, dunque, anche le relazioni finanziarie infrannuali. In relazione a queste ultime la previsione da ultimo richiamata assume particolare rilievo in quanto colma un "vuoto" preesistente, giacché prima

193 t.u.f., infine, nei confronti delle società che non comunicano alla Consob le informazioni richieste o non procedono ad effettuare le comunicazioni suddette è applicabile una sanzione amministrativa pecuniaria di importo variabile da cinquemila a cinquecentomila euro³⁶.

La diversa natura degli strumenti a disposizione della Consob e soprattutto la difformità dei relativi effetti, fanno sì che – pur in assenza di una espressa prescrizione normativa in tal senso – l’impiego dei poteri a essa attribuiti deve essere calibrato dall’Autorità di vigilanza sulla base della tipologia e della “gravità” delle violazioni riscontrate. Dall’osservazione della prassi nonché dalle evidenze numeriche raccolte dalla stessa Consob e pubblicate nella Relazione annuale, risulta evidente che le azioni di cui agli artt. 154-ter, comma 7, e 157, comma 2, t.u.f. sono avviate in un numero ridotto di casi a fronte di irregolarità ritenute particolarmente gravi e perciò suscettibili di compromettere in modo rilevante l’attendibilità dell’informazione contabile diffusa dall’emittente³⁷. Più frequente³⁸ è, invece, la richiesta agli emittenti, ai sensi dell’art. 114, comma 5, t.u.f., di integrazione delle informazioni fornite nelle relazioni finanziarie, là dove si accerti una carenza informativa (non irrilevante) delle medesime³⁹, pur in assenza di violazioni delle norme che ne disciplinano la redazione⁴⁰.

dell’introduzione dell’art. 154-ter, comma 7, t.u.f. non era prevista una specifica azione esercitabile a fronte di irregolarità concernenti le relazioni trimestrali e semestrali. Considerazioni di analogo tenore sono state svolte dalla dottrina tedesca la quale ha osservato che l’*enforcement* della disciplina dell’informazione contabile previsto dai §§ 37n-u, WpHG è particolarmente rilevante per il bilancio consolidato, poiché gli errori ad esso relativi erano in precedenza «praktisch sanktionslos» (non essendovi nell’ordinamento tedesco una norma corrispondente a quella del secondo comma dell’art. 157 t.u.f. che consente di richiedere al giudice accertare la conformità del bilancio consolidato alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione). Cfr. J. HENNRICH, §§ 37n-u, in E. SCHWARK – D. ZIMMER (Hrsg.), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, München, Beck, 2010, 1949, da dove il virgolettato.

³⁶ V. A. GIALLONGO, *Commento all’art. 193 t.u.f.*, in, *Il testo unico della finanza*, a cura di M. FRATINI, G. GASPARRI, 3, Assago, Utet, 2012, 2625 ss.

³⁷ F. PERNAZZA, *Società quotate e autorità di vigilanza: poteri conformativi e poteri sanzionatori a confronto*, in *Riv. soc.*, 2008, 1492 ss., secondo il quale il potere di impugnativa è utilizzato dalla Consob soltanto nei casi in cui il mancato rispetto della disciplina in materia di bilancio abbia avuto un riflesso sul mercato. Lo stesso Autore osserva altresì, correttamente, che l’Autorità di vigilanza attribuisce, in concreto, al potere di impugnazione valenza sanzionatoria, ricorrendo ad esso a fronte della mancata collaborazione degli emittenti e della spontanea attivazione degli stessi per l’eliminazione delle “mancanze” dell’informazione contabile accertate dalla Consob, assumendo così il potere di impugnativa una funzione principalmente di deterrenza.

³⁸ Negli anni 2011, 2012, 2013, 2014 le richieste di integrazione dei documenti contabili sono state, rispettivamente, 14, 20, 15, 24. Negli stessi anni la Consob ha esercitato il potere di impugnazione ex art. 157, comma 2, t.u.f. soltanto in tre occasioni, mentre 10 nel 2012, 5 nel 2013, 5 nel 2014 sono stati i procedimenti di non conformità avviati ai sensi dell’art. 154-ter, comma 7, t.u.f.

³⁹ La Consob in alcune occasioni ha richiesto la diffusione di informazioni aggiuntive e, se necessario, di dati pro-forma in presenza di lacune o incertezze interpretative degli IAS/IFRS, a causa delle quali sono configurabili diversi trattamenti contabili suscettibili di condurre a rappresentazioni

Ricostruito, in sintesi, il quadro dei rimedi attivabili dalla Consob a fronte di irregolarità dell'informazione contabile pubblicata dagli emittenti, sembra opportuno – come anticipato – nel prosieguo prendere in esame il c.d. procedimento di non conformità di cui all'art. 154-ter, comma 7, t.u.f., la quale assume particolare rilievo sul piano applicativo (avendo ormai di fatto soppiantato, per quanto concerne il bilancio d'esercizio, il ricorso al potere di impugnazione *ex art.* 157, comma 2, t.u.f.) e presenta non trascurabili problematiche di ordine interpretativo, che ne rendono alquanto difficoltoso il corretto inquadramento tra gli strumenti di *enforcement* a disposizione della Consob.

Per ovviare a tali difficoltà interpretative e indirizzare, da subito, l'indagine verso gli esiti che paiono preferibili (in quanto conformi sia alle indicazioni dell'ESMA sia a quelle desumibili da altri ordinamenti europei), è necessario chiarire, in via preliminare, che la “particolarità” del provvedimento di cui all'art. 154-ter, comma 7, t.u.f. è da rinvenire nel fatto che esso è diretto a ripristinare prontamente (in tempi più rapidi rispetto all'impugnazione del bilancio⁴¹) la correttezza dell'informazione contabile diffusa al mercato e, al contempo, ha natura di sanzione reputazionale (e ne costituisce forse il più significativo esempio nell'ambito del diritto societario italiano⁴²), basando la sua valenza deterrente sugli effetti negativi – di tipo

significativamente difformi. In simili circostanze la richiesta della Consob non è determinata dall'erroneità o dall'incompletezza dei bilanci pubblicati dall'emittente bensì dalla necessità di rendere noti al mercato gli effetti che avrebbe prodotto l'impiego del trattamento contabile alternativo applicabile in luogo di quello prescelto dalla società. La Consob tende ad intervenire in simili ipotesi soprattutto quando la scelta compiuta dalla società consente di esporre risultati economici e dati patrimoniali più favorevoli di quelli che sarebbero stati determinati in base al criterio alternativo di valutazione e rappresentazione.

⁴⁰ Come precisato più ampiamente nel successivo par. 8, la condotta della Consob e, in particolare, la tendenza a prediligere la richiesta di integrazione dell'informazione contabile trova ora riscontro nelle indicazioni dell'ESMA (v. il par. 61, lett. a) delle *Guidelines on enforcement of financial information*) secondo le quali i provvedimenti adottati dall'*enforcer* devono essere «timely and proportionate» e «taken depending on the level of departure» e l'adozione di ulteriori misure non è necessaria là dove l'*enforcer* ritenga che la pubblicazione di informazioni integrative consenta di fornire agli utilizzatori del bilancio un'adeguata base informativa per l'assunzione delle loro scelte di investimento.

⁴¹ Avendo usualmente, come noto, il giudizio di impugnazione tempi molto lunghi e non consentendo perciò di ripristinare la correttezza dell'informazione contabile in modo tempestivo, come richiesto dalle esigenze del mercato.

⁴² Di carattere principalmente reputazionale devono considerarsi anche gli effetti dell'azione dell'accertamento di non conformità del bilancio consolidato prevista dall'art. 157, comma 1, t.u.f., ai sensi del quale tanti soci che rappresentano almeno il 5% del capitale sociale (ovvero il singolo socio qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo o affermato l'impossibilità di esprimere un giudizio) o la Consob possono richiedere al tribunale di accertare la conformità del bilancio consolidato alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione. L'eventuale accertamento di non conformità non comporta per gli amministratori l'obbligo di redazione di un nuovo bilancio consolidato “corretto”, sembrando perciò che tale rimedio possa assumere rilievo soltanto sul piano reputazionale nel presupposto che «il solo pericolo della diffusione della notizia della domanda, e del

non soltanto strettamente reputazionale ma anche economico – che il c.d. *name and shame mechanism* può produrre⁴³.

L'efficacia di un siffatto meccanismo sanzionatorio presuppone che la diffusione della notizia dell'errore o della carenza riscontrati dall'*enforcer* nell'informazione contabile della società determini una reazione negativa degli investitori che, di conseguenza, penalizzano il titolo determinando una flessione delle quotazioni⁴⁴. L'effetto deterrente della sanzione reputazionale può inoltre essere reso più incisivo dal fatto che la discesa dei corsi azionari può determinare conseguenze negative direttamente a carico degli amministratori, i quali – secondo quanto osservato per lo più nel contesto statunitense⁴⁵ – possono registrare una diminuzione di valore delle azioni o delle *stock option* in loro possesso ovvero essere addirittura rimossi dalla carica là dove subiscano un grave danno alla loro reputazione (là dove l'errore sia conseguenza di una loro condotta fraudolenta o di grave negligenza) ovvero i soci ritengano comunque opportuno nominare nuovi amministratori per

suo ipotetico accoglimento, svolgano funzione di remora ai comportamenti scorretti degli autori del consolidato», anche in ragione del fatto che l'accertamento di vizi e carenze del bilancio consolidato potrebbe fondare, ove ne ricorrano i presupposti, una contestuale richiesta di danni verso gli amministratori da parte dei soci o dei terzi che si ritengano danneggiati. Così G. E. COLOMBO, *Commento sub art. 157 t.u.f.*, in *Commentario Campobasso*, 2, Torino, Utet, 2002, 1310, da dove il virgolettato.

⁴³ J. M. HITZ, J. ERNSTBERGER, M. STICH, *Enforcement of Accounting Standards in Europe: Capital-Market-Based Evidence for the Two-Tier Mechanism in Germany*, in *European Accounting Review*, 2012, 254, 260 s.; altresì H.J. BÖCKING, M. GROS, D. WORRET, *Enforcement of Accounting Standards – How Effective is the German Two-Tier System in Detecting Earnings Management?*, <http://ssrn.com/abstract=1755122>, 2014, 12; J. ARMOUR, C. MAYER, A. POLO, *Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets*, <http://ssrn.com/abstract=1678028>, 2011, *passim*.

⁴⁴ Molto chiaramente sul punto J. M. HITZ, J. ERNSTBERGER, M. STICH, (nt. 43), 260 s., secondo i quali «negative investor reactions consistent with valuation discounts represent one key prerequisite for this deterrent mechanism». Sul punto si vedano altresì J. ARMOUR, C. MAYER, A. POLO (nt. 43), 6 ss.

⁴⁵ Per un'esauritiva sintesi degli studi in materia si rinvia a J. M. HITZ, J. ERNSTBERGER, M. STICH, (nt. 43), 259 s., i quali chiariscono che non numerose sono le indagini circa gli effetti sui corsi azionari dei provvedimenti degli *enforcer* mentre più ampia è la letteratura in merito all'incidenza sulle quotazioni della correzione (c.d. *restatement*) dei conti annuali, effettuata sia volontariamente sia in conseguenza di rilievi del revisore o dell'*enforcer*. Tra molti, si vedano per alcune evidenze empiriche di particolare interesse Z.V. PALMROSE, V. J. RICHARDSON, S. SCHOLZ, *Determinants of market reactions to restatement Announcements*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2004, 59 ss., i quali (analizzando un campione di circa 400 casi) hanno accertato che il *restatement* determina una significativa flessione delle quotazioni; H. DESAI, C. E. HOGAN, M. S. WILKINS, *The Reputational Penalty for Aggressive Accounting: Earnings Restatements and Management Turnover*, in *The Accounting Review*, 2006, 83 ss., i quali hanno osservato che la pubblicazione della notizia dell'accertamento di errori nell'informazione contabile da parte della SEC determina un significativo danno reputazionale a carico degli amministratori, dimostrato da una più elevata percentuale di *turnover* (circa doppia rispetto al normale) e dal maggior tempo necessario agli amministratori per tale ragione sostituiti per trovare un nuovo impiego. Per una completa ricognizione degli studi concernenti gli effetti economici del *restatement* si vedano altresì H.J. BÖCKING, M. GROS, D. WORRET, (nt. 43), 16 ss.

cercare di ristabilire la fiducia degli investitori nei conti della società e di risollevare così il corso delle quotazioni⁴⁶.

Benché simili considerazioni, elaborate principalmente nel contesto statunitense, non possano essere automaticamente trasposte in ambito nazionale ed europeo a causa delle diversità caratterizzanti tali contesti (si pensi, in particolare, al diffuso grado di concentrazione dell'azionariato⁴⁷), le sanzioni di natura reputazionale sembrano comunque avere una certa efficacia anche in Europa (ancorché più ridotta rispetto a quella registrata negli Stati Uniti). Di ciò si trae conferma dall'esperienza tedesca in relazione alla quale alcune analisi empiriche⁴⁸ hanno riscontrato che la pubblicazione su ordine dalla BaFin della notizia degli errori da essa accertati nei bilanci e nelle relazioni infrannuali ha una non trascurabile incidenza sulle quotazioni del titolo e sui volumi scambiati.

Tanto chiarito, va osservato che la riconduzione della natura e della portata sanzionatoria della misura *ex art. 154-ter*, comma 7, c.c. sul piano reputazionale trova riscontro anche in prospettiva giuridica se si considera che la norma in esame è frutto del recepimento dell'art. 24, par. 4, lett. g) della direttiva *Transparency*, ai sensi della quale l'*enforcer* ha, tra gli altri, il potere di rendere pubblico il fatto che un emittente non ottempera ai suoi obblighi. Come risulta dal complesso delle previsioni dell'art. 24, tale previsione – unitamente a quella della lett. b), in forza della quale l'*enforcer* può richiedere all'emittente la pubblicazione immediata di informazioni e documenti – è diretta a rendere tempestivamente noto al mercato il fatto che l'informazione contabile diffusa dalla società non è conforme alle norme di legge e a far sì che al mercato sia offerta in tempi rapidi un'informazione corretta, sulla base della quale gli

⁴⁶ J. M. HITZ, J. ERNSTBERGER, M. STICH, (nt. 43), 263.

⁴⁷ In presenza di un azionariato maggiormente concentrato e di un socio di controllo o di riferimento appare meno probabile che la diffusione della notizia dell'accertamento di errori nell'informazione contabile della società determini la sostituzione degli amministratori, che normalmente sono espressione del socio di controllo.

⁴⁸ Si vedano R. HECKER, A. WILD, *The Market Effects of the German Two-tier Enforcement of Financial Reporting*, Tübinger Diskussionsbeitrag Nr. 334, <https://publikationen.uni-tuebingen.de>, 2012, i quali (analizzando un campione di 113 casi, occorsi tra il 2005 e il 2010, di pubblicazione di errori o carenze accertati dal DPR o dalla BaFin) hanno riscontrato che la pubblicazione della notizia dell'errore incide in modo significativo sulle quotazioni della società; J. M. HITZ, J. ERNSTBERGER, M. STICH, (nt. 43), 254, 260 s., esaminando i casi di pubblicazione di errori su ordine della BaFin registrati tra il 2005 e il 2009, hanno osservato un significativo effetto sull'andamento delle quotazioni (anche se inferiore a quello registrato negli USA) successivamente alla diffusione della relativa notizia. La più contenuta reazione degli investitori, secondo gli autori da ultimo citati, sarebbe giustificata dal fatto che in Germania la pubblicazione della notizia dell'accertamento di errori è più frequente che negli Stati Uniti ed è maggiore la probabilità che si tratti di errori "non intenzionali" ossia non riconducibili a un intento fraudolento degli amministratori o imputabili a gravi negligenze degli stessi, essendo perciò più contenuta la sanzione reputazionale inflitta dal mercato. L'entità della flessione delle quotazioni registrata a seguito della pubblicazione da parte della società della notizia dell'errore può essere inoltre influenzata dall'eventuale anticipazione della medesima da parte della stampa o degli analisti finanziari.

investitori possano assumere le proprie decisioni di investimento, prevalendo tale interesse su quello della società a non subire le negative conseguenze derivanti dalla diffusione della notizia dell'errore⁴⁹.

Benché il potere dell'*enforcer* di rendere noto al mercato che un emittente non adempie correttamente i propri obblighi informativi e, segnatamente, che le relazioni finanziarie annuali e infrannuali pubblicate non sono conformi alle norme che ne disciplinano la redazione sia previsto dal legislatore europeo, l'armonizzazione in relazione a tale profilo non appare ancora compiuta poiché gli Stati membri hanno accolto "approcci" parzialmente difformi.

Ciò emerge con particolare evidenza dalla comparazione della legislazione nazionale con quella tedesca. Mentre il legislatore italiano sembra essersi limitato, lasciando così spazio ad ambiguità interpretative e a possibili difficoltà applicative, ad introdurre la previsione dell'art. 154-ter, comma 7, c.c. senza un adeguato coordinamento con gli altri poteri attribuiti alla Consob (in particolare, con quello di impugnazione del bilancio d'esercizio) e quest'ultima non ha preso posizione in materia, in Germania il legislatore e la BaFin hanno mostrato piena consapevolezza della natura reputazionale dell'obbligo di comunicazione al mercato della notizia della "non conformità" dell'informazione contabile alle norme che ne disciplinano la redazione ed è stato, di conseguenza, delineato (anche in forza degli orientamenti in tal senso espressi dalla giurisprudenza) un sistema normativo e regolamentare coerente con la natura di tale strumento di *enforcement* e funzionale a favorirne la valenza deterrente.

Se ne trae conferma, anzitutto, dalle previsioni dei §§ 37t e 37u WpHG in forza delle quali alla società è consentito presentare reclamo contro l'ordine di pubblicazione dell'errore dettato dalla BaFin ai sensi del § 37q WpHG sia presentando un'opposizione alla stessa BaFin (la quale è però in tal modo è chiamata a decidere sulla correttezza e fondatezza del provvedimento da essa stessa emanato) nonché avanzando ricorso davanti alla Corte di Appello di Francoforte (competente territorialmente in quanto ivi ha sede la Borsa). Nessuna delle due "opposizioni" ha però – sempre ai sensi dei §§ 37t e 37u del WpHG – di per sé effetto sospensivo dell'ordine della BaFin di dare notizia al pubblico della "erroneità" dei bilanci, giacché l'interesse del mercato a ricevere tempestiva notizia della "non conformità" dell'informazione contabile diffusa dalla società è considerato prevalente (coerentemente con le finalità della norma⁵⁰) su quello della società alla riservatezza e ad evitare le negative conseguenze reputazionali conseguenti alla pubblicazione

⁴⁹ V. sul punto il paragrafo 33 delle *Guidelines on enforcement of financial information* dell'ESMA.

⁵⁰ DELOITTE, *Enforcement der Rechnungslegung DPR-Leitfaden für Vorstände und Aufsichtsräte*, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.Deloitte.com, 2011, 41

dell'errore⁵¹. La società è pertanto tenuta – a meno che essa non presenti un ricorso d'urgenza all'autorità giudiziaria competente⁵² – a pubblicare la notizia dell'errore accertato dal DPR o dalla BaFin prima che la correttezza del loro operato e l'esistenza dell'errore o della carenza accertati siano stati confermati dall'autorità giudiziaria⁵³.

La preminenza assegnata dal legislatore all'interesse degli investitori ad essere tempestivamente informati della “non conformità” dell'informazione contabile diffusa dall'emittente risulta anche dall'interpretazione assolutamente prevalente della disposizione del § 37q, *Abs.* 2, WpHG ai sensi della quale l'Autorità di vigilanza può rinunciare ad imporre la pubblicazione della relativa notizia qualora ritenga (senza che sia presentata una richiesta in tal senso dalla società) che la *disclosure* non sia nell'interesse pubblico, come nell'ipotesi in cui i profili di non conformità accertati non siano rilevanti e perciò suscettibili di incidere sulle decisioni degli investitori⁵⁴. La BaFin e la Corte di appello di Francoforte hanno, infatti, accolto una interpretazione molto restrittiva del dettato normativo, secondo cui l'interesse pubblico alla comunicazione dell'errore non si ritiene venga meno qualora l'errore sia stato corretto in successivi bilanci (annuali o infrannuali) nel frattempo pubblicati⁵⁵.

Il riconoscimento da parte della BaFin della preminenza dell'interesse del mercato a ricevere una tempestiva informazione e della natura reputazionale del provvedimento di cui al § 37q, *Abs.* 2, WpHG traspare con chiarezza anche dall'ulteriore previsione, contenuta nella medesima norma, secondo cui la società può richiedere di non procedere alla pubblicazione della notizia dell'errore qualora essa la ritenga gravemente dannosa dei propri interessi. L'Autorità di vigilanza tedesca ha, infatti, chiarito che non possono fondare una simile richiesta i potenziali danni derivanti all'emittente dalla pubblicazione della notizia dell'errore in termini di perdita di fiducia da parte del mercato nei conti della società e di incidenza negativa sui corsi azionari, giacché tali effetti costituiscono naturale conseguenza dell'attività di

⁵¹ J. HENNRICHS, (nt. 35), 1978; DELOITTE, (nt. 50), 41, secondo cui la norma è funzionale all'interesse del mercato a ricevere un'informazione corretta nel più breve tempo possibile.

⁵² La società può avviare un procedimento d'urgenza (*Eilverfahren*) ai sensi del § 37u, *Abs.* 2, WpHG per richiedere all'autorità giudiziaria competente la sospensione degli effetti del provvedimento della BaFin. Sui presupposti che devono ricorrere per l'accoglimento della domanda presentata dalla società si veda PWC, *Gut vorbereitet mit dem Enforcement Planner*, www.pwc.de/dpr-pruefung, 2011, 62 s. nonché quanto in merito osservato nel successivo par. 8.

⁵³ V. PWC, (nt. 52), 62.

⁵⁴ Cfr. le Linee guida per gli emittenti (*Emittentenleitfaden*) pubblicate dalla BaFin, par. X.3.3.3.

⁵⁵ Nelle *Emittentenleitfaden* si osserva, infatti, che la corretta informazione al mercato richiede l'illustrazione della natura e della portata dell'errore e che la notizia dell'errore non può essere “nascosta” in un bilancio successivo; nello stesso senso le sentenze del OLG Frankfurt am Main del 14 luglio 2007 (in *AG*, 2007, 675 ss.) e del 22 gennaio 2009 (in *AG*, 2009, 328 ss.). Ma v. il successivo par. 8 per le indicazioni parzialmente difformi in merito contenute nelle linee guida dell'ESMA.

vigilanza sull'informazione contabile e non possono perciò essere considerati irragionevoli e contrari all'interesse della società⁵⁶.

Inoltre, al fine di non attenuare il carattere sanzionatorio del provvedimento e garantire la chiarezza dell'informazione offerta al mercato⁵⁷, la BaFin detta indicazioni vincolanti in merito al contenuto della comunicazione da diffondere al pubblico, la quale – in conformità al § 37q, Abs. 2, WpHG – deve limitarsi a descrivere la natura e l'incidenza dell'errore riscontrato, essendo precluso l'inserimento di ulteriori informazioni che possano ledere la chiarezza della notizia diffusa o mediante le quali la società intenda contestare l'esistenza dell'errore accertato dal DPR o dalla BaFin ovvero sminuirne la portata⁵⁸.

⁵⁶ V. le *Emittentenleitfaden* della BaFin, par. X.3.3.4.

⁵⁷ Nelle linee guida per gli emittenti la BaFin afferma espressamente che «sono da evitare tutte le formulazioni che possono limitare la valenza sanzionatoria della pubblicazione o contrastare con essa» (par. X.3.3.5).

⁵⁸ Secondo quanto previsto dal paragrafo X.3.3.5. delle *Emittentenleitfaden* nel comunicare l'errore la società non può utilizzare formulazioni quali «l'incidenza dell'errore è limitata considerato il positivo andamento dell'attività della società» né può menzionare il proprio disaccordo con il risultato dell'accertamento condotto dal DPR o della BaFin, potendo tale disaccordo emergere soltanto con la presentazione (ai sensi dei §§ 37t e 37u WpHG) del reclamo verso il provvedimento della BaFin ovvero, nella prima fase del procedimento, opponendosi ai risultati raggiunti dal DPR e richiedendo un'ulteriore verifica da parte della BaFin sull'operato del medesimo. Opposto è l'orientamento del *Conduct Committee* secondo il quale la società ha la facoltà di includere propri commenti nel comunicato stampa che deve pubblicare qualora essa abbia apportato modifiche rilevanti ai bilanci a seguito dell'intervento dell'*enforcer*. Che la posizione dell'Autorità di vigilanza tedesca sia forse eccessivamente rigida appare confermato anche dalla prassi nazionale, dove (in assenza di qualsiasi indicazione da parte della Consob) è frequente che la società espliciti e argomenti il proprio dissenso riguardo all'esistenza dell'errore accertato dalla Consob. Ciò detto, è tuttavia interessante rilevare che l'opportunità per la società di esprimere nel comunicato stampa il proprio disaccordo con le conclusioni dell'*enforcer* è posta in dubbio dalle evidenze empiriche raccolte dalla dottrina tedesca dalle quali risulta che l'impatto negativo della pubblicazione dell'errore sui corsi azionari è maggiore quando la società contesta (opponendosi al relativo provvedimento) l'esistenza dell'errore accertato dalla BaFin o dal DPR, poiché tale condotta determina maggiore incertezza tra gli investitori circa l'"affidabilità" dei conti della società (v. J. M. HITZ, J. ERNSTBERGER, M. STICH, (nt. 43), 274). Indiretta conferma del fatto che il contenuto e la forma espositiva del comunicato con cui si dà notizia al mercato dell'errore accertato dall'*enforcer* condiziona in modo rilevante gli effetti negativi derivanti dalla sua pubblicazione e, in particolare, l'incidenza sui corsi azionari può trarsi dalle evidenze empiriche raccolte dagli studi economico-aziendali relativi al mercato statunitense concernenti gli effetti negativi derivanti dalla pubblicazione della notizia del *restatement*: questi risultano, infatti, più contenuti quando nel comunicato stampa sono fornite anche altre informazioni (es.: previsioni positive sull'andamento degli utili futuri) e non si fa menzione dell'errore nella *headline* del comunicato. Cfr. per tali risultati R. FILES, E. P. SWANSON, S. TSE, *Stealth Disclosure of Accounting Restatements*, in *The Accounting Review*, 2009, 1495 ss.

5. *L'azione di non conformità ex art. 154-ter, comma 7, t.u.f.: le differenze rispetto al restatement e il rapporto con l'impugnativa del bilancio.*

Chiarito nel precedente paragrafo che al provvedimento di cui all'art. 154-ter, comma 7, t.u.f. deve essere riconosciuta la natura di sanzione reputazionale e che esso è funzionale a fornire al mercato un'informazione contabile "corretta" in tempi ridotti, è necessario esaminarne con maggiore dettaglio gli effetti nonché il coordinamento con gli altri rimedi adottabili dalla Consob a fronte di irregolarità dell'informazione contabile e, in specie, con il potere di impugnazione della delibera di approvazione del bilancio riconosciuto (ai sensi dell'art. 157, comma 2, t.u.f.) ai soci e agli altri aventi diritto, oltre che alla stessa Consob.

A questo fine appare necessario muovere, ancora una volta, dalla natura reputazionale del provvedimento di cui art. 154-ter, comma 7, t.u.f. e dalla constatazione che esso, per tale ragione, non incide in alcun modo sulla validità dei bilanci cui si riferiscono gli errori accertati dalla Consob e non ha perciò effetti "reali" ma assume rilievo soltanto sul piano informativo.

Se si prende atto di ciò, è possibile constatare che – contrariamente ai timori in tal senso da taluno prospettati – l'esercizio del potere di cui all'art. 154-ter, comma 7, t.u.f. non determina, sul piano giuridico, un'ingerenza della Consob nella redazione dei bilanci che resta di esclusiva competenza degli amministratori. L'ordine di pubblicare la notizia dell'errore e degli effetti del medesimo (eventualmente includendo nel comunicato stampa una "rielaborazione" pro-forma del bilancio secondo le indicazioni della Consob) non determina – in punto di diritto – alcun vincolo per gli amministratori.

Costoro, anzitutto, non sono tenuti a correggere la relazione finanziaria cui si riferisce l'errore accertato dalla Consob e, nel caso del bilancio d'esercizio, a chiederne la riapprovazione da parte dell'assemblea: un simile obbligo va riconosciuto soltanto in presenza di una sentenza di annullamento da parte del giudice, in quanto esclusivamente in tal caso il bilancio può considerarsi eliminato dal mondo del diritto, necessitando pertanto – secondo la ricostruzione preferibile⁵⁹ – la riapprovazione del medesimo⁶⁰. È da escludere altresì che – sempre in punto di diritto – l'esercizio del potere *ex* 154-ter, comma 7, t.u.f. vincoli gli amministratori in

⁵⁹ Si veda G. E. COLOMBO, *L'invalidità dell'approvazione del bilancio dopo la riforma del 2003*, in *Riv. soc.*, 2006, 960 ss., il quale, sulla base di convincenti argomentazioni, dimostra che, anche a seguito della riforma del 2003, la sentenza di nullità ha valenza demolitoria e sussiste pertanto l'obbligo di riapprovare il bilancio emendato dai vizi accertati, non potendo giungersi a conclusione contraria sulla base della previsione dell'art. 2434-bis, comma 3, c.c., ai sensi del quale «il bilancio dell'esercizio nel corso del quale viene dichiarata l'invalidità di cui al comma precedente tiene conto delle ragioni di questa».

⁶⁰ Si veda anche quanto in precedenza osservato in tal senso (alla nota 42) circa la richiesta di accertamento di non conformità del bilancio consolidato che può essere presentata al tribunale dai soci legittimati e dalla Consob.

merito alla redazione delle relazioni finanziarie future, non potendo ravvisarsi l'obbligo dell'organo amministrativo di recepire le "correzioni" apportate dalla Consob.

Questa ricostruzione è coerente con le *Guidelines on enforcement of financial information* le quali, in merito alle c.d. *enforcement actions* adottabili dall'*enforcer*, prevedono (parr. 57 ss.) che questo può alternativamente imporre la riapprovazione del bilancio, la pubblicazione di una nota correttiva ovvero la correzione degli errori e delle carenze nei bilanci successivi anche mediante, se rilevante, il *restatement* dell'informazione comparativa relativa all'esercizio precedente.

La misura di cui all'art. 154-ter, comma 7, c.c. è certamente riconducibile alla pubblicazione di una nota correttiva⁶¹ e non può in alcun modo essere assimilata alla riapprovazione del bilancio d'esercizio (che implicherebbe, ovviamente, il coinvolgimento dell'assemblea) né, soprattutto, comporta un *restatement*, che consiste (secondo quanto previsto dallo IAS 8, par. 42) nella modifica dei valori comparativi (relativi all'esercizio precedente cui si riferisce l'errore) esposti nel bilancio successivo⁶².

È peraltro particolarmente significativa a tal ultimo riguardo la circostanza che, proprio per evitare incertezze applicative e un'incoerenza con le previsioni dei parr. 41 ss. dello IAS 8⁶³, l'ESMA ha apportato una duplice modifica alla terminologia utilizzata nella versione provvisoria delle *Guidelines on enforcement of financial information*, utilizzando il termine «corrective note» in luogo di «restatement» e sostituendo la formula «correction in future financial statements» con «restatement with adjustment of comparatives, where relevant», al fine di chiarire che il potere dell'*enforcer* di obbligare l'emittente a pubblicare una *corrective note* non implica l'effettuazione di un *restatement* nel primo bilancio successivo (né, tantomeno, la sua riapprovazione del bilancio al quale si riferisce l'errore)⁶⁴.

⁶¹ Secondo la definizione contenuta nelle *Guidelines on enforcement of financial information* la pubblicazione di una nota correttiva consiste nella «issuance by an enforcer or an issuer, as initiated or required by an enforcer, of a note making public a material misstatement with respect to particular item(s) included in already published financial information and, unless impracticable, the corrected information».

⁶² Ad esempio, là dove l'errore si riferisca al bilancio dell'esercizio 2014, l'effettuazione del *restatement* esige che nel bilancio del 2015 siano esposti i valori comparativi relativi all'esercizio 2014 "depurati" dell'errore nel frattempo accertato. In base alle IAS 8, in altri termini, gli errori devono essere corretti, con approccio retrospettivo, nel primo bilancio redatto dopo il loro accertamento. Cfr. M. CARATTOZZOLO, *Il bilancio d'esercizio*, Milano, Giuffrè, 2006, 809.

⁶³ Incoerenze evidenziate da alcuni osservatori nel corso della consultazione che ha preceduto l'emanazione della versione definitiva delle *Guidelines on enforcement of financial information*.

⁶⁴ La distinzione tra le misure a disposizione degli *enforcer* è chiaramente illustrata in ESMA, *Report. Activities of the IFRS Enforcers in Europe in 2013*, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.esma.europa.eu, 23, dove si precisa che una *public corrective note or other type of communication to the public* costituiscono «a press release either by the issuer or the enforcer informing the market of the error and the effect of the corrective action in advance of the issuance of the next annual or interim financial statements» mentre la *correction in the next financial statements* implica che «the issuer adopts an

Alla luce di tali indicazioni devono essere “letti” i provvedimenti *ex art. 154-ter*, comma 7, t.u.f. adottati (mediante apposita delibera) dalla Consob che esigono la pubblicazione da parte dell'emittente di un comunicato stampa che indichi gli errori e le carenze riscontrate e, ove necessario, illustri, in un'apposita situazione economico-patrimoniale pro-forma (corredata dei dati comparativi), gli effetti che una contabilizzazione conforme alle regole avrebbe prodotto sulla situazione patrimoniale, sul conto economico e sul patrimonio netto degli esercizi per i quali è stata fornita un'informativa errata⁶⁵. Ancorché la pubblicazione di tale situazione pro-forma esiga il “ricalcolo”, in conformità ai principi e ai criteri considerati corretti dalla Consob, dei valori esposti nel bilancio (o nella relazione finanziaria infrannuale) precedente, non è esatta l'affermazione ricorrente nella prassi degli affari secondo cui in tal caso il provvedimento *ex art. 154-ter*, comma 7, t.u.f. comporterebbe il *restatement* del bilancio dell'esercizio precedente in conformità allo IAS 8, ossia la “correzione” dell'informazione comparativa inclusa nel primo bilancio successivo a quello cui si riferisce l'errore⁶⁶.

Muovendo da tali osservazioni, è possibile fare luce sui rapporti tra il provvedimento di cui all'art. 154-ter, comma 7, t.u.f. e l'impugnazione della delibera di approvazione del bilancio per vizi di contenuto che può essere presentata sia dalla stessa Consob sia dagli altri legittimati⁶⁷. A causa del silenzio del legislatore in materia, appare controverso, soprattutto, se l'accertamento dell'errore da parte della Consob e l'ordine di pubblicazione della relativa notizia precludano una successiva impugnazione del bilancio ovvero incidano su eventuali giudizi già in corso.

Di particolare importanza paiono a tal riguardo le indicazioni provenienti dalla legislazione tedesca e, segnatamente dai §§ 342b dell'HGB e 37o, *Abs. 2*, WpHG i quale stabiliscono che una verifica da parte del DPR o della BaFin non può essere avviata o deve essere sospesa finché è pendente un'azione di impugnazione del bilancio d'esercizio⁶⁸. Il principio di «*subsidiarität*» dell'azione di non conformità

acceptable treatment in the next accounts and corrects the prior year by restating the comparative amounts through applying IAS 8 or otherwise includes additional disclosures not requiring the restatement of comparatives».

⁶⁵ Si veda, ad esempio, la delibera Consob n. 18758 del 10 gennaio 2014 concernente l'accertamento di non conformità del bilancio dell'esercizio 2012 e della semestrale 2013 di Banca Carige s.p.a.

⁶⁶ In altri termini, riprendendo la tassonomia delle c.d. *enforcement actions* contenuta nelle *Guidelines on enforcement of financial information* dell'ESMA, deve essere ribadito – come già in precedenza chiarito – che l'ordine della Consob di includere dati pro-forma redatti secondo i criteri e i principi da essa considerati corretti è riconducibile alla pubblicazione una «corrective note» e non alla «correction in future financial statements with restatement of comparatives».

⁶⁷ Analoghe difficoltà di coordinamento non sussistono riguardo alle relazioni finanziarie trimestrali e semestrali, poiché (come già detto: v. nota 35) l'azione di non conformità è l'unica misura alla quale l'Autorità di vigilanza può fare ricorso in caso di accertamento di errori o carenze concernenti tali documenti contabili.

⁶⁸ Cfr. J. HENNRICH, (nt. 35), 1959 ss., da dove il virgolettato di seguito nel testo.

rispetto all'impugnazione del bilancio, da un lato, è volto a evitare che possano esservi pronunce divergenti da parte dell'*enforcer* e dell'autorità giudiziaria in merito al medesimo bilancio, dall'altro, è conforme al principio generale di autoregolamentazione della società per azioni, in base al quale, nel caso di specie, l'intervento esterno dell'autorità amministrativa è sussidiario rispetto all'impugnazione avviata dai soci o dai terzi legittimati⁶⁹.

Il principio di «*subsidiarität*» implica dunque che, là dove l'azione di nullità abbia successo, non può essere successivamente avviata una verifica da parte del DPR o della BaFin in quanto il bilancio nullo viene eliminato dal mondo del diritto, mentre, al contrario, il mancato accertamento di vizi del bilancio da parte del giudice non preclude la facoltà dell'*enforcer* di avviare un accertamento sullo stesso bilancio⁷⁰. Inoltre, la pubblicazione dell'errore ai sensi del § 37q, Abs. 1, WpHG (là dove essa preceda l'avvio dell'azione di impugnazione) non vincola in alcun modo il giudice, per quanto sia fondato ritenere che egli, di regola, terrà conto anche di questa informazione o, quantomeno, sarà da essa in qualche misura influenzato nel valutare la fondatezza dell'impugnativa.

Osservato che la delicatezza della materia renderebbe opportuno un esplicito intervento del legislatore nazionale sul modello della legislazione tedesca, è da escludere che allo stato possa giungersi nell'ordinamento interno a conclusioni analoghe a quelle appena prospettate e che, in particolare, possa ravvisarsi il dovere della Consob di sospendere eventuali accertamenti in corso nel caso in cui venga avviata un'azione di impugnazione del medesimo bilancio (fermo restando che non è, invece, concepibile l'avvio di una verifica da parte della Consob su un bilancio precedentemente dichiarato nullo dal giudice). Nonostante ciò è senz'altro auspicabile che l'Autorità di vigilanza si attenga volontariamente ad una simile condotta, sì da evitare il rischio che si registri una divergenza di opinioni tra l'autorità amministrativa e quella giudiziaria, suscettibile di generare incertezza sul mercato. Nell'ordinamento nazionale il concretizzarsi di un siffatto contrasto è peraltro maggiormente probabile, giacché – a differenza di quanto avviene in Germania⁷¹ – esso può riguardare anche il bilancio consolidato, per effetto della previsione dell'art. 157, comma 1, t.u.f. in forza della quale i soci in possesso della percentuale di capitale

⁶⁹ D. MATTHEUS, M. SCHWAB, *Fehlerkorrektur nach dem Rechnungslegungs-Enforcement: Private Initiative vor staatlicher Intervention*, in *BB*, 2004, 1100.

⁷⁰ Tale ipotesi sembra però di scarso rilievo pratico, atteso che l'attività di *enforcement* deve riguardare l'ultimo bilancio pubblicato ed è, invece, probabile che nelle more del giudizio di invalidità la società pubblici bilanci successivi a quello contenente l'errore.

⁷¹ Dove l'azione di nullità non può essere estesa, neppure in via analogica, al bilancio consolidato e non è prevista, a differenza che in Italia (v. art. 157, comma 1, t.u.f.) la possibilità di richiedere al tribunale l'accertamento della conformità del bilancio consolidato alle norme che ne disciplinano la redazione. V. nota 35 nonché J. HENNRICHS, *Fehlerhafte Bilanzen, Enforcement und Aktienrech*, in *ZHR*, 2004, 397 s.

ivi prevista possono richiedere al tribunale di accertare la conformità del bilancio consolidato alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione.

Costituisce un importante corollario di quanto sin qui osservato il fatto che, qualora l'accertamento di non conformità ai sensi dell'art. 154-ter, comma 7, t.u.f. riguardi il bilancio d'esercizio (che, come noto, oltre ad avere funzione informativa assume anche rilievo organizzativo, costituendo la base per molteplici delibere inerenti la struttura finanziaria della società), può escludersi con certezza – anche sulla scorta delle argomentazioni in tal senso svolte dalla dottrina tedesca⁷² – che il provvedimento di cui 154-ter, comma 7, t.u.f. incida sulla validità delle delibere adottate sulla base del bilancio in seguito considerato “erroneo” da parte della Consob. Depone in tal senso la circostanza che neppure il successivo annullamento della delibera di approvazione del bilancio ovvero la modifica volontaria dello stesso da parte della società pregiudica gli effetti della delibera di distribuzione dei dividendi assunta sulla base del bilancio annullato o modificato. Trova, infatti, applicazione in ogni caso la previsione dell'art. 2433, comma 4, c.c. in base alla quale i dividendi erogati in violazione delle disposizioni del medesimo articolo non sono ripetibili «se i soci li hanno riscossi in buona fede in base a bilancio regolarmente approvato, da cui risultano utili netti corrispondenti».

6. Gli effetti “vincolanti di fatto” del provvedimento ex art. 154-ter, comma 7, t.u.f.. Una valutazione dell'applicazione del medesimo da parte della Consob alla luce delle linee guida dell'ESMA.

La ricostruzione della natura e degli effetti della misura ex art. 154-ter, comma 7, t.u.f. svolta nei precedenti paragrafi non può considerarsi esaustiva poiché, come già accennato, gli effetti dell'accertamento da parte della Consob della non conformità delle relazioni finanziarie pubblicate dagli emittenti alle norme che ne regolano la redazione differiscono sensibilmente a seconda che si abbia riguardo al piano strettamente giuridico ovvero a quello sostanziale. L'accertamento di non conformità e l'ordine di pubblicazione della notizia dell'errore, pur non ponendo vincoli giuridici in capo agli amministratori, sono destinati, di regola, ad incidere in modo rilevante sulla loro condotta.

È, infatti, fondato ritenere (e la prassi lo conferma ampiamente⁷³) che molto raramente l'organo amministrativo non “correggerà”, al momento della redazione dei bilanci successivi, i profili di non conformità segnalati dalla Consob, poiché è evidentemente nell'interesse della società adeguarsi alle indicazioni dall'Autorità di vigilanza per evitare le eventuali conseguenze negative che potrebbero derivare da

⁷² Cfr. J. HENNRICH, (nt. 71), in *ZHR*, 2004, 410 s.

⁷³ V., ad esempio, CONSOB, *Relazione per l'anno 2014*, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.consob.it, 229, da dove risulta che all'esito dell'esercizio dei poteri di cui all'art. 154-ter t.u.f., tutti gli emittenti interessati hanno recepito i rilievi mossi dalla Consob.

una scelta di segno opposto⁷⁴. È assai probabile, infatti, che la reiterazione del trattamento contabile giudicato non conforme ai principi IAS/IFRS possa condurre all'adozione di ulteriori provvedimenti da parte della Consob e, in specie, fornire fondamento all'impugnazione del bilancio da parte della medesima o degli altri legittimati (es.: i soci minoranza).

Risulta dunque evidente che (ferma la diversità dei due istituti dal punto di vista giuridico) l'accertamento di non conformità conduce, sul piano sostanziale, ad esiti almeno in parte paragonabili a quelli dell'annullamento del bilancio, in quanto esso determina, di fatto, un "vincolo di adeguamento" a carico degli amministratori al pari di una sentenza di annullamento del bilancio, delle ragioni della quale – stabilisce l'art. 2434-*bis*, comma 3, c.c. – si deve tener conto nel bilancio dell'esercizio nel corso del quale viene dichiarata l'invalidità. Ne risulta che la società può essere tenuta, ai sensi dell'art. 154-*ter*, comma 7, t.u.f., a pubblicare la notizia dell'errore (subendone le conseguenze sul piano reputazionale) ed essere indotta a conformarsi alle indicazioni della Consob senza che l'effettiva esistenza degli errori e delle carenze da questa accertati sia stata verificata dal giudice competente, come accadrebbe, invece, in caso di impugnazione del bilancio da parte dell'Autorità di vigilanza. Anche là dove la società impugni il provvedimento *ex art.* 154-*ter*, comma 7, t.u.f. essa è (salvo quanto precisato di seguito) tenuta ad adempiere l'obbligo di comunicazione imposto dalla Consob prima della pronuncia del giudice investito della questione e possono ad essa applicarsi le sanzioni di cui all'art. 193 t.u.f. in caso di mancato tempestivo adempimento⁷⁵.

Benché un simile esito sia coerente con la preminenza riconosciuta dal legislatore all'interesse del mercato a ricevere tempestivamente notizia della "non conformità" dei bilanci e un'informazione contabile "corretta", la questione appena sollevata presenta indubbi profili di delicatezza e si presta a considerazioni di diverso ordine concernenti sia gli strumenti "di difesa" comunque utilizzabili dalla società sia, soprattutto, una valutazione delle modalità con cui gli *enforcer* dovrebbero ricorrere all'adozione del provvedimento in esame e la conformità a tali indicazioni dell'utilizzo sinora fatto dalla Consob della misura *ex art.* 154-*ter*, comma 7, t.u.f..

Quanto al primo aspetto, qualora la società impugni il provvedimento della Consob, essa può chiedere al giudice, in via cautelare, di sospendere gli effetti della decisione dell'Autorità di vigilanza⁷⁶ e, dunque, l'adempimento degli obblighi

⁷⁴ Tale conclusione è largamente condivisa dalla dottrina tedesca: J. HENNRICHS, (nt. 35), 1974; D. MATTHEUS, M. SCHWAB (nt. 69), 1103 s.

⁷⁵ Come già ricordato (v. nota 53 e il testo corrispondente), ciò in Germania è previsto espressamente dal legislatore ed è ribadito con chiarezza dalle *Emittentenleitfaden* della BaFin, par. XIII.2.3.

⁷⁶ La sospensione in via cautelare dell'ordine di pubblicazione della notizia della non conformità delle relazioni finanziarie assume centrale importanza in quanto è essenziale per prevenire gli effetti reputazionali e i correlati effetti sui corsi azionari della società, non essendo l'impugnazione del provvedimento della Consob di per sé in grado di prevenire tali conseguenze, giacché, in ragione dei

informativi imposti ai sensi dell'art. 154-ter, comma 7, t.u.f., a condizione che sia fornita prova della sussistenza dei presupposti del *fumus bonis iuris* (risultando, ad un sommario esame, una ragionevole probabilità circa il positivo esito del ricorso) e del *periculum in mora* (ossia del comprovato e concreto rischio per la società di subire danni gravi e irreparabili per effetto della pubblicazione della notizia dell'errore).

Alla luce delle indicazioni desumibili dall'esperienza tedesca, appare fondato ritenere che nel valutare la ricorrenza di tali presupposti il giudice tenga conto della natura del provvedimento *ex art. 154-ter, comma 7, t.u.f.* e, in specie, del fatto che esso è diretto a fornire in modo tempestivo una corretta informazione al mercato: di conseguenza, non può considerarsi sufficiente per la concessione della misura cautelare la dimostrazione degli effetti negativi che la pubblicazione dell'errore avrebbe sulle quotazioni e, in generale, sulla reputazione della società, in quanto questo può ritenersi un effetto "fisiologico" e coerente con le finalità della norma⁷⁷. Secondo gli orientamenti, particolarmente rigorosi, invalsi nella prassi tedesca è necessario, in tal caso, fornire prova del fatto che la pubblicazione dell'errore darebbe luogo a un danno gravissimo per la società, ponendola in una «*existenzbedrohende Situation*»⁷⁸.

Alla stregua di quanto appena osservato, appare dunque di centrale importanza l'appropriato utilizzo da parte dell'Autorità di vigilanza della misura di cui all'art. 154-ter, comma 7, t.u.f., considerati gli incisivi effetti che essa produce a carico della società e la sostanziale limitatezza degli "strumenti di difesa" di cui questa dispone.

In questa prospettiva costituisce un rilevante termine di paragone la prassi invalsa nel Regno Unito, dove risulta che non vi siano stati sinora casi in cui l'*enforcer* abbia agito in giudizio, ai sensi della *section 456 del Companies Act*, per ottenere dall'autorità giudiziaria la dichiarazione di conformità dei bilanci della società alle norme che ne regolano la redazione e l'intimazione alla società di predisporre un nuovo bilancio emendato dei vizi accertati⁷⁹. Di regola, infatti, la verifica del *Conduct Committee* si chiude con l'adeguamento volontario da parte della società e l'eliminazione dei vizi e delle carenze riscontrati, con la seguente comunicazione al

tempi del giudizio, l'esito della medesima sarebbe, di regola, successivo alla pubblicazione della notizia dell'errore da parte della società.

⁷⁷ V. quanto osservato in merito al precedente par. 6.

⁷⁸ Così le *Emittentenleitfaden* della BaFin, par. XIII.2.3. Sul punto si veda altresì PWC, (nt. 90), 62 s., ove si ricorda che, usualmente, la BaFin non impone la pubblicazione dell'errore prima che il giudice abbia deciso in merito alla richiesta di provvedimento cautelare avanzata dalla società.

⁷⁹ Cfr. F. PERNAZZA, (nt. 37), 1501 ss., il quale osserva correttamente che, secondo l'approccio accolto nel Regno Unito, si considera «la sanzione un mezzo estremo e l'intervento giudiziale, pure previsto, assolutamente inadeguato». Quanto affermato nel testo è confermato dal report annuale per il 2014 pubblicato dal FRC (v. *Corporate Reporting Review. Annual Report 2014*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://frc.org.uk>) nel quale si afferma che «*virtually all of our correspondence results in companies agreeing to make some change to their next reports and accounts*».

mercato dell'avvenuta "correzione" dei conti della società attraverso un apposito comunicato stampa ovvero l'inclusione di un'informativa a tal riguardo nei bilanci successivi.

Un simile approccio, che (come già evidenziato⁸⁰) valorizza la portata preventiva dell'*enforcement*, ha il duplice vantaggio di limitare i negativi effetti reputazionali a carico della società (contenendo le eventuali ripercussioni sulle quotazioni della medesima) e di migliorare la qualità dell'informazione contabile diffusa dalla società, senza dare luogo (come può avvenire, invece, in applicazione dell'art. 154-ter, comma 7, t.u.f.) all'incertezza e alla potenziale "confusione" che può derivare dalla richiesta dell'*enforcer* di rendere noti dati contabili pro-forma "corretti" che si sovrappongono ai bilanci già pubblicati dalla società i quali restano pienamente validi.

Pur dovendo dubitarsi che l'approccio "collaborativo" invalso nel Regno Unito possa essere trasposto negli altri Stati membri, essendo la sua efficacia da ricondurre (almeno in parte) alle caratteristiche economiche e culturali proprie di quel contesto, la prassi seguita dal *Conduct Committee* rappresenta comunque un modello di riferimento nella misura in cui evidenzia che l'obiettivo principale delle *enforcement action* adottate dall'autorità di vigilanza è ripristinare in modo tempestivo la correttezza dell'informazione contabile diffusa sul mercato e che tale finalità può essere perseguita secondo modalità idonee a contenere la "penalizzazione" della società sul piano reputazionale.

Chiare indicazioni in questo senso sono, d'altronde, dettate dalle *Guidelines on enforcement of financial information* emanate dall'ESMA (parr. 57 ss.) secondo le quali, per stabilire quali azioni intraprendere a fronte di errori o carenze riscontrati nell'informazione contabile, le autorità competenti devono considerare i) la data in cui tale decisione è presa; ii) se, in tale data, il mercato già è informato non conformità dei bilanci e ha ricevuto informazioni "correttive"; iii) se la correzione ritenuta necessaria riguarda soltanto la chiarezza dell'informazione contabile ovvero anche il suo contenuto.

In base alle linee guida dell'ESMA, l'adozione di provvedimenti analoghi a quello dell'art. 154-ter, comma 7, t.u.f. non è raccomandata qualora l'emittente abbia, autonomamente, corretto l'errore nelle relazioni finanziarie successive ovvero diffuso un comunicato "rettificativo"⁸¹: in simili ipotesi, risultando già (almeno parzialmente) soddisfatta l'esigenza di ripristinare tempestivamente la correttezza dell'informazione contabile offerta al mercato, è preferibile richiedere alla società di correggere gli errori

⁸⁰ V. il precedente par. 3.

⁸¹ Può accadere, ad esempio, che l'Autorità di vigilanza avvii una procedura ai sensi dell'art. 154-ter, comma 7, t.u.f. in merito al bilancio, individuale o consolidato, dell'esercizio X e che, nel frattempo, la società abbia autonomamente corretto l'errore nella relazione trimestrale o semestrale dell'esercizio X+1.

e le carenze nel bilancio successivo, eventualmente anche mediante il *restatement* dei dati comparativi relativi al periodo precedente.

Tale provvedimento consente, da un lato, di evitare le possibili distorsioni informative derivanti dalla pubblicazione di diverse “versioni” del medesimo bilancio (che può aver luogo per effetto della misura di cui all’art. 154-*ter*, comma 7, t.u.f., là dove, il comunicato stampa contenga schemi di bilancio pro-forma), dall’altro, di limitare le conseguenze negative sul piano reputazionale per la società, la sopportazione delle quali potrebbe risultare parzialmente ingiustificata là dove la società abbia provveduto autonomamente a sanare i profili di non conformità ovvero a mutare il trattamento contabile contestato nei bilanci nel frattempo eventualmente pubblicati. In questo senso depone, peraltro, la prassi seguita dagli *enforcer* europei: dal resoconto diffuso dall’ESMA⁸² emerge, infatti, che la richiesta di correzione nei bilanci successivi costituisce il provvedimento di gran lunga più utilizzato, mentre i provvedimenti analoghi a quello previsto dall’art. 154-*ter*, comma 7, t.u.f. assumono portata residuale.

Benché l’azione della Consob appaia sostanzialmente conforme a tali riscontri applicativi, considerato il numero piuttosto limitato delle azioni di non conformità avviate, essa pare tuttavia non del tutto aderente alle indicazioni dell’ESMA.

Meritevole di attenzione è anzitutto la circostanza – confermata dalle evidenze numeriche – che la Consob sembra, di fatto, aver attribuito (in relazione ai bilanci d’esercizio e consolidati⁸³) all’azione di non conformità *ex* 154-*ter*, comma 7, t.u.f. valenza sostitutiva dei poteri ad essa riconosciuti dall’art. 157, comma 2, t.u.f.. Ancorché, come in precedenza osservato, la pubblicazione della notizia dell’accertamento da parte della Consob della non conformità dei bilanci della società sia strumento in grado di determinare una forma di “pressione” sugli amministratori tale da indurli ad adeguarsi al trattamento contabile indicato dall’*enforcer* e condurre così ad esiti nella sostanza coincidenti con quelli di una sentenza di annullamento del bilancio, resta il fatto che una simile condotta non è dovuta dall’organo amministrativo.

Là dove quest’ultimo (legittimamente) non recepisca nel bilancio successivo – non condividendole – le “correzioni” ritenute necessarie dalla Consob, essa potrà reagire impugnando l’ultimo bilancio approvato, ma il ricorso a questo strumento risulterà a tal punto tardivo e inadeguato a perseguire l’obiettivo di ripristinare

⁸² ESMA, *Report Activities of the IFRS Enforcers in Europe in 2013*, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.esma.europa.eu, 25, dal quale emerge che nel 2013 gli *enforcer* europei hanno richiesto la correzione degli errori nei bilanci successivi in 324 casi, la pubblicazione di un comunicato stampa “correttivo” in 152, e la riapprovazione del bilancio in 18.

⁸³ Quanto osservato nel testo non vale, ovviamente, per le relazioni finanziarie annuali e semestrali in relazione alle quali – come già ricordato – non è previsto il potere di impugnazione e l’azione di accertamento di non conformità *ex* 154-*ter*, comma 7, t.u.f. costituisce l’unica tutela a fronte della non conformità delle medesime.

tempestivamente la correttezza dell'informazione contabile offerta al mercato, posto che il giudizio di impugnazione potrebbe giungere a conclusione molto in ritardo rispetto alla pubblicazione del bilancio contestato.

L'inopportunità della "equiparazione" sul piano funzionale tra il provvedimento di cui all'art. 154-ter, comma 7, t.u.f. e l'impugnazione del bilancio è riscontrabile anche tenendo conto di ulteriori variabili e, precisamente, della natura e della "complessità" del profilo di non conformità ravvisato dalla Consob e della correzione ritenuta necessaria per porvi rimedio.

Rilevante in tal senso è l'indicazione dettata dall'ESMA⁸⁴ secondo cui, nel decidere se richiedere la riapprovazione del bilancio ovvero la pubblicazione di una nota correttiva da parte della società, l'*enforcer* deve valutare se questa seconda misura è idonea a fornire ai lettori del bilancio un'informazione sufficientemente chiara per assumere le loro decisioni di investimento oppure se, in ragione dell'entità e della natura dei vizi riscontrati, sia necessaria la redazione e l'approvazione di un bilancio emendato. In ambito nazionale, va dunque considerato se, di fronte a bilanci recanti rilevanti profili di non conformità attinenti alle modalità applicative dei criteri di valutazione (ossia alle stime compiute dagli amministratori) e di iscrizione utilizzati, l'adozione del provvedimento *ex art. 154-ter*, comma 7, t.u.f. possa considerarsi preferibile (o equivalente) rispetto all'impugnazione del bilancio da parte della Consob.

L'interrogativo ha ragione di porsi in quanto, per effetto della notevole discrezionalità che connota la rilevazione di alcune voci nonché la non chiara o esaustiva regolazione di taluni aspetti da parte degli IAS/IFRS, può risultare complesso per l'Autorità di vigilanza individuare in modo univoco il trattamento contabile più opportuno sulla base del quale predisporre l'informazione "correttiva" da includere nel comunicato stampa che la società deve diffondere ai sensi dell'art. 154-ter, comma 7, t.u.f.. Di tali difficoltà applicative, d'altronde, si è avuto riscontro in un recente caso in occasione del quale Consob, dopo aver accertato la non conformità del bilancio dell'emittente, ha consentito la pubblicazione da parte dello stesso di un comunicato stampa "correttivo" contenente (mediante appositi prospetti contabili pro-forma) una duplice rappresentazione, basata su due diversi scenari, degli effetti delle correzioni richieste dalla Consob, fornendo così al mercato (e, in specie, ai lettori meno esperti) un'informazione particolarmente complessa e suscettibile di generare maggiori incertezze.

Sembra pertanto potersi concludere che, pur essendo l'azione di non conformità uno strumento più tempestivo rispetto all'impugnazione del bilancio e ferma restando l'opportunità di riservare rilievo residuale a quest'ultima, i due rimedi non sono pienamente alternativi, non potendo, in particolare, la diffusione di una

⁸⁴ V. il par. 61, lett. a) delle *Guidelines on enforcement of financial information*, alle quali la Consob è tenuta ad attenersi dopo averle recepite: v. nota 12.

«corrective note» ai sensi dell'art. 154-ter, comma 7, t.u.f. considerarsi una misura adeguata qualora, in ragione della gravità e del numero dei vizi accertati, la nota correttiva non consenta di offrire ai lettori un'informazione idonea a fungere da base per le loro scelte di investimento, risultando necessari a tal fine l'annullamento del bilancio pubblicato e l'approvazione di un nuovo bilancio emendato dei vizi accertati.

Pur essendo ineludibile a tal riguardo una valutazione caso per caso, sembra potersi affermare che, in linea generale, la pubblicazione di una nota correttiva costituisce un rimedio appropriato – ed effettivamente preferibile all'impugnazione – al ricorrere di vizi attinenti alla chiarezza dell'informazione contabile⁸⁵ ovvero di vizi “puntuali” nell'applicazione dei criteri di rilevazione e di valutazione, la cui rettifica non richiede una valutazione discrezionale: si pensi, ad esempio, alla riclassificazione di un determinato importo in una diversa voce di bilancio, all'imputazione al conto economico di una componente di reddito destinata dagli amministratori direttamente a patrimonio netto ovvero all'errata inclusione nel valore di iscrizione di un bene di una componente di costo in esso non conteggiabile.

Diversamente, qualora i vizi riguardino numerose voci del bilancio ovvero attengano all'applicazione dei criteri di valutazione e, in specie, alle stime compiute dagli amministratori e intrinsecamente connotate da un certo grado di discrezionalità, l'impugnazione del bilancio appare – anche alla luce dei precedenti poc'anzi richiamati – uno strumento di *enforcement* preferibile, in quanto attribuisce al giudice il compito di accertare gli eventuali vizi e di indicare i necessari interventi correttivi da apportate mediante la riapprovazione del bilancio.

Più precisamente, nel caso in cui i vizi siano numerosi o attengano a problematiche strettamente valutative, l'azione di non conformità *ex* art. 154-ter, comma 7, t.u.f. potrebbe presentare un duplice limite: per un verso, la pubblicazione della sola notizia dell'errore e la descrizione dei suoi effetti potrebbe non essere sufficiente a ripristinare la chiarezza dell'informazione contabile, necessitando a tal fine una completa rielaborazione e “riesposizione” degli schemi di bilancio; per altro verso, la richiesta da parte della Consob di includere nel comunicato stampa “rettificativo” schemi di bilancio pro-forma “depurati” degli errori riscontrati può risultare problematica poiché la redazione dei medesimi, là dove implichi scelte

⁸⁵ Il punto è tuttavia controverso in quanto, secondo quanto risulta da ESMA, *Report on Enforcement and Regulatory Activities of Accounting Enforcers in 2014*, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.esma.europa.eu, 21, nei casi in cui si riscontrano vizi di chiarezza, gli *enforcer* europei nella maggior parte dei casi richiedono non la pubblicazione di una nota correttiva bensì la correzione nelle successive relazioni finanziarie («in those cases where the issue identified related to presentation or disclosure rather than recognition or measurement, enforcers often decide to require correction in future financial statements»). In questo senso sembra deporre anche la già richiamata previsione delle Linee guida dell'ESMA (parr. 57 ss.) secondo cui l'*enforcer* deve considerare, nella scelta del provvedimento da adottare, se l'irregolarità accertata riguarda la presentazione ovvero il contenuto del bilancio.

valutative discrezionali degli amministratori, resta comunque nella competenza di costoro (non potendo l'Autorità di vigilanza sostituirsi ad essi nell'effettuazione della valutazione), sicché non può escludersi che anche tale rappresentazione sia considerata non conforme ai principi IAS/IFRS dalla Consob, alla quale in tal caso non resterebbe alternativa all'impugnazione del bilancio d'esercizio.