



*Commissione Nazionale
per le Società e la Borsa*

RELAZIONE SULL'ATTIVITÀ SVOLTA
NELL'ANNO 1975

I N D I C E

P r e m e s s a

I - Aspetti istituzionali della CONSOB

A) La CONSOB nel quadro dell'organizzazione amministrativa dello Stato	Pag.	4
B) Il controllo sulle società	"	7
C) Il controllo sulle borse valori	"	11
D) Rilievi alle norme che disciplinano la attività della CONSOB	"	15
E) Il sistema sanzionatorio: limiti ed incongruenze	"	28

II - Attività operativa

F) I problemi di struttura e di organico, le relazioni con l'esterno, i principali provvedimenti adottati	"	32
G) Documentazione acquisita:		
1. Esame ed elaborazione della documentazione	"	36
2. Situazione economico-finanziaria delle società quotate	"	44
3. Informazione al pubblico	"	49

III - Andamento del mercato finanziario	"	52
---	---	----

P R E M E S S A

L'art. 1 sub 1 della legge 7 giugno 1974 n. 216; prescrive che la Commissione trasmetta, entro il 30 giugno di ciascun anno, al Ministro per il Tesoro una relazione sull'attività svolta nell'anno precedente. Nell'assolvere questo compito per la prima volta, la Commissione intende riferire non solo sulle funzioni svolte nel breve scorcio dell'anno 1975, a partire cioè dal 22 luglio dello scorso anno, data in cui si è perfezionato il provvedimento di nomina, ma anche presentare un primo quadro della problematica che nasce dalla normativa contenuta nella legge 216 e nei successivi decreti legislativi delegati.

Sulla falsariga delle esperienze maturate nei maggiori paesi industrializzati, l'Italia ha provveduto, con la creazione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), a dotare il Paese di uno strumento di promozione del mercato finanziario, volto a tutelare il risparmio, stimolando così l'afflusso alle attività produttive, attraverso una più articolata conciliazione delle esigenze dei risparmiatori e delle imprese.

In Italia, come del resto è avvenuto anche negli Stati Uniti e nel Belgio, la nascita della CONSOB ha alla sua ba

se motivazioni connesse ad andamenti congiunturali avversi, motivazioni di cui si trova larga eco nella relazione governativa al disegno di legge di conversione del D.L. 3 aprile 1974, n. 95.

Si legge, infatti, nel predetto documento che, con la istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, ci si propone di "restituire all'investimento azionario la fiducia dei risparmiatori" e di "proporre una soluzione ad alcune più sentite esigenze del mercato mobiliare". Il tutto allo scopo di "riattivare il flusso degli investimenti nei settori produttivi particolarmente provati dall'attuale congiuntura".

In termini di politica finanziaria ciò sta ad indicare una scelta precisa: la rivalutazione del canale di finanziamento rappresentato dal capitale di rischio. L'istituzione della CONSOB costituisce, pertanto, un fatto positivo e importante sulla via della revisione dell'ordinamento italiano del mercato dei valori mobiliari, al fine di tutelare il risparmio che affluisce alle imprese. Questo indirizzo si è venuto, tuttavia, a scontrare con schemi di organizzazione produttiva che regolano, a monte, la formazione e l'utilizzo

del risparmio e restringono, di fatto, il campo di controllo del mercato. Interventi sempre più estesi dello Stato nell'economia, disavanzi crescenti del settore pubblico, vincoli di portafoglio ed inflazione concorrono, invero, congiuntamente e in vario grado, a modificare la struttura e le modalità di distribuzione delle attività finanziarie nazionali.

L'istituzione della CONSOB, quindi, assicurando ai potenziali investitori la necessaria tutela, attraverso misurati ed istituti volti a garantire correttezza e trasparenza nella gestione aziendale, si pone come condizione necessaria per un maggior afflusso di capitale di rischio alle imprese, ma non è sufficiente se non sarà accompagnata da coerenti scelte di politica economica generale.

I. ASPETTI ISTITUZIONALI DELLA CONSOB

1.

a) La CONSOB nel quadro dell'organizzazione amministrativa dello Stato

Come è noto, la conversione in legge dell'originario decreto n. 95 ha determinato un ampio dibattito parlamentare, alimentato, fra l'altro, da preoccupazioni e perplessità, anche di carattere costituzionale, in ordine alla collocazione della CONSOB nel quadro dell'organizzazione amministrativa dello Stato.

La legge di conversione, se ha affrontato il problema dell'inserimento della Commissione nell'apparato della pubblica amministrazione, risolvendolo nel senso di collegarla ad un ramo determinato della stessa, ha lasciato sostanzialmente inalterati i problemi della esatta configurazione del nuovo organo e dei correlativi aspetti di una sua vera e propria autonomia, nonché quelli di non secondaria importanza, che già la disciplina contenuta nell'originario decreto poneva riguardo al reclutamento del personale, alle sue posizioni di stato giuridico ed al relativo trattamento economico.

A ciò si aggiunga che, non essendo stata prevista la pur necessaria distinzione tra il momento organizzativo e quello operativo, la Commissione, fin dal giorno del suo formale in

sedimento, si è trovata di fronte a tutta una serie di adempimenti ed incombenze senza il supporto di un'articolata struttura organizzativa, tale non potendosi considerare il ridottissimo nucleo di personale ottenuto dal Ministero del Tesoro.

Per quanto la Commissione intenda avvalersi dell'opera di un organico ristretto, è tuttavia evidente che il nucleo iniziale di personale non è stato né è sufficiente a garantire il pieno funzionamento.

La legge 216 prevede che la Commissione possa avvalersi, per l'esercizio delle proprie attribuzioni, "di personale dell'amministrazione dello Stato, di dipendenti di Enti pubblici e di non più di venti esperti...".

La presenza di elementi di provenienza diversa (Stato ed Enti pubblici), se da un lato può costituire, attraverso il confluire di molteplici esperienze, motivo di arricchimento dei servizi, dall'altro non potrà non determinare situazioni di attrito nella funzionalità della CONSOB, a causa delle sensibili differenze degli ordinamenti in cui restano rispettivamente inseriti e del loro trattamento economico.

La situazione potrebbe divenire più preoccupante qualora si constatasse l'indisponibilità degli elementi migliori a

causa di un insufficiente incentivo economico, ovvero venis-
sero ostacolati nel passaggio alla CONSOB dalle Amministra-
zioni e dagli Enti di appartenenza.

Anche la mancata previsione nella legge 216 di una
esplicita norma per il collocamento fuori ruolo dei dipenden-
ti dello Stato, può risolversi in una remora per la messa a di-
sposizione della CONSOB di impiegati delle qualifiche dirigen-
ziali. Infatti, in materia di stato giuridico del personale
proveniente dalle pubbliche amministrazioni, la legge di con-
versione ha sì eliminato le contraddittorie ed equivoche di-
zioni dell'originario decreto - che parlava di personale "fuo
ri ruolo" e "comandato", riferendosi, almeno apparentemente,
alle stesse persone - ma ha lasciato aperto il problema, non
avendo preso posizione al riguardo.

Inoltre, del tutto generiche appaiono le dizioni a-
doperate negli artt. 1 e 2 sub art. 1: "indennità"; "retribu-
zioni degli esperti sulla base di quelle correnti nel settore
privato"; "adeguate indennità". E ciò è tanto vero che non
ne risultano ancora fissati gli ammontari. La Commissione au-
spica che, in attesa delle necessarie soluzioni legislative,

7.

I problemi suaccennati possano trovare, quanto prima, soluzioni improntate ad una giusta valutazione delle effettive esigenze e che, in una normativa più adatta al funzionamento della CONSOB, sia anche prevista l'istituzione di un ruolo proprio per il personale dipendente.

B) Il controllo sulle società

Il nucleo centrale della normativa contenuta nella Legge 216 più che anticipare una riforma, sia pure parziale, delle società per azioni, ha come obiettivo principale la disciplina pubblicistica del mercato mobiliare a tutela del risparmio.

Tale finalità trova logico riscontro nella delimitazione dei soggetti sui quali la Commissione è chiamata ad esercitare il controllo. Su questo punto c'è però da chiedersi se l'estensione di una qualche più penetrante forma di controllo dalle società quotate a quelle controllanti o controllate non quotate, non risponderebbe più efficacemente all'obiettivo che il legislatore ha inteso perseguire.

Altro aspetto da meditare, sempre in funzione di una eventuale integrazione della normativa che delimita l'ambi-

3.

lo soggetto di intervento della Commissione, è quello dell'opportunità di mantenere in vita, per un congruo periodo di tempo, il controllo sulle società per le quali fosse disposta la revoca dell'ammissione alla quotazione.

Infatti, alla stregua dell'attuale disciplina, la cancellazione dal listino sottrae automaticamente le società - salvo casi limite - ai poteri della Commissione, con la conseguenza che il controllo viene meno proprio nel momento in cui può essere maggiormente necessario: si pensi alle ipotesi di cancellazione per fatti imputabili alle stesse società.

I tratti caratteristici del potere di controllo della CONSOB sulle società risultano definiti, in termini sintetici ed incisivi, dall'art. 3, lettera c, della legge istitutiva, laddove è prevista la finalizzazione del controllo all'accertamento dell'"esattezza e completezza dei dati e delle notizie comunicati o pubblicati", naturalmente in funzione dell'obiettivo di fondo dell'informazione del mercato.

Ne consegue la configurazione del potere in esame, come controllo pubblico di veridicità, che preclude ogni intervento in merito alle scelte gestionali delle società. Il che ovviamente non esclude che la CONSOB possa accertare, oltre che l'esattezza, anche la sufficienza dell'informazione fornita.

na dalle società e, quindi, esercitare un correlativo potere di valutazione discrezionale in ordine alla congruità, ai fini della completa informazione del pubblico, dei dati e delle notizie forniti dalle società. Questo indirizzo, in linea di principio, può anche implicare che dal controllo di veridicità assegnato alla CONSOB possa scaturire un collegamento con quello di legittimità da parte dell'Autorità giudiziaria; e ciò attraverso la denuncia alla stessa delle gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri che fanno carico agli organi societari, eventualmente riscontrate dalla Commissione.

Le considerazioni sulla natura del potere di controllo affidato alla CONSOB vanno, peraltro, notevolmente ampliate in relazione all'istituto della revisione e certificazione dei bilanci delle società con azioni quotate in borsa, introdotto dalla legge 216 e disciplinato in dettaglio dal D.P.R. 31 marzo 1975, n. 136.

Nell'ambito di tale specifica disciplina, diretta a sottoporre le società ad un riscontro tecnico-contabile per accertare la corrispondenza del bilancio e del conto profitti e perdite alle risultanze dei fatti di gestione rilevati secondo principi di corretta contabilità, spetterà, infatti, alla CONSOB un ruolo essenziale, sia per la tenuta dell'Albo speciale delle società di revisione e, quindi, dell'espletamento di rigorosi accertamenti sulla sussistenza dei prescritti requisiti di idoneità

... della organizzazione e indipendenza della società da iscrivere. ... per i compiti di ispezione, controllo e vigilanza da svolgere nei confronti delle società iscritte, fino al potere - pur esso attribuito alla Commissione - di impugnativa della deliberazione assembleare che approva il bilancio certificato, entro il termine di sei mesi dall'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese.

In presenza di così vasta gamma di poteri di controllo sulle società, ancorchè attuabili per gradi, almeno per quanto attiene alle società di revisione, e che concorrono tutti ad assicurare la veridicità e completezza delle informazioni a beneficio degli investitori presenti o potenziali, nel quadro più generale di tutela del risparmio, è di chiara evidenza quale condizionamento rappresenti per la CONSOB la disponibilità di personale addestrato e di esperti particolarmente qualificati.

Ma il presupposto fondamentale di una azione concreta in materia tanto delicata ed importante, risiede anche, a parere della Commissione, nella approfondita conoscenza della complessa realtà su cui operare ed è in tale direzione che è rivolta nell'immediato la sua particolare attenzione. Infatti, pur non potendo ovviamente ignorare l'eventualità di interventi isolati dettati da contingenti esigenze, è intendimento della Commis-

sione operare a vasto raggio ed in modo organico, nella convinzione che solo interventi di questo tipo possono consentire il pieno conseguimento dei fini istituzionali.

Come già accennato, la legge 216 non affronta il tema della riforma organica delle società per azioni.

E', peraltro, ben nota l'esigenza di una radicale revisione del diritto societario che tenga conto, da un lato, delle mutate esigenze dei tempi e, dall'altro, degli orientamenti che si vanno sviluppando in sede comunitaria.

In tale prospettiva la Commissione riterrebbe di poter svolgere una utile funzione di supporto tecnico alle necessarie iniziative dell'Autorità politica. Ciò in considerazione dei legami istituzionali che la Commissione deve intrattenere con la realtà del tessuto societario italiano e dei suoi problemi.

E' evidente, peraltro, che l'attenzione della CONSOB non può essere limitata alla esperienza italiana ed ignorare le elaborazioni in corso in sede C.E.E., alla cui formazione ritiene anzi di dover contribuire attraverso una partecipazione diretta.

C) Il controllo sulle borse valori

La normativa introdotta dalla legge 216 e completata dal D.P.R. 138, non affronta il tema della pur necessaria e indilazionabile revisione organica della disciplina della borsa sot

o al profilo delle attività che vi si svolgono, dei soggetti che vi operano e degli organi che sono preposti a questo settore, ma rinnova radicalmente la struttura e la titolarità del controllo delle borse valori.

Al vertice del nuovo sistema di controllo è posta la CONSOB, nella quale sono accentrati, oltre a poteri del tutto nuovi, competenze che facevano capo, da un lato, alle istituzioni locali di borsa - che ora vengono ad assumere la configurazione di organi agenti prevalentemente in via delegata - dall'altro, al Ministero del Tesoro; ciò in applicazione del principio della specializzazione, che resta, pur nella sua parziale attuazione, il motivo ispiratore della riforma.

Ma, l'elemento veramente qualificante del nuovo assetto normativo è rappresentato dalla concentrazione, nello stesso organo, delle competenze che riguardano le società e di quelle relative alla borsa.

Infatti, se l'obiettivo principe è quello di rivitalizzare la borsa, riaffermandone la funzione di strumento di raccolta di mezzi finanziari per le imprese, il passaggio obbligato in questa direzione è costituito da un oculato esercizio dei poteri di controllo sulle società, al fine di porre i potenziali investitori nella condizione di conoscere la reale situa-

zione patrimoniale e gestionale, indispensabile premessa per il loro riaccostamento al mercato borsistico.

In questa prospettiva, la Commissione ritiene di poter sciogliere, anche se in tempi non brevi, uno dei nodi del problema, quello cioè della mancanza di una reale informazione del pubblico dei risparmiatori, causa non ultima del suo progressivo allontanamento dalla borsa.

Non si può, tuttavia, ignorare che sull'efficienza del mercato borsistico pesano, negativamente, fattori oggettivi "esterni", fra i quali possono essere ricordati:

a) la diversa redditività del risparmio monetario a seconda delle forme di raccolta e dei modi di utilizzazione. Influiscono su tale redditività molteplici elementi, fra i quali anche il trattamento fiscale, ma soprattutto le esigenze crescenti di alcuni settori dominanti, tra cui quello pubblico, che assorbono risparmio a tassi relativamente più elevati;

b) le condizioni generali nelle quali si svolge in Italia il mercato del credito che, favorendo l'indebitamento, determina effetti distorsivi nel rapporto capitale proprio - indebitamento, alterandone l'equilibrio;

c) una posizione psicologica negativa, molte volte artificialmente creata ma altre volte derivante dalla concreta realtà dei fatti, verso la borsa.

Sul piano concreto, per un miglioramento dell'efficienza delle borse valori, la Commissione ritiene che il primo passo da compiere sia quello della riqualificazione dei listini, da realizzare, sia con una accurata selezione dei titoli attualmente quotati, sia con l'ammissione di nuovi titoli a quotazione.

La selezione dei titoli attualmente quotati si riconnette direttamente ad una funzione specifica e del tutto nuova che la riforma assegna alla CONSOB: quella, cioè, di organo di vigilanza sullo "status" di quotazione dei titoli.

La necessità di un'opera di selezione è largamente avvertita, ma la Commissione ritiene che essa debba essere il risultato di una indagine condotta in termini globali e non il frutto di spinte nascenti da facili suggestioni. Sarà necessario, quindi, agire con la cautela che la varietà ed a volte la contraddittorietà degli interessi da salvaguardare impone.

Al di là dei casi limite in cui la società presenti quale unico bene economicamente appetibile lo "status" di quotata, casi nei quali provvedimenti drastici non possono, ovviamente, destare seria preoccupazione, sussiste tutta una gamma di situazioni intermedie che sarebbe superficiale giudicare alla luce solo dell'uno o dell'altro dei parametri che normalmente vengono additati come efficaci criteri di valutazione.

3.

Sempre in questa ottica la Commissione ritiene che l'istituto della cancellazione dalla quotazione, per la radicalità dei suoi effetti, debba essere utilizzato con estrema circospezione e, in linea di principio, solo dopo aver sperimentato altre misure di tipo intermedio che consentano margini di verifica.

Quanto, poi, al problema del concreto arricchimento dei listini, appare evidente l'importanza di un adeguato approfondimento dei criteri di ammissione a quotazione, anche in funzione dell'esercizio del nuovo potere dell'ammissione d'ufficio.

0) Rilievi alle norme che disciplinano l'attività della CONSOB

Le prime esperienze di concreta applicazione della normativa introdotta dalla legge 216 e un attento approfondimento del dettato legislativo, hanno fatto affiorare problemi per la cui soluzione non può escludersi l'eventualità che si debba procedere ad una revisione di determinati aspetti e singoli punti della disciplina vigente.

In altri casi appaiono necessari interventi di completamento ed integrazione di una trama normativa che risulta eccessivamente scarna in rapporto alla complessità dei fenomeni

si si è proposto di negoziare.

È l'intenamento della Commissione soffermarci, in particolare, su taluni problemi e limiti che la disciplina legislativa recentemente introdotta pone, con riferimento alla possibilità:

1) di assicurare una corretta e completa informazione, nonché una adeguata tutela del pubblico dei risparmiatori (art. 3, lettera b; art. 18);

2) di riscontrare l'esatto adempimento degli obblighi di comunicazione relativi alle partecipazioni azionarie (artt. 5 e 17);

3) di esercitare concretamente il potere di ammissione d'ufficio alla quotazione (art. 3, lettera d) e in generale di intervenire in sede organizzativa del mercato finanziario.

1. Art. 3, lettera b)

La Commissione può disporre che da parte delle società e degli enti soggetti al controllo siano resi pubblici dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico, in aggiunta a quelli risultanti dal bilancio e dalle relazioni.

Un limite all'esercizio del potere riconosciuto alla Commissione scaturisce dalla contemplata esigenza di sentire gli amministratori, al fine di evitare la divulgazione di notizie pregiudizievoli agli interessi delle società o degli enti.

Tuttavia, ad avviso della Commissione, il limite dell'esclusione dei dati e delle notizie pregiudizievoli costituisce eccezione ad una regola e, pertanto, non può non interpretarsi che in senso restrittivo.

In tale quadro, è fermo intendimento della Commissione assicurare - nel rispetto del dettato legislativo e, pertanto, con serena ed obiettiva, ma allo stesso tempo rigorosa, valutazione degli elementi che eventualmente possano porsi, nei casi concreti, in conflitto con il raggiungimento dell'obiettivo - quella completa informazione del pubblico che costituisce il cardine essenziale della riforma introdotta dalla legge 216.

Non ci si può, tuttavia, nascondere che l'espressione normativa, in rapporto alla varietà delle situazioni concrete ipotizzabili, è suscettibile di provocare incertezze e conflitti di non facile soluzione.

1. Art. 18

La legge 216 ha introdotto per la prima volta nel nostro ordinamento una norma (art. 18) che si riferisce espres-

amente all'acquisto o alla vendita di titoli azionari ed obbligazionari convertibili, mediante offerta al pubblico.

La disposizione in esame ha, tuttavia, una portata molto limitata e costituisce solo un primo passo verso una disciplina che necessariamente dovrà essere ben più articolata, essendo il fenomeno delle offerte pubbliche estremamente complesso e tale, per sua natura, da produrre rilevanti conseguenze sul regolare andamento del mercato mobiliare. Prescindendo, ora, da ogni considerazione in ordine all'assoluta inadeguatezza delle sanzioni previste dall'art. 18, sotto il duplice profilo del "tipo" e della "misura" della sanzione adottata, si intende qui sottolineare che i poteri riconosciuti alla Commissione in materia di offerte pubbliche attengono più agli aspetti formali delle offerte stesse che non al loro contenuto sostanziale.

E' previsto, infatti, che la Commissione possa stabilire solo i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica, nonchè i dati e le notizie che deve contenere. E invero, ciò non sembra sufficiente ai fini di una adeguata tutela del pubblico risparmio, atteso che la Commissione non dispone, in materia, di poteri "autorizzatori" e, pertanto, non potrebbe nemmeno vietare un'offerta ritenuta non valida o non opportuna, in relazione alle condizioni di mercato.

Comunque, in attesa di una sollecita ed articolata disciplina legislativa della materia - nel cui ambito può essere utile disporre che il trasferimento dei pacchetti azionari di controllo delle società quotate avvenga mediante offerta pubblica o attraverso il mercato ufficiale - è intendimento della Commissione determinare in via di massima le modalità in cui le offerte dovranno essere rese pubbliche, nonché i dati e le notizie che dovranno contenere.

In tale prospettiva saranno approntati due provvedimenti per la disciplina, rispettivamente, delle offerte pubbliche di acquisto e delle offerte pubbliche di vendita che presentano, com'è noto, aspetti tecnici e problemi notevolmente differenziati.

Pur mantenendosi nell'alveo segnato dall'art. 18, detta disciplina non potrà ignorare, nei limiti del possibile, le esperienze dei paesi in cui le offerte pubbliche costituiscono un fenomeno di data non recente, le elaborazioni dottrinali, nonché i principi di fondo che hanno ispirato i vari progetti legislativi sottoposti all'esame del Parlamento.

Artt. 5 e 17

Tra i numerosi problemi di carattere interpretativo dell'ordine pratico che scaturiscono dalle norme che disciplinano gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni azionarie, merita particolare menzione il fatto che, sotto certi aspetti, appare compromessa per la CONSOB la possibilità di riscontrare - attraverso canali diversi rispetto alla fonte di informazione primaria - l'adempimento dell'obbligo, anche sotto il profilo della veridicità e completezza dei dati ricevuti.

In concreto, tale rilievo si è imposto allorchè la Commissione ha richiesto a talune società fiduciarie precisazioni sull'effettivo titolare dei pacchetti azionari loro intestati.

Oltre alla pregiudiziale dell'"impegno di riservatezza", dette società hanno in pratica obiettato che l'obbligo di comunicazione spetterebbe unicamente agli effettivi titolari delle partecipazioni azionarie. La questione, non scevra di importanza, ha posto interrogativi seri di carattere giuridico, anche se indubbiamente risponde alla "ratio" normativa la tesi della sussistenza di detto obbligo. D'altra parte non soccorrono, nel caso in esame, i poteri di informazione ed ispezione riconosciuti

dalla Commissione dall'art. 3 della legge 216, essendo essi esercitabili solo nei confronti di determinati soggetti giuridici tra i quali non rientrano le società fiduciarie.

In ogni caso, dato il contrasto fra le esigenze del rispetto del dettato di legge e quella di conseguire gli scopi indicati dal legislatore, quali desumibili dal contesto della legge 216, l'obbligo di comunicazione da parte delle società fiduciarie non offre prospettive di tranquilla soluzione.

Potrebbe, altrimenti, bastare lo schermo di una fiduciaria per condizionare pesantemente le possibilità della CONSOB di verifica e riscontro del rispetto della normativa introdotta dalla legge 216, in materia di partecipazioni azionarie?

Ma questo schermo sussiste anche nella eventualità (verificatasi in concreto) che la fiduciaria aderisca alla richiesta di informazioni della CONSOB. Essa, infatti, a norma dell'art. 5 della legge 216 (agendo quindi legittimamente), comunicherà solo le titolarità dei pacchetti azionari che eccedano i limiti ivi previsti. Ma sarà allora facile, per colui che voglia disattendere gli obblighi di legge, frazionare tra più fiduciarie il proprio pacchetto azionario assegnando a ciascuna una percentuale inferiore ai limiti previsti dal citato art. 5.

In questa sede non ci si può, altresì, esimere dal rilevare che la disciplina degli obblighi di comunicazione dei possessi azionari e delle relative variazioni, così come prevista dagli artt. 5 e 17, oltre a far sorgere problemi interpretativi di difficile soluzione, appare anche, sotto molteplici aspetti, lacunosa e, comunque, inadatta a realizzare un valido e compiuto strumento di informazione per la Commissione. E', per contro, di tutta evidenza che un controllo in materia tanto delicata, per essere efficiente presuppone un'informazione, al tempo stesso, tempestiva e completa.

Ma, proprio sotto questo profilo, la disciplina introdotta dalla legge 216 si rivela carente in quanto, da un lato, fissa, per l'adempimento dei vari obblighi, termini che - tenuto anche conto del fatto che le previste comunicazioni non richiedono la messa a punto di alcuna complessa documentazione - appaiono eccessivamente lunghi; dall'altro, imponendo la comunicazione delle riduzioni delle partecipazioni azionarie solo quando queste si siano ridotte, secondo i casi, entro il limite del 2 o del 10 per cento, non consente di conoscere le eventuali variazioni intermedie che pur sono di indubbio interesse per la Commissione.

13.

Art. 3, lettera d) ed esame della problematica organizzativa
del mercato finanziario

Alla CONSOB è riconosciuto il potere di ammettere d'ufficio alla quotazione titoli abitualmente e largamente negoziati, emessi da società o enti che abbiano i requisiti prescritti.

Si tratta di un potere completamente nuovo che non trova riscontro nella precedente normativa e che, in parallelo col potere di revoca della quotazione, offre alla Commissione la possibilità di procedere ad una effettiva rivitalizzazione del mercato borsistico.

Il concreto esercizio del nuovo potere, in quanto presuppone che i titoli siano abitualmente e largamente negoziati, pone in rilievo l'esigenza di una previa soluzione del noto problema del mercato ristretto o parallelo. Dove, infatti, se non in questo mercato, adeguatamente regolamentato, sarà possibile per la Commissione verificare il consolidarsi dell'interesse del pubblico su un determinato titolo ovvero - secondo la terminologia legislativa - accertare la abituale e larga negoziazione?

Ma l'esigenza della creazione di un mercato parallelo a quello ufficiale si pone anche come strumento essenziale alle esigenze di finanziamento di talune categorie di imprese.

In proposito giova rilevare che alcune funzioni utili a un ampliamento del mercato finanziario italiano difficilmente possono essere svolte senza l'esistenza di un mercato specifico, destinato a convogliare fondi ad imprese di medie e piccole dimensioni, prevalentemente locali. Ciò è tanto vero che di fatto, dopo la nota sentenza della Cassazione, si fa ricorso ai metodi più vari per realizzare la quotazione dei titoli non ammessi in borsa, senza adeguate garanzie e con difformità di criteri.

La mancanza del mercato parallelo, pertanto, soffoca i finanziamenti di talune imprese e ostacola gli impieghi di talune categorie di risparmiatori; rende difficile alle società che intendano essere ammesse alla quotazione in borsa, presentare i propri titoli sul mercato per il necessario periodo di acclimatamento e per le esigenze di diffusione.

Gli obiettivi che si vogliono assicurare - correttezza delle procedure e delle contrattazioni, trasparenza delle operazioni, andamento regolare del mercato, sempre al fine ultimo di consentire un rafforzamento di lungo periodo del mercato finanziario - sono tutti validi obiettivi di carattere pubblico che vanno regolati dalla legge.

Definita la struttura del mercato ristretto e quindi

precisata la sua sfera di azione rispetto a quello ufficiale, potranno essere predisposte norme di ammissione a quotazione dei titoli specifiche per ciascuno dei due mercati, così da realizzare un articolato strumento di mobilitazione del risparmio verso gli investimenti produttivi.

A questo fine si devono in primo luogo fissare i criteri basilari di ammissione al mercato ufficiale, ossia al mercato destinato ad una larga cerchia geografica di risparmiatori, attraverso: a) una selezione delle società i cui titoli sono ammessi a quotazione, società che devono avere un patrimonio minimo e devono dimostrare capacità di reddito; b) un grado minimo di distribuzione fra il pubblico, in modo da garantirne la piena negoziabilità; c) una informazione ampia, veritiera e continua, sulla società e sui titoli.

La normativa in materia dovrà inquadrarsi nell'ambito degli schemi recentemente elaborati in sede C.E.E. e O.C.S.E.. Il recepimento, sia pure parziale, di questi schemi consente di adeguare la normativa italiana in materia a quella di paesi in cui la protezione e l'informazione degli investitori è stata finora meglio garantita.

Nella problematica del mercato ristretto è stata, da una parte, sollevata la questione circa il grado di severità delle regole che dovranno disciplinare l'ammissione dei titoli alla quotazione e l'accertamento dei prezzi.

La CONSOB è dell'avviso che la regolamentazione del mercato ristretto dovrà essere meno severa di quella esistente sul mercato ufficiale, soprattutto per quanto concerne i requisiti di ammissione alla quotazione, mentre stretti controlli dovrebbero essere richiesti per quanto attiene la formazione dei prezzi e le modalità di contrattazione, in modo da frenare le operazioni speculative.

Nella problematica organizzativa della borsa rientra anche l'esame dei rapporti fra borse e banche, con riguardo alla intermediazione svolta dalle aziende di credito sul mercato dei valori mobiliari e della sua conseguente incidenza sull'attività di borsa e degli agenti di cambio nonché sulla rappresentatività dei prezzi segnati nei listini ufficiali.

Come è noto, la vigente normativa vieta alle banche di stipulare contratti in borsa nel recinto delle grida e stabilisce che gli unici intermediari autorizzati ad operare direttamente in borsa siano gli agenti di cambio, i quali rivestono

La qualifica di pubblici ufficiali, non possono operare in proprio e sono assoggettati ad alcuni divieti ed incompatibilità intesi ad assicurare la neutralità del loro intervento. Le banche hanno tuttavia conservato una posizione di primaria importanza nella raccolta degli ordini di borsa, in relazione alla capillarità della loro organizzazione, all'ampiezza e alla diversità della loro clientela. Nel settore del reddito fisso hanno pressochè monopolizzato il mercato, dato che detengono ampi quantitativi di titoli della specie nei loro portafogli e spesso si pongono come diretta contropartita per gli acquisti e le vendite effettuate dalla clientela agli sportelli.

Gli ordini che affluiscono in borsa sono, pertanto, relativamente modesti rispetto al totale delle negoziazioni in titoli, aggirandosi appena intorno al 20 per cento, con conseguente incidenza negativa sul grado di rappresentatività delle quotazioni e un potenziale ampliamento delle forze speculative del mercato.

In relazione a quanto sopra, appare evidente che un migliore funzionamento dell'istituto borsistico in Italia passa anche attraverso un coordinamento della funzione di intermediazione svolta dalle banche e dagli agenti di cambio, nonchè dalle società commissionarie di borsa e dalle finanziarie. Su

ale questione si scontrano da tempo interessi e opinioni divergenti, ma è indubbio che una soluzione razionale non potrà che favorire una maggiore concentrazione degli affari in borsa, evitando in ogni caso un'accentuazione degli oneri di intermediazione.

c) Il sistema sanzionatorio: limiti ed incongruenze

Il primo esame condotto dalla Commissione sulla documentazione pervenuta non ha trascurato di verificare l'esatto adempimento degli obblighi di comunicazione imposti dalla legge n. 216 a carico di determinati soggetti.

Alcuni casi di ritardo nelle comunicazioni sono alla particolare attenzione della Commissione la quale, pur guidata dal necessario spirito di comprensione e cosciente del fatto che la sua precipua funzione dovrà essere quella di indirizzare e raccomandare prima ancora di reprimere, non può, evidentemente, ignorare i compiti che le sono stati assegnati di "garante" del rispetto degli obblighi posti dalla legge.

In ordine al sistema sanzionatorio adottato con la legge 216 - e predisposto per la salvaguardia di beni giuridici di preminente interesse collettivo - si può brevemente osservare che alle lesioni di tali interessi si è opportunamente con-

ferito il carattere di vero e proprio reato, evitandosi il ricorso all'istituto - del tutto inadeguato - dell'illecito amministrativo.

Il legislatore cioè, apprezzando nella giusta misura la gravità di taluni comportamenti rispetto agli interessi protetti, ha inteso conseguentemente colpire quelle condotte, per lo più omissive, poste in essere da - o attraverso - soggetti investiti di particolari cariche negli organismi societari e non, per renderne più fermo e sicuro il controllo da parte della Commissione.

Ma tale posizione di principio non ha avuto il suo logico sviluppo normativo, sia perchè si è preferito introdurre la sanzione della sola ammenda, già di per sé scarsamente dissuasiva, sia perchè sono state previste, nel momento della concreta applicazione, misure irrisorie rispetto alla gravità dei fatti ed agli interessi coinvolti.

Per giunta, la legge 24 dicembre 1975, n. 706, de-penalizzando le figure di reato contravvenzionale punite con la sola ammenda - e sono le ipotesi prevalenti - ha praticamente vanificato la funzione intimidatrice della sanzione.

La Commissione, non può esimersi, altresì, dal sottolineare talune incongruenze e disarmonie del sistema sanziona-

torio, sia nell'ambito dei suoi confini che in rapporto a norme preesistenti.

Si intende qui porre in evidenza solo alcuni aspetti che più da vicino interessano l'attività della Commissione.

Non si vede, ad esempio, come possano essere posti sullo stesso piano - dal punto di vista della sanzione, come prevista dall'art. 3, ultimo comma e dall'art. 17, ultimo comma - i comportamenti, da un lato, di quegli amministratori che non ottemperano alle richieste, non si uniformano alle prescrizioni o comunque ostacolano l'esercizio delle funzioni della Commissione e, dall'altro, di quegli amministratori che ritardano semplicemente la comunicazione di una partecipazione azionaria di trascurabile entità o di un modesto compenso.

Per restare nell'ambito del citato art. 17, desta inoltre perplessità il fatto che soltanto alcuni dei soggetti tenuti a comunicare alla Commissione i compensi percepiti siano soggetti alla sanzione. Infatti, a norma dell'ultimo comma del predetto articolo, la sanzione è prevista unicamente a carico degli amministratori e sindaci delle società con azioni quotate e non anche degli amministratori e sindaci degli enti ad attività commerciale emittenti titoli quotati in borsa.

quanto alle disarmonie, oltre che alle insufficienze del sistema sanzionatorio, soprattutto in relazione alla proporzionalità tra lesione degli interessi tutelati e misura della sanzione, è da rilevare che, ai sensi dell'art. 2623 del codice civile, gli amministratori che impediscono il controllo della gestione sociale da parte del collegio sindacale o, nei casi previsti dalla legge, da parte dei soci, sono puniti, oltre che con una multa, anche con una pena detentiva, mentre, ai sensi della legge 216, gli stessi soggetti che impediscono il controllo da parte della CONSOB sono puniti solo con una pena pecuniaria.

Concludendo queste brevi ed esemplificative osservazioni, si formula l'auspicio che almeno i più stridenti scompensi del sistema sanzionatorio possano trovare, a breve, un'adeguata modifica in sede legislativa.

II. ATTIVITA' OPERATIVA

F) I problemi di struttura e di organico, le relazioni con l'esterno, i principali provvedimenti adottati.

L'organizzazione dell'attività della Commissione è stata decisamente condizionata, nella fase operativa iniziale, dall'indisponibilità di una sede idonea, dalla scarsa assegnazione di personale, dall'urgenza di dare attuazione alle incombenze di più immediata scadenza previste dalla legge istitutiva e, infine, dall'esigenza di approfondimenti collegiali dei problemi che costituiscono il nucleo delle funzioni della Commissione. Le fasi di analisi e quelle decisionali si sono sovrapposte, cosicchè l'attività operativa della CONSOB si è concretata in riunioni pressochè quotidiane di lunga durata, decisamente assorbenti. A questo riguardo si segnala che dal 23 luglio al 31 dicembre si sono tenute n. 53 riunioni, regolarmente verbalizzate, nelle quali sono stati discussi argomenti di varia natura e sono state adottate n. 11 delibere, delle quali sei con rilevanza esterna.

Si è tra l'altro considerato il tipo di organizzazione strutturale più adatto alla CONSOB, caratterizzando le funzioni secondo uno schema che ha trovato esplicazione nel regolamento di funzionamento che per legge la CONSOB è tenuta ad approntare.

La puntualizzazione di tali documenti ha richiesto un notevole sforzo di elaborazione, dato il carattere innovativo della CONSOB nel quadro amministrativo italiano e l'autonomia funzionale e di gestione ad essa attribuita.

Di notevole portata si sono rivelati i problemi interpretativi della legge, che si sono estrinsecati in una serie di quesiti rivolti dai vari soggetti interessati e che la Commissione ha vagliato ed in parte risolto.

In questo quadro si collocano, altresì, gli incontri con i rappresentanti di organismi quali l'Associazione Nazionale fra le Società Italiane per Azioni e l'Associazione Bancaria Italiana, che hanno consentito alla Commissione di chiarire la propria interpretazione su alcuni importanti punti controversi, in modo da semplificare l'adempimento degli obblighi di legge.

Allo scopo di acquisire elementi utili per iniziare la necessaria azione di riordino del mercato borsistico nazionale, la Commissione ha convocato i rappresentanti dei Comitati Direttivi degli Agenti di Cambio e delle Deputazioni di Borsa nonché di altri organi rappresentativi di categorie operanti sul mercato finanziario. Tali incontri hanno consentito di enucleare una serie di problemi di natura generale ed hanno fornito l'opportunità di una presa di contatto e di una reciproca cono-

senza che sarà d'indubbio vantaggio ai fini di una più stretta e proficua collaborazione.

Con le prime tre delibere la Commissione ha provveduto a delegare alcune funzioni alle Camere di Commercio, ai Comitati Direttivi degli Agenti di Cambio e alle Deputazioni di Borsa. Si è cercato di procedere con cautela e gradualità, per riservare eventuali modifiche di carattere generale ad una successiva fase.

La Commissione ha cercato, inoltre, ma inutilmente, di stabilire un contatto con le Autorità governative responsabili, ai fini di creare idonee condizioni operative. Senza esito sono state, infatti, le reiterate richieste di audizione volte a rappresentare i più pressanti problemi che condizionano il funzionamento della Commissione.

Queste difficoltà sono state esposte, in data 10 dicembre 1975, alla Commissione del Senato che ha condotto l'indagine conoscitiva sul funzionamento delle Borse Valori.

Il personale degli uffici della Commissione, comprendente direttivi, impiegati di concetto, esecutivi ed ausiliari non ha superato le 20 unità, mentre sono solo 6 gli ispettori del Tesoro destinati presso le dieci Borse Valori.

L'esiguità del personale a disposizione, che tutt'ora permane, ha imposto scelte di priorità nell'attività degli uffici

e degli stessi ispettori.

Con questi ultimi la Commissione ha concordato, in una serie di incontri e con contatti telefonici quasi giornalieri, l'attività da svolgere nell'ambito dei compiti operativi previsti dalla legge 216 e dal D.P.R. 31 marzo 1975 n.138, art. 11. Si è, cioè, impostato un sistema di lavoro che consente l'instaurazione del rapporto di stretta collaborazione funzionale voluto dalla legge.

Sono stati convocati gli amministratori di due società, per richiedere informazioni e notizie sulla effettiva situazione aziendale ed è stata condotta una ispezione presso la sede di una di queste società, nei confronti della quale sono stati poi adottati provvedimenti limitativi della quotazione in borsa.

E' stata esaminata ed istruita una vertenza su irregolarità riscontrate in occasione della collocazione dei titoli azionari di una società di recente quotazione, comunicando alle Autorità giudiziarie le implicazioni penali della vicenda.

2) Documentazione acquisita

1) Esame ed elaborazione della documentazione

L'acquisizione delle informazioni relative alle società ed agli altri enti considerati dalla legge 216 costituisce l'elemento basilare dell'attività della Commissione oltre che per sua stessa informazione, per rendere pubblici dati e notizie ritenuti necessari per l'informazione del mercato. Per raggiungere questo obiettivo tutti gli elementi informativi sulle singole società verranno classificati e ordinati in uno schedario generale, idoneo anche a consentire raggruppamenti per categorie di imprese, con l'ausilio di un centro elettronico per l'elaborazione dati, ad esclusivo uso della CONSOB, dato il loro carattere di riservatezza.

Per mettere la CONSOB in condizione di dotarsi di un sistema efficiente di elaborazione elettronica dei dati, correttamente dimensionato alle sue esigenze, si è fatto ricorso alla consulenza di un qualificato gruppo tecnico di studio, costituito da tre elementi esterni di comprovata esperienza e qualificazione. Si è mirato soprattutto a stabilire il metodo più appropriato per la realizzazione del centro, programmandone le fasi ed i tempi. In attesa della installazione e del pieno funzionamento del centro elettronico, che richiede un tempo

15

tecnico di attuazione di circa due anni, la Commissione non potrà che adempiere secondo sistemi tradizionali, come già ha iniziato a fare, le operazioni necessarie, sia pure limitandole al minimo.

Nel prendere in esame le modalità di classificazione delle informazioni si è imposta una fondamentale distinzione fra quelle di carattere periodico e quelle di carattere saltuario.

Nell'ambito della prima rientra l'insieme della documentazione interessante l'assemblea degli azionisti e cioè: il bilancio annuale corredato dalla relazione del Consiglio di Amministrazione, la relazione del Collegio Sindacale ed il verbale di assemblea.

A questa documentazione di carattere "tradizionale", sia pure modificata con le innovazioni apportate al Codice Civile dalla legge 216, si aggiunge la relazione sull'attività svolta nel primo semestre successivo alla conclusione dell'esercizio.

Di carattere periodico sono altresì le informazioni provenienti dalle singole borse attraverso: a) il rapporto telefonico giornaliero e quello scritto settimanale del-

l'ispettore di Borsa: b) il rapporto mensile del Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio; c) il rapporto mensile della Deputazione di Borsa.

La Commissione è quotidianamente in contatto con gli ispettori operanti presso le Borse Valori.

Alla chiusura dei listini gli ispettori comunicano per telefono i dati relativi alla Borsa in cui svolgono la loro attività e le quotazioni dei principali titoli. Questi elementi informativi vengono poi sviluppati, in forma più meditata, nella relazione settimanale che gli ispettori inviano alla sede centrale.

A partire dal mese borsistico di ottobre 1975 a questi rapporti tradizionali, che in precedenza erano trasmessi al Ministero del Tesoro, si sono aggiunti quelli elaborati su base mensile dalle Deputazioni di Borsa e dai Comitati Direttivi degli Agenti di Cambio secondo le istruzioni impartite dalla Commissione.

I rapporti rispecchiano le caratteristiche dei due organi che li elaborano: più attento ai problemi istituzionali quello delle Deputazioni, più collegato all'attività operativa quello dei Comitati Direttivi.

10.

Nell'informazione saltuaria si comprendono: la relazione ed il verbale di assemblea straordinaria indetta dalle società quando si debbano decidere modificazioni statutarie; le comunicazioni relative alle modificazioni dei possessi azionari che superino le percentuali indicate nella legge 216, nonché le informazioni inviate spontaneamente dalle società stesse, che assumono generalmente la veste di "Lettera all'azionista".

L'esame dell'insieme di questa documentazione effettuato dalla Commissione nella prima fase della sua attività ha mirato soprattutto a perseguire i seguenti obiettivi:

1) verificare la rispondenza, in termini di scadenza temporale e di regolarità, delle comunicazioni previste dalla legge 216;

2) analizzare le caratteristiche tecniche, e quindi la significatività, dei diversi elementi informativi acquisiti.

Il risultato dell'esame effettuato ha condotto a rilevare i dati di sintesi nonché a formulare le osservazioni che di seguito si riferiscono.

Tutte le società quotate meno una, hanno adempiuto agli obblighi previsti dall'art. 4 della legge 216, inviando la documentazione concernente l'esercizio sociale 1974.

Riguardo alle relazioni semestrali i casi di inadempienza sono stati sei e sono in corso le relative istruttorie.

Una società ha inviato la relazione successivamente alla scadenza e su richiesta della Commissione.

Per il quadrimestre settembre-dicembre 1975 sono pervenute alla Commissione 33 comunicazioni, relative ad altrettante assemblee straordinarie, come previsto dall'art.4 della legge 216.

Di queste, 13 riguardavano l'aumento del capitale sociale, 6 la svalutazione ed il contestuale reintegro del capitale, 5 le fusioni di società, tre l'adeguamento dello statuto alla normativa prevista dalla 216, una la revoca dell'aumento del capitale sociale precedentemente deciso.

Relativamente all'informazione saltuaria "spontanea" è da far presente che nel periodo considerato soltanto due società quotate vi hanno fatto ricorso.

Circa la documentazione sulla gestione annuale delle società, nel rammentare che la legge istitutiva della CONSOB ha introdotto alcune innovazioni tecniche nella redazione del bilancio annuale, ed in particolare una maggiore disaggregazione del conto profitti e perdite, si osserva che la significatività dei dati diventerà ancora più rilevante col trascorrere degli anni, quando saranno possibili raffronti di ordine temporale.

Relativamente alla relazione del Consiglio di Amministrazione si è riscontrato, soprattutto in quelle delle imprese di maggiori dimensioni, la tendenza a dedicare, nell'economia del documento, uno spazio notevole alle vicende congiunturali nazionali ed internazionali, a spese dell'illustrazione dell'andamento della gestione aziendale vera e propria. Questo indirizzo tende a sopravvalutare le cause esterne, di ordine generale, come determinanti i risultati di esercizio nei confronti delle cause proprie dell'impresa.

Una carenza che tuttora permane concerne l'informativa sulle risorse finanziarie delle imprese e sui mezzi di finanziamento necessari per realizzare gli obiettivi societari di più lungo periodo.

I verbali di assemblea raramente hanno offerto elementi conoscitivi esaurienti, attraverso la dialettica tra azionisti di maggioranza e di minoranza, sulla situazione in tema della società.

Questa carenza deriva, in parte, dalla scarsa partecipazione degli azionisti all'assemblea annuale ed, in parte, dalla stringatezza del resoconto dell'assemblea stessa, che vanifica talvolta lo stesso diritto di intervento dell'azionista dissenziente.

La relazione del Collegio sindacale assume in molti casi un significato soltanto formale. Ciò comporta in prospettiva una attenta elaborazione dei principi contabili della certificazione dei bilanci ed una scelta oculata delle società da includere nell'apposito albo.

Nell'ambito dell'informazione periodica, le relazioni sull'attività svolta dalle società nel primo semestre successivo alla chiusura dell'esercizio rappresentano il più rilevante elemento innovativo, volto a soddisfare l'esigenza di una più vasta informazione degli azionisti e del pubblico in genere, ma anche strumentale per l'attività operativa della CONSOB.

Circa il contenuto delle relazioni stesse - premesso che l'art. 12 della legge 216 si limita a prescrivere l'obbligo di riportare elementi di informazione relativi "alla produzione, alle vendite, ai servizi collocati, alle spese e ai ricavi" - è da osservare che la maggior parte delle società si sono strettamente attenute al dettato legislativo, privilegiando gli aspetti economico-produttivi rispetto a quelli patrimoniali e finanziari.

Il documento è risultato pertanto più significativo per le imprese che svolgono un'attività industriale o di servizi che per quelle con una maggiore caratterizzazione patri-

noniale o finanziaria. Inoltre la significatività della relazione si riduce notevolmente per le società che realizzano a fine esercizio i più rilevanti fatti di gestione o per quelle dotate di un consistente portafoglio azionario.

Le relazioni semestrali costituiscono, unitamente alle comunicazioni relative alla consistenza ed alle modificazioni dei possessi azionari, l'elemento informativo più "dinamico" a disposizione della CONSOB.

In tale contesto, è intenzione della Commissione richiedere alle società soggette alla disciplina della legge 216, le cui relazioni non risultino sufficientemente esaurienti, una integrazione di dati tale da permettere alla CONSOB di svolgere nella misura più vasta ed approfondita possibile, la funzione di informazione del pubblico prevista dalla legge istitutiva.

Riguardo alle comunicazioni delle partecipazioni azionarie (art. 5 legge 216) la Commissione, dopo averne verificato la rispondenza al dettato legislativo, ha iniziato una duplice classificazione delle comunicazioni pervenute: secondo i settori di attività delle imprese interessate e secondo l'appartenenza ai diversi gruppi finanziari.

Si intende così seguire l'evoluzione dei possessi azionari relativi alle singole imprese operanti all'interno di ciascun comparto e, nello stesso tempo, tentare di identificarne tendenze e politiche di gestione, anche attraverso il confronto con gli altri elementi informativi contenuti nell'insieme della documentazione inviata dalle società.

L'esatta e tempestiva individuazione della composizione del portafoglio titoli permette, inoltre, un miglior controllo della esattezza del valore di carico dei possessi azionari, specialmente per quanto riguarda il bilancio delle società capogruppo.

2) Situazione economico finanziaria delle società quotate

Per la quasi totalità delle imprese esaminate, l'esercizio 1974 ha posto in evidenza: a) sul piano dell'andamento economico la rottura dell'equilibrio costi-ricavi; b) sul piano finanziario la conferma dello sviluppo dell'indebitamento esterno ed, in particolare, un netto incremento dei debiti a breve su quelli a medio-lungo termine;

o) una forte maggiorazione della voce "interessi passivi" connessa, non solo all'aumento dell'indebitamento, ma anche a quello dei tassi.

A tale andamento negativo generalizzato si sono in parte sottratte alcune società quotate nei comparti bancario ed assicurativo e singole imprese in specifici settori.

I risultati d'esercizio delle società finanziarie sono stati, a loro volta, prevalentemente influenzati dalla composizione del portafoglio delle società stesse.

Anche l'andamento del primo semestre 1975 ha mostrato, dall'esame delle relative relazioni, il persistere di una situazione negativa, ma ha anche registrato un miglioramento della domanda, specialmente di beni di consumo, nonchè una limitata diminuzione dei tassi bancari attivi.

Nel complesso si può rilevare che le società quotate hanno avuto risultati coerenti e similari a quelli registrati da tutte le altre imprese, non quotate, agenti nello stesso settore di attività. Hanno fatto eccezione alcune società che, pur facendo parte di settori fortemente in crisi, segnatamente immobiliari, si sono aggiudicate, sui mercati

esteri, forniture e lavori tali da garantire la piena attività ed una buona redditività per un certo numero di esercizi.

L'esame della documentazione relativa alle assemblee straordinarie ha permesso di seguire le modificazioni strutturali delle società interessate.

Per il periodo in esame (settembre-dicembre 1975) il numero di imprese considerate (33) è ovviamente troppo esiguo per consentire elementi di giudizio validi in senso generale.

L'insieme degli aumenti di capitale deliberati nel periodo considerato (n. 18) sono ammontati, complessivamente, a 504,7 miliardi di lire.

La metà, circa, riguarda società svolgenti attività industriale, per un totale di 235,6 miliardi di lire dei quali 216,4 relativi a società a capitale privato e 19,2 l'unica società a prevalente capitale pubblico.

Le società finanziarie hanno deliberato aumenti per complessivi 269,1 miliardi di lire, 25 dei quali da parte di finanziarie private e 244,1 da finanziarie a capitale pubblico.

Circa le dimensioni delle società interessate va rilevato che, ad operazione completata, due di esse raggiungeranno appena il miliardo di capitale, nove si collocheranno

nella fascia da 2 a 3 miliardi, tre tra i 14 ed i 19 miliardi e soltanto una, la più grande, a capo di un gruppo finanziario di crescente importanza, raggiungerà, sempre ad operazione ultimata, i 200 miliardi.

Le motivazioni che hanno portato alle decisioni di aumenti di capitale netto rientrano nella tematica generale del deterioramento della situazione finanziaria delle imprese, rifacendosi alla necessità di riequilibrare l'assetto capitale proprio-finanziamenti in atto, scosso fortemente dai più recenti risultati di gestione.

Nei diciotto casi di assemblee straordinarie motivate esclusivamente dall'opportunità di aumentare il capitale, la maggioranza è infatti rappresentata da finanziarie che debbono far fronte a programmi di investimento o a investimenti in corso, propri o di società controllate.

Ai predetti aumenti di capitale netto vanno contrapposti i sei casi di società che, a seguito di perdite consistenti d'esercizio, sono state costrette a svalutare e contestualmente reintegrare il capitale sociale.

Per quattro di queste si è trattato di perdite cospicue, oscillanti tra i venti ed i centoventi miliardi di lire.

Delle sei società considerate tre sono a prevalente capitale pubblico, una a capitale misto, le altre due, di dimensioni minori, a capitale privato. Da notare che quattro riguardano imprese operanti nel settore tessile ed affini, di un settore cioè, che è tra quelli che maggiormente hanno risentito della flessione della domanda globale, di beni di consumo in particolare.

L'aumento globale di capitale netto, dedotti i 245,9 miliardi relativi a riduzioni e a contestuali reintegri è pari a 258,8 miliardi. Gli aumenti a titolo gratuito hanno rappresentato l'1,5% del totale, essendo stati pari a 3 miliardi di lire.

Le assemblee straordinarie relative a fusioni sono state 5 sul totale di 33. Ad eccezione di una, sono avvenute tra società madre e controllata oppure tra società aventi partecipazioni in comune.

A conclusione del sommario esame condotto, si desume che sia gli aumenti di capitale che le fusioni rispecchiano, per il campione considerato, difficoltà che hanno indotto ad un ridimensionamento o alla solidarietà "finanziaria" di gruppo, piuttosto che all'espansione.

Dal punto di vista tecnico non può infine non rilevar

19.

che nella misura in cui la aziende a capitale misto vedono l'ulteriore espansione dell'azionista pubblico, si riduce ancor più la significatività dei valori di contrattazione dei relativi titoli nelle borse valori e si accentua il condizionamento della politica monetaria.

1) Informazioni al pubblico

Il sistema informativo che la CONSOB ha impostato "annualmente" non le serve unicamente per realizzare la necessaria valutazione d'insieme degli elementi che concorrono a determinare, almeno in parte, l'andamento dei titoli quotati in Borsa e ad assolvere alle altre funzioni connesse con il controllo degli aspetti societari che rientrano nella sua sfera di competenza. Un secondo elemento di fondamentale importanza è infatti rappresentato dall'esigenza di informazione del pubblico, considerata tanto come presupposto per il riavvicinamento dei potenziali investitori ai mercati finanziari, quanto come opportunità di rendere pubblici i vari aspetti dell'attività svolta dalla CONSOB diretta al coordinamento ed al controllo dell'attività dei mercati finanziari.

Relativamente all'aspetto connesso con la più ampia

conoscenza possibile delle situazioni societarie, la Commissione può assolvere alla sua funzione imponendo alle società quotate di rendere pubblici quei dati che ritenga necessari per una più esauriente informazione.

Nel quadrimestre di attività considerato nella Relazione, le più volte richiamate esigenze di carattere organizzativo hanno impedito di svolgere questa funzione con la necessaria ampiezza.

Così, per quanto riguarda la richiesta di dati supplementivi a società quotate e la successiva, eventuale pubblicizzazione degli stessi, la Commissione ha realizzato due incontri con gli amministratori di altrettante società, richiedendo una serie di elementi connessi, nel primo dei due casi, alla richiesta della società di limitare al contante la quotazione del proprio titolo e nel secondo, all'analisi di una difficile situazione interna che ha poi portato a provvedimenti diretti nei confronti delle modalità di quotazione delle azioni della società interessata.

In entrambi i casi la Commissione non ha ravvisato l'opportunità di richiedere agli amministratori delle Società la pubblicazione di ulteriori elementi d'informazione per il pubblico.

51

D'aspetto esterno della vicenda si è invece evidenziato in un comunicato stampa che, sottintendendo l'apprezzamento che la Commissione aveva fatto degli elementi portati a sostegno della richiesta di limitazione al contante, ha reso pubblicamente noto il punto di vista della CONSOB sulla questione.

Circa l'informazione sull'attività della Commissione si è data la massima pubblicità - negli ambienti direttamente o indirettamente interessati - alle delibere nn. 2 e 3 con le quali si è provveduto a delegare agli organi locali di Borsa una serie di poteri relativi al funzionamento delle stesse.

La Commissione si è inoltre posta, fin dal primo momento di attività, il problema della corretta informazione di quella parte della sua attività che ha rilevanza esterna. Essa ritiene che la forma migliore possa essere rappresentata da un apposito Bollettino che permetta a tutti coloro che sono interessati alla sua attività di venire informati in maniera certa e costante degli atti della CONSOB.

Il Bollettino potrà eventualmente essere corredato, di volta in volta, di spunti e riflessioni sull'insieme della problematica economico-finanziaria e giuridico-amministrativa connessa con la natura, le funzioni e l'attività operativa della Commissione.

III - ANDAMENTO DEL MERCATO FINANZIARIO

L'anno 1975, nel quale ha inizio l'attività della CONSOB, presenta una fase evolutiva del mercato finanziario italiano, caratterizzata, rispetto al 1974, da un incremento del rendimento medio effettivo e delle emissioni nette di valori mobiliari, da crescenti sottoscrizioni della banca centrale e delle aziende di credito. Infatti fra il 1974 e il 1975 :

a) il rendimento medio effettivo dei valori mobiliari è aumentato dal 9,11 al 10,06 per cento per i titoli di stato, dal 9,43 al 10,56 per cento per le obbligazioni, dal 2,95 al 4,89 per cento per le azioni ;

b) le emissioni nette sono passate : per i titoli a reddito fisso, da 3.473 a 11.907 miliardi, ivi comprese le emissioni del Tesoro, salite da 1.226 miliardi a 5.101 miliardi; per le azioni, da 771 miliardi a 1.357 miliardi ;

c) le sottoscrizioni nette di titoli a reddito fisso sono aumentate da parte della Banca d'Italia di 804 miliardi (da 1.617 a 2.421 miliardi), delle aziende di credito di 2.466 miliardi (da 3.872 a 6.338 miliardi), del pubblico di 4.595 (da 2.036 a 2.559 miliardi).

Queste risultanze si sono associate, da un lato, ad una riduzione del prodotto lordo interno reale del 3,7 per cento, e

ed un aumento dei relativi prezzi impliciti del 17,5 per cento, essendo saliti i prezzi delle importazioni di beni e servizi del 6,3 per cento e i costi del lavoro per unità di prodotto del 26,9 per cento nel settore privato, dall'altro, ad una flessione della domanda interna reale del 6,4 per cento, essendo diminuiti i consumi dell'1,4 per cento e gli investimenti lordi del 24,0 per cento, cosicchè il rapporto investimenti-reddito è sceso al 20 per cento, mentre il disavanzo del settore pubblico (amministrazione centrale, aziende autonome, enti locali e istituti previdenziali) riferito al reddito è salito al 15,2 per cento.

L'espansione delle attività finanziarie nette dell'economia si è collegata: per le famiglie, alle accresciute incertezze in materia di occupazione, alla modesta attrazione esercitata dagli investimenti in immobili e ai risultati, non sempre positivi, offerti dai beni rifugio; per le imprese, al ridotto ammontare degli investimenti lordi. Detta espansione si è tradotta in un aumento del 22 per cento delle attività liquide (16 per cento nel 1974), nonchè in una larga partecipazione, congiuntamente alla banca centrale e alle aziende di credito, al finanziamento dell'accresciuto disavanzo del settore pubblico. Nel

quadro dei flussi delle attività finanziarie è infine da precisare che:

a) l'estero ha assorbito un ammontare netto di 242 miliardi nel 1975 contro 4.508 miliardi nel 1974;

b) le partite non classificabili, comprensive degli sfasamenti e quindi anche delle perdite dei profitti degli intermediari finanziari, sono ammontate a circa 3.700 miliardi nel 1975.

In sintesi, a fronte della descritta evoluzione delle attività finanziarie, il saldo attivo dell'economia si è accresciuto di 12.913 miliardi nel 1975, contro 3.612 miliardi nel 1974, mentre il saldo finanziario passivo del settore pubblico, dedotti i fondi forniti all'economia, è aumentato di 16.956 miliardi nel 1975 contro 9.722 miliardi nel 1974.

In particolare, il saldo attivo delle famiglie è passato da 13.480 a 20.207 miliardi fra il 1974 e il 1975, mentre il saldo passivo delle imprese si è ridotto da 9.859 a 7.294 miliardi nei due anni a raffronto.

L'analisi della composizione del flusso delle attività finanziarie pone in evidenza, sia un forte ricupero degli investimenti delle famiglie nei titoli a reddito fisso, pur restando la domanda inferiore ai valori di medio periodo, sia un cre-

Fra il 1974 e il 1975 è tuttavia migliorata la qualità dell'indebitamento delle imprese, essendosi contratto quello bancario a seguito delle migliorate condizioni dell'offerta di fondi sotto forma obbligazionaria e di crediti a medio e a lungo termine.

Nel contesto delle operazioni di finanziamento, si pone la creazione di base monetaria per 6.882 miliardi nel 1975, contro 4.106 miliardi nel 1974, avendo la componente estera assorbito 1.100 miliardi nel 1975 e 4.234 miliardi nel 1974; in particolare il Tesoro ha concorso alla creazione di base monetaria per 7.779 miliardi nel 1975 contro 7.671 miliardi nel 1974.

Dal complesso delle risultanze finora esposte si può desumere, relativamente al 1975, che molteplici fattori hanno inciso negativamente :

a) il disavanzo del settore pubblico, sullo sviluppo del processo inflatorio ;

b) l'aumento dei costi unitari di produzione, sia per aumenti delle retribuzioni, sia per riduzione della produttività del lavoro, sulla flessione del risparmio d'impresa ;

c) le attese di aumento dei costi unitari di produzione, sulla contrazione degli investimenti ;

cente ammontare dei depositi bancari e postali, mentre i portafogli azionari hanno continuato a perdere d'importanza relativa, tanto che la loro consistenza a fine 1975 si è ridotta al 3,2 per cento del risparmio finanziario delle famiglie.

La quota dei finanziamenti complessivi a favore dell'economia si è ulteriormente abbassata nel 1975 essendo scesa al 47,7 per cento del totale (contro il 56,5 nel 1974 e il 37,5 nel 1962), in conseguenza si è elevata quella a favore del settore pubblico. Tale variazione risulta da una maggiorazione dei finanziamenti a favore di entrambe le categorie di utilizzatori finali delle risorse, dovuta :

a) per il settore economia, ad una riduzione del saldo finanziario delle imprese, connessa ad una caduta degli investimenti produttivi, maggiore della contrazione del risparmio d'impresa ;

b) per il settore pubblico, ad un crescente disavanzo corrente, nonchè all'onere derivante dalla sistemazione dei debiti a breve termine degli enti mutualistici nei confronti degli ospedali.

d) le prospettive incerte dell'occupazione, sul contenimento della domanda per consumi e di espansione del risparmio finanziario delle famiglie;

e) il deterioramento dei conti economici delle imprese, soprattutto pubbliche, sulla riduzione del rapporto fra capitale di rischio e indebitamento;

f) l'accresciuta incertezza operativa, sull'aumento della domanda di scorte finanziarie e quindi sui costi d'impresa.

L'esame delle varie categorie di investitori consente di rilevare una crescente partecipazione della banca centrale e delle aziende di credito alla sottoscrizione e alla detenzione di titoli a reddito fisso, cosicchè si è determinato, da un lato, una creazione crescente di base monetaria in contropartita, dall'altro, una espansione dell'intermediazione finanziaria di secondo grado (istituti speciali e aziende di credito) sollecitata anche dai vincoli imposti all'attivo bancario. A fine 1975 i titoli a reddito fisso erano collocati presso: la banca centrale per il 20 per cento, le aziende di credito per il 51 per cento, il pubblico per il 29 per cento, mentre nel 1962 le corrispondenti percentuali erano pari all'8, al 28 e al 64 per cento.

L'esperienza italiana sembra quindi dimostrare che l'azione di sostegno del corso dei titoli a reddito fisso da parte della banca centrale, esercitata sia in modo diretto con sottoscrizione all'emissione, sia in modo indiretto con la politica di mercato aperto, ha inciso, di fatto, sul comportamento di portafoglio delle famiglie orientando il risparmio verso l'investimento all'estero, le attività liquide e i beni rifugio ed ha concorso ad aggravare la pressione inflatoria, essendo l'attività produttiva interna influenzata negativamente dalle accresciute incertezze operative.

Quanto alle azioni, si riscontra che anche nel 1975 è continuata la graduale riduzione della quota detenuta dai privati, ormai scesa al 24 per cento, di poco superiore a quella detenuta dai non residenti che, invece, ha assunto crescente importanza, mentre la quota posseduta dalle società è ormai del 50 per cento.

Il possesso azionario si è accompagnato ad uno spostamento ulteriore dalle azioni quotate a quelle non quotate, essendo ammontate le emissioni lorde di azioni quotate a 208 miliardi e quelle non quotate a 1.484 miliardi.

La restringere l'attività della borsa come mercato delle azioni ha concorso, da un lato, la ridotta importanza dei titoli a reddito variabile sul totale delle attività finanziarie (19 per cento nel 1975 contro 65 per cento nel 1962), dall'altro, la riduzione della quota delle azioni quotate rispetto al totale delle azioni (31 per cento nel 1975 contro 54 per cento nel 1962). In peraltro si collegano queste risultanze con quelle sopra indicate della diversa partecipazione della banca centrale e delle aziende di credito, ossia degli organi creatori di moneta e di quasi moneta, si può osservare che la crescente importanza dei titoli a reddito fisso sul totale delle attività finanziarie riflette anche un'eccedenza delle emissioni di titoli sul risparmio nazionale e quindi un collocamento generatore di pressione inflatoria interna.

Rispetto al risparmio nazionale lordo le emissioni di titoli azionari sono in ogni caso diminuite, tanto che nel 1975 esse sono ammontate al 6 per cento, mentre nel 1962 erano state pari al 10 per cento. Il mercato primario delle azioni mostra, quindi, una spiccata tendenza ad offrire un minor contributo al finanziamento delle imprese, mentre l'autofinanziamento continua ad essere, oltre che modesto rispetto al fabbisogno di capitale delle imprese, anche irregolare nell'apporto e, in

taluni anni, negativo in termini globali. A determinare la riduzione dell'apporto del capitale di rischio delle imprese hanno concorso, sia la riduzione del rendimento azionario (per minori profitti e per ragioni fiscali), sia il credito agevolato e la politica monetaria intesa a sostenere il collocamento dei titoli a reddito fisso. Per il primo motivo si è verificata una flessione della domanda di azioni, per il secondo una riduzione dell'offerta. In concreto si riscontra fra il 1962 e il 1975 che la composizione del passivo di bilancio delle imprese presenta una flessione della consistenza dei fondi propri dal 49 al 20 per cento, contro un aumento dell'indebitamento a breve termine dal 26 al 36 per cento e dell'indebitamento a medio e lungo termine e in obbligazioni dal 22 al 39 per cento, dei finanziamenti dello Stato ed enti locali dal 2 al 5 per cento.

Questa nuova struttura finanziaria, nella misura in cui ha condotto ad una involontaria maggiorazione del leverage delle imprese, non è stata priva di effetti secondari negativi sulla domanda di investimenti ed ha concorso a soffocare l'iniziativa d'impresa della categoria degli azionisti e a potenziare il controllo dei creditori: pubblica amministrazione, aziende e istituti speciali di credito. Non solo si è ridotta la quo-

la globale delle azioni e partecipazioni nei bilanci delle imprese, ma anche la quota relativa delle emissioni private rispetto a quella delle società con prevalente partecipazione statale. La modifica della struttura finanziaria delle imprese si è accompagnata ad una graduale riduzione degli investimenti fissi lordi, ammontati nel 1975 al 18 per cento del prodotto lordo interno, mentre nel 1962 si erano aggirati intorno al 24 per cento. Relativamente agli altri paesi industriali, la quota degli investimenti fissi in Italia è ora notevolmente più bassa in rapporto alle forze di lavoro occupate, così che il tasso di accumulazione e produttività dell'economia tende comparativamente a decrescere.

Circa l'andamento dei corsi azionari, è da osservare che il numero indice relativo, fatto 100 il 1958, è passato da 149,5 nella media del 1974 a 111,0 nel 1975, segnando una flessione del 25,8 per cento. Per effetto di questa riduzione dei corsi e di un incremento del dividendo unitario, il rendimento medio effettivo azionario è stato pari al 4,89 per cento nel 1975 contro il 2,95 per cento nel 1974.

L'andamento del mercato azionario italiano nel 1975 può essere suddiviso in quattro periodi così caratterizzati: il primo, che va fino al mese di marzo, con una forte ripresa

2.

delle quotazioni (24 per cento rispetto a fine 1974) in relazione ad una soddisfacente campagna dividendi; il secondo, che comprende i mesi di aprile e maggio, con andamento stazionario sui livelli precedenti; il terzo, che arriva fino ad ottobre, con forte flessione dei corsi, per effetto, sia dei risultati elettorali di giugno, sia della accentuata recessione dell'economia, posta in evidenza dai resoconti semestrali pubblicati per la prima volta dalle società in ottemperanza alla legge 216; il quarto, infine, avente una modesta ripresa connessa con migliorate prospettive congiunturali di alcuni settori dell'industria.

L'andamento del mercato azionario nel 1975, attraverso la ridotta importanza delle nuove emissioni e l'ampia fluttuazione delle quotazioni, ha posto in chiara evidenza, pur essendo operante una pressione inflatoria interna, il progressivo declino della funzionalità e rappresentatività dei titoli a reddito variabile come strumenti di finanziamento dell'economia e di monetizzazione dei risparmi investiti. Il mercato azionario ha mostrato tendenza non solo ad assottigliarsi in termini strutturali, ossia come rapporto fra titoli azionari e totale delle attività finanziarie, ma anche in termini di negoziazioni uff-

ali, ossia come rapporto fra il valore dei titoli trattati presso le borse e valore dei titoli segnalati alle stanze di compensazione.

Questa evoluzione si è collegata, da un lato, alla stazionarietà del numero delle società quotate e alla perdita d'importanza del capitale quotato rispetto al totale dei fondi amministrati dalle imprese, dall'altro, al crescente volume dei titoli azionari trattati dalle banche in rapporto alle contrattazioni presso le borse ufficiali. A questo riguardo è da segnalare che il rapporto fra i titoli da consegnare da parte delle banche e le contrattazioni presso le borse valori è salito dal 17 per cento nel 1962 al 24 per cento nel 1974 e 1975.