



---

**CONSOB**

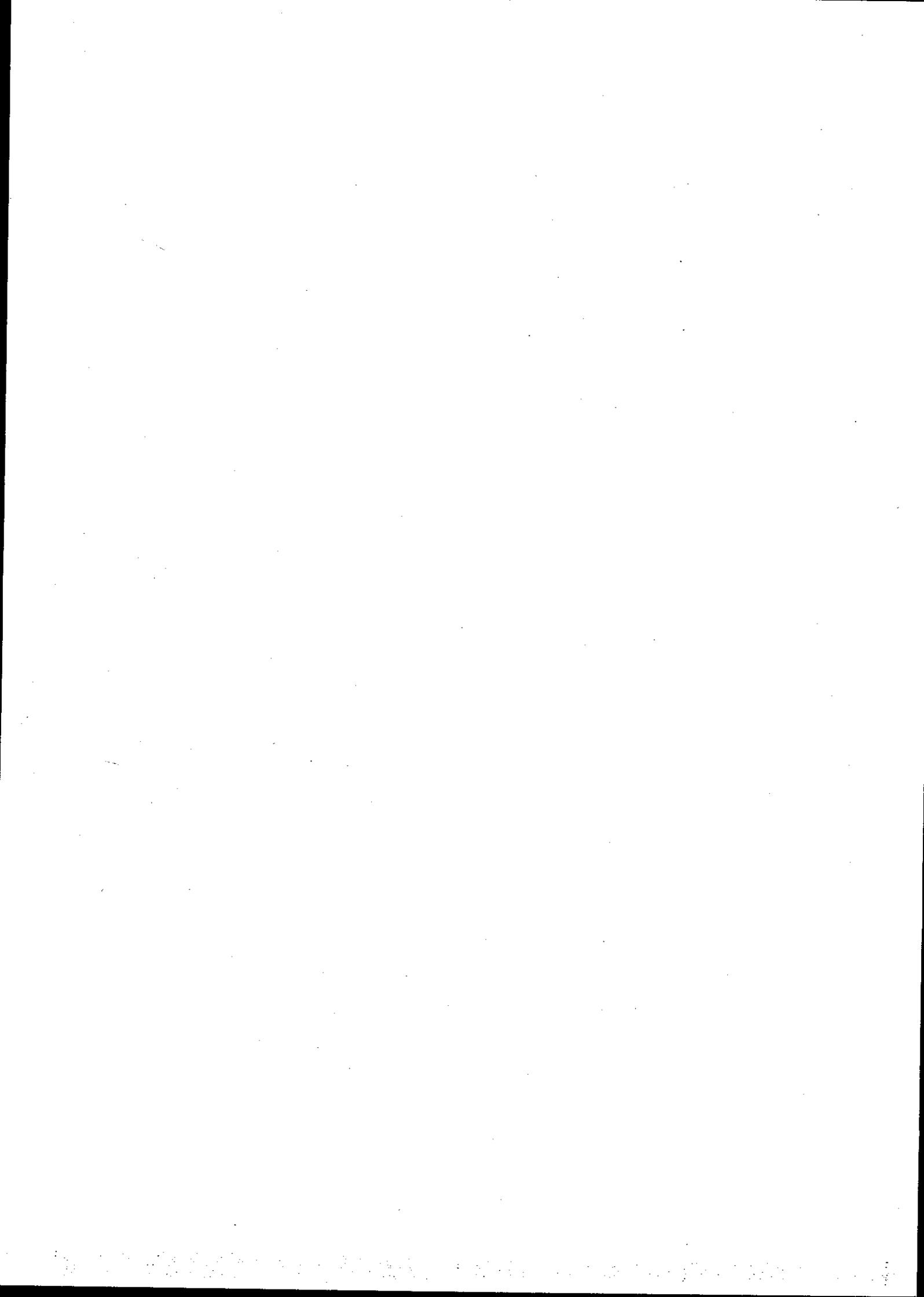
---

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

RELAZIONE  
PER L'ANNO  
1994

ROMA, 31 MARZO 1995

**RELAZIONE PER L'ANNO 1994**

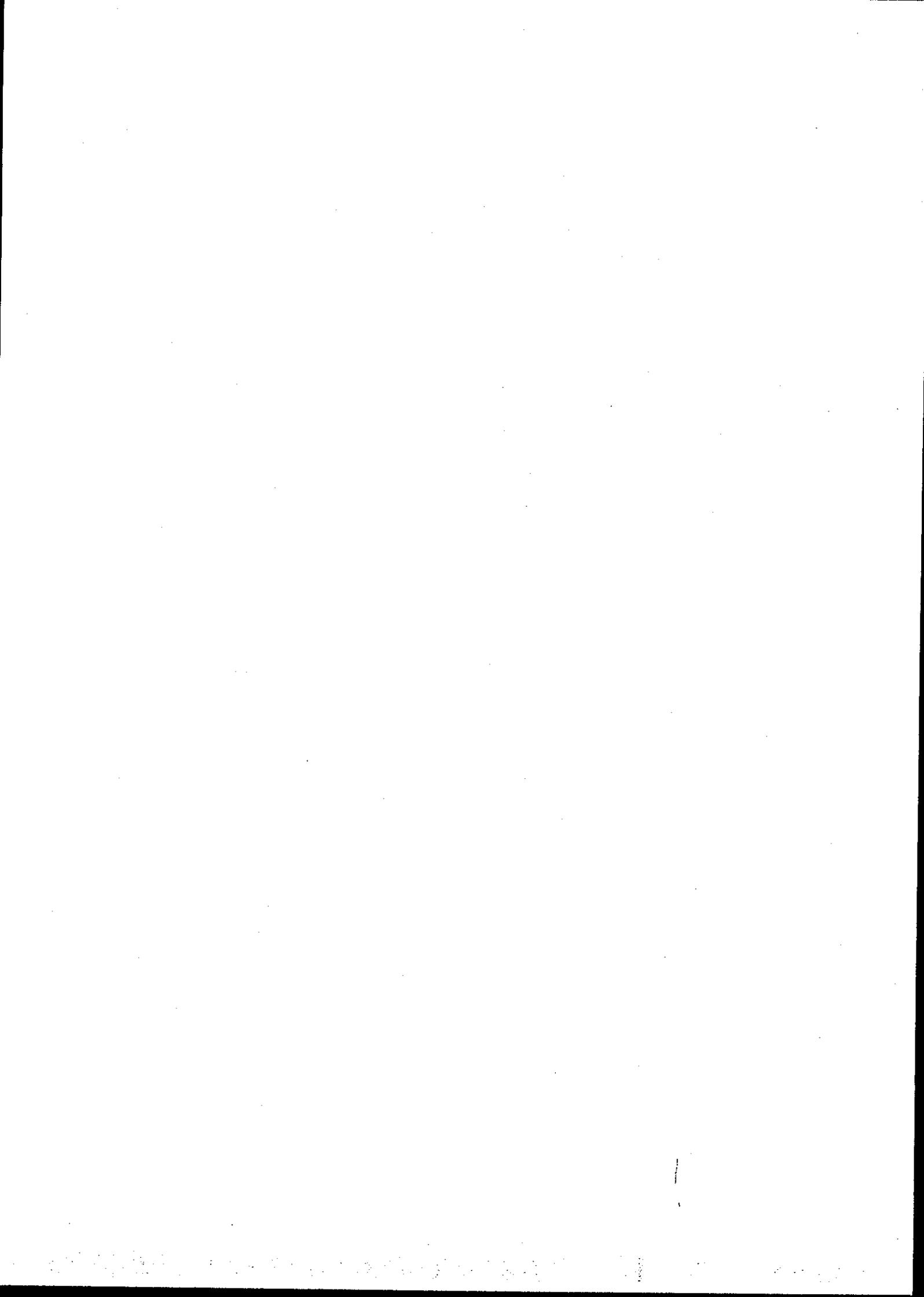


## INDICE

A -	LE LINEE PROGRAMMATICHE	Pag.	7
B -	L'ATTIVITA' ISTITUZIONALE		
I.	LE QUESTIONI IN CORSO	»	35
	1. <i>Il recepimento della direttiva sui servizi di investimento</i>	»	35
	2. <i>La regolamentazione dei fondi mobiliari chiusi ed immobiliari chiusi</i>	»	38
	3. <i>Il processo di riforma dei mercati mobiliari</i>	»	41
	4. <i>Il controllo sui prodotti derivati</i>	»	49
	5. <i>Disciplina fiscale e bilancio civilistico</i>	»	52
	6. <i>I principi contabili nella prospettiva dell'internazionalizzazione dei mercati</i>	»	55
II.	LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E LE SOCIETA' QUOTATE	»	59
	1. <i>L'attività regolamentare e interpretativa</i>	»	59
	2. <i>La sollecitazione del pubblico risparmio e il collocamento di titoli quotati</i>	»	68
	3. <i>L'informativa societaria</i>	»	80
	4. <i>La correttezza contabile</i>	»	96
III.	I MERCATI	»	105
	1. <i>Il controllo sulla regolarità degli scambi</i>	»	106
	2. <i>I controlli sull'uso di informazioni riservate</i>	»	110

3.	<i>L'attività regolamentare e interpretativa</i>	Pag.	112
4.	<i>Il mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato quotati in borsa</i>	»	115
5.	<i>Il mercato italiano dei derivati</i>	»	120
6.	<i>L'attività di delega al Consiglio di borsa</i>	»	124
IV.	GLI INTERMEDIARI MOBILIARI	»	127
1.	<i>L'andamento del settore</i>	»	127
2.	<i>L'attività regolamentare e interpretativa</i>	»	139
3.	<i>L'attività di vigilanza e i controlli</i>	»	147
V.	LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE	»	165
1.	<i>L'Unione Europea</i>	»	165
2.	<i>Lo IOSCO</i>	»	174
3.	<i>Gli accordi con le Autorità estere</i>	»	176
 C - L'AMMINISTRAZIONE E IL BILANCIO			
VI.	L'ORGANIZZAZIONE E LA GESTIONE FINANZIARIA	»	181
1.	<i>La struttura</i>	»	181
2.	<i>Il personale</i>	»	186
3.	<i>La gestione finanziaria</i>	»	187
APPENDICE			» 189

## **A - LE LINEE PROGRAMMATICHE**



Sono passati venti anni dall'istituzione della Commissione nazionale per le società e la borsa. Alla celebrazione, tenutasi in Campidoglio nello scorso giugno, hanno partecipato il Capo dello Stato e le Alte Autorità, dando così testimonianza dell'apprezzamento per l'impegno della Commissione e del personale tutto nell'assolvimento dei compiti stabiliti dalla legge e per i risultati conseguiti. E' questa l'occasione per rinnovare la nostra gratitudine al Presidente della Repubblica.

\* \* \* \* \*

Nell'anno trascorso è proseguita l'azione per sviluppare l'informativa, per migliorare la microstruttura del mercato, per ampliare le possibilità di raccolta di capitale di rischio, per rafforzare, attraverso l'azione di vigilanza, la trasparenza e la correttezza nell'intermediazione mobiliare.

I regolamenti sulla pubblicazione dei patti parasociali e sulle relazioni semestrali delle società quotate, sul passaggio alla negoziazione a contanti, sui mercati delle piccole e medie imprese e sulle nuove regole di comportamento delle società d'intermediazione mobiliare, rappresentano gli interventi più rilevanti della Commissione nel corso del 1994.

La stessa Consob ha attuato una profonda riforma istituzionale attraverso una radicale evoluzione organizzativa e l'adozione di un innovativo regolamento di organizzazione e funzionamento che recepisce i principi di pubblicità ed efficacia stabiliti dalla disciplina generale sui procedimenti amministrativi.

Gli interventi realizzati costituiscono un significativo avanzamento nella modernizzazione del nostro mercato mobiliare e valorizzano la notevole produzione legislativa dell'inizio degli anni novanta. L'intensa

attività del legislatore permette di operare in un quadro di riferimento normativo che, seppure ancora da perfezionare, è coerente con le tendenze osservabili a livello internazionale. I risultati conseguiti nei quattro anni trascorsi dall'approvazione della legge sulle Sim sono da considerarsi positivi: il mercato presenta, in un confronto internazionale, soglie di tutela degli investitori e di efficienza operativa assolutamente competitive.

La Commissione costituisce un punto di osservazione privilegiato su tutte le problematiche del mercato mobiliare. Suo compito istituzionale è quindi anche contribuire allo sviluppo del sistema finanziario e proporre all'attenzione dell'Esecutivo e del Parlamento linee di riflessione di ordine generale.

#### *LA STRUTTURA DEL MERCATO DI BORSA*

Nel corso del 1994 i mercati finanziari internazionali sono stati caratterizzati da una elevata volatilità in un clima di accentuata incertezza. L'andamento del mercato italiano, sostenuto da una domanda che si è mantenuta mediamente elevata pur in un ciclo borsistico decisamente sfavorevole nella parte finale dell'anno, attesta gli effetti positivi delle modifiche nella legislazione e nell'organizzazione dei mercati.

L'indice è aumentato a fine anno del 3,3 per cento rispetto al dicembre del 1993; nel primo semestre l'incremento era stato del 12,1 per cento. Gli scambi in borsa sono aumentati dell'83 per cento rispetto al 1993, raggiungendo i 189 mila miliardi, anch'essi concentrati per poco meno di due terzi nei primi sei mesi; la raccolta di capitale di rischio,

pari a circa 15.000 miliardi, non si discosta significativamente dai livelli elevati dello scorso anno, i più alti dell'ultimo decennio.

La microstruttura del mercato ha ricevuto impulso dalla definitiva adozione del sistema telematico di contrattazioni. Ulteriori benefici verranno dal completo passaggio alla liquidazione a contante, allineando il nostro sistema a quelli in uso nelle principali piazze estere.

Permane come punto di debolezza non transitorio, di carattere strutturale, la modesta ampiezza del listino, poco rappresentativo dell'economia reale e della proprietà delle imprese italiane.

Se si escludono i passaggi dal mercato ristretto e le ammissioni connesse alle operazioni di privatizzazione, nel 1994 si sono quotate solo 2 nuove imprese, operanti nei settori dell'intermediazione bancaria e finanziaria, già ampiamente rappresentati nel listino. Le disposizioni tributarie per agevolare la quotazione in borsa, contenute nel decreto legge 357/94 convertito nella legge 489/94, non hanno finora prodotto effetti.

L'inefficacia, almeno fino ad oggi, delle misure fiscali trova riscontro in parte nell'andamento delle quotazioni nel secondo semestre, ma soprattutto nei motivi di fondo che trattengono le imprese dall'accedere alla borsa.

Interventi finalizzati all'ampliamento del listino non possono andare nella direzione di ridurre gli *standards* informativi delle società quotate. Occorre piuttosto uniformare il sistema dei controlli societari per il complesso delle imprese, soprattutto per quanto attiene agli aspetti contabili.

L'attuale sistema dualistico che caratterizza la disciplina italiana - società di revisione e collegio sindacale - sta sempre più profilandosi come causa di ingiustificati aumenti dei costi per le imprese, resi anche più gravosi dalla recente norma sui compensi ai membri del collegio

sindacale che si applica anche alle imprese già tenute alla revisione e certificazione dei bilanci.

In prospettiva la soluzione va ricercata nel modulare il sistema dei controlli contabili esclusivamente in funzione del profilo dimensionale delle imprese.

Gli oneri informativi, che verosimilmente rappresentano un deterrente alla quotazione, appaiono invece relativamente contenuti nel caso del finanziamento bancario. In questo caso il costo è limitato alle informazioni rese alla banca all'atto dell'istruttoria di affidamento; non è prevista alcuna forma di pubblicità sul merito di credito dell'impresa stessa.

Nei paesi dove i mercati di valori mobiliari sono più sviluppati, quali Stati Uniti e Regno Unito, la disparità di oneri informativi tra costo del credito e costo del capitale azionario è attenuata dalla presenza delle agenzie di *rating* che rendono pubblico il loro giudizio sulle emissioni di titoli di debito. In questi paesi la titolarizzazione dei crediti rende necessario l'intervento delle società di *rating* che spingono l'impresa a fornire dettagliate informazioni sulla propria gestione, imponendo oneri informativi del tutto comparabili a quelli richiesti per la quotazione.

Anche per altri aspetti, la struttura del mercato è suscettibile di interventi e progressi.

La Commissione auspica un effettivo rafforzamento del ruolo degli investitori istituzionali. L'esitazione nello sviluppo dei fondi pensione non sembra per intero riconducibile alla necessità di una contestuale riforma del sistema previdenziale pubblico. In occasione delle quattro privatizzazioni realizzate con il sistema dell'offerta pubblica di vendita tra la fine del 1993 e la prima metà del 1994, lo spazio riservato ai fondi comuni e alle assicurazioni poteva essere maggiore. Ciò pure considerato

l'afflusso di risparmio, relativamente limitato, che questi intermediari raccolgono e la necessità di diversificazione che ne caratterizza la gestione. Infatti solo il 7,5 per cento dell'importo complessivamente ceduto dallo Stato o dall'Iri è stato collocato nel portafoglio degli investitori istituzionali nazionali; mentre nelle grandi operazioni di privatizzazione in Francia ed in Gran Bretagna tale percentuale si è collocata intorno al 20 per cento.

Funzionale allo sviluppo della borsa è un'industria dei servizi di finanza d'impresa fortemente concorrenziale, così come si osserva nei mercati più sviluppati. Sotto questo profilo l'attività di collocamento appare in Italia eccessivamente concentrata, pur tenuto conto del ridotto numero di società quotate.

#### *IL SISTEMA DEI MERCATI MOBILIARI ED IL RUOLO DELLA COMMISSIONE*

Le massime finalità della disciplina dei mercati mobiliari sono di natura pubblica in tutti i sistemi. La direttiva del Consiglio delle Comunità europee 93/22 sui servizi di investimento sottolinea il fine della «tutela degli investitori» ancor prima di quello della «stabilità del sistema finanziario». Entrambi fini pubblici, il primo dei quali strettamente collegato con la tutela del risparmio, garantito costituzionalmente nei principali ordinamenti.

Fini pubblici possono esser perseguiti da soggetti pubblici o privati e con strumenti pubblici o privati secondo diverse combinazioni. Dato comune ai maggiori sistemi è che le Autorità di vertice competenti a disciplinare i mercati mobiliari hanno natura pubblica. Accanto ad esse, in alcuni sistemi si pongono organismi intermedi di natura privata.

Nel nostro ordinamento, sia la Consob, Autorità di vertice, sia il Consiglio di borsa, il maggiore degli organismi intermedi, hanno natura pubblicistica. Della Consob si sono rafforzati i poteri pubblicistici, soprattutto di tipo regolamentare, con le leggi sulle Sim, sull'*insider trading*, sull'Opa e sulle privatizzazioni. La recente introduzione dell'auto-finanziamento parziale non scalfisce la natura pubblicistica ma può utilmente condurre all'uso di criteri e strumenti più vicini alle tradizioni privatistiche.

Le funzioni delegate al Consiglio di borsa in materia di organizzazione e funzionamento della borsa si sono ampliate: dalla delega di compiti tecnici o meramente attuativi, si è passati alla delega di poteri contenenti elementi di discrezionalità, come nei casi della determinazione dei lotti minimi di negoziazione o dell'attribuzione dei compiti di controllo del mercato telematico di borsa o del mercato dei *futures* sull'indice.

Il rapporto intercorrente tra Consob e Consiglio di borsa si qualifica secondo i compiti affidati a ciascun organismo. La delegazione comporta sovraordinazione funzionale per le competenze delegate, con potestà della Consob di fissare criteri e direttive e, al limite, di revocare.

Il meccanismo della delega deriva dall'organizzazione pubblicistica del mercato di borsa e consente di rendere compatibile l'esercizio dei poteri di disciplina e di controllo pubblico facenti capo alla Commissione, con un più funzionale esercizio delle competenze direttamente attinenti alla concreta operatività dei mercati. In questo campo è possibile un ulteriore ampliamento della delega di funzioni, già arricchitasi significativamente nel corso del 1994.

Una diversa articolazione dei poteri e delle attribuzioni in materia di borsa potrebbe derivare da un diverso assetto complessivo in senso privatistico ed imprenditoriale dei mercati, in analogia a quanto già

attuato in altri paesi con un sistema mobiliare avanzato. Una trasformazione in tal senso non può che realizzarsi attraverso un processo legislativo che riconsideri l'intera materia. Gli organi di mercato acquisterebbero un'autonomia sostanziale nella materia dell'organizzazione e del funzionamento dei rispettivi mercati; l'attuale sovraordinazione si tramuterebbe in un controllo generale e, se del caso, in un potere di sorveglianza, esplicantesi in misure preventive e sanzionatorie, giustificate dalla tutela dell'interesse generale affidata alla Consob.

Ai fini di un'efficace tutela di questo interesse, il quadro legislativo ha delineato, per il mercato dei valori mobiliari nel suo complesso, una disciplina sistemica e coerente, i cui adempimenti applicativi e di controllo sono stati affidati ad un'unica autorità, individuata dalla legge nella Consob, fatte salve le espresse deroghe riguardanti i titoli di Stato.

In questo contesto la Commissione sta da tempo attuando il riassetto operativo del mercato dei valori mobiliari. Dopo l'introduzione del sistema telematico di borsa, la disciplina del mercato delle obbligazioni, la regolamentazione per la trattazione delle spezzature e l'introduzione del *future* sull'indice di borsa, la Consob sta predisponendo i provvedimenti di completamento della disciplina regolamentare ed emanerà, svolte le consultazioni di rito, le norme relative alle contrattazioni di strumenti derivati collegati, oltre che ai titoli, ai tassi di interesse ed alle valute.

In prospettiva può essere considerata anche una diversa articolazione dei rapporti con i soggetti regolamentati. A questo riguardo la Commissione si propone di uniformare e rendere trasparenti i procedimenti che conducono all'emanazione di prescrizioni regolamentari per assicurare agli operatori una adeguata partecipazione preventiva. Si tratta di consolidare le attuali prassi consultive ispirandosi alle normative statunitensi del *notice and comment*.

In sede di intervento legislativo sarebbe inoltre opportuno rivedere i molti casi in cui l'irrogazione di sanzioni, o l'adozione di provvedimenti restrittivi è solo proposta e non disposta dalla Commissione.

Sembrerebbe altresì auspicabile una modifica delle vigenti disposizioni che consenta alla Commissione, nell'ambito delle funzioni ad essa demandate dalla legge, di richiedere informazioni, dati e notizie, di acquisire documenti, nei confronti di chiunque sia in possesso di indicazioni utili. Tale possibilità, attualmente prevista soltanto per alcune fattispecie, è ampiamente riconosciuta alla maggior parte delle Autorità di controllo dei mercati mobiliari, e in Italia all'Autorità garante della concorrenza e del mercato. In tal modo la Consob verrebbe posta in condizioni di adempiere pienamente anche alle funzioni di cooperazione con altre autorità, imposte sia dalla legislazione dell'Unione europea sia dalle risoluzioni adottate in ambito IOSCO.

Se si rafforzeranno, come si propone, le potestà pubblicistiche della Consob in termini di funzioni regolamentari, alta vigilanza, *enforcement*, e la natura paragiurisdizionale di alcune funzioni, si aprirà la prospettiva di uno sviluppo del ruolo dell'autoregolamentazione.

A favore di tale orientamento militano robuste ragioni economiche. In primo luogo, l'asimmetria informativa tra l'Autorità di governo del mercato e i controllati può rendere vantaggioso attribuire talune attività ad organizzazioni degli operatori, i quali hanno accesso privilegiato alle principali informazioni. In secondo luogo, la maggiore flessibilità decisionale che organi di autoregolamentazione garantiscono rispetto a strutture pubbliche, è talvolta necessaria per non compromettere l'efficienza dell'intervento.

L'esperienza estera indica peraltro due problemi ai quali occorre prestare attenzione. Il primo riguarda l'effettiva capacità delle organizzazioni di autoregolamentazione di sanzionare in modo efficace i compor-

tamenti degli aderenti: esiste infatti un conflitto intrinseco tra la capacità di intervento anche informale, da un lato, e l'attribuzione di poteri sanzionatori a questi organismi. In questa ottica, è importante che - quanto meno - gli organismi associativi degli operatori si dotino di codici di comportamento capaci di incidere effettivamente sull'operato degli associati, in modo da svolgere in prospettiva anche un ruolo di certificazione e controllo credibili.

E' poi necessario definire la funzione degli organismi di autoregolamentazione affinché le decisioni di loro competenza non investano aree dove i conflitti tra l'interesse degli operatori e l'interesse generale allo sviluppo del mercato siano particolarmente marcati; a tale riguardo sorgono dubbi circa l'opportunità di delegare questioni rilevanti del rapporto tra intermediari e loro clientela.

#### *I COSTI DELLA REGOLAMENTAZIONE ED IL FINANZIAMENTO DELLA CONSOB*

Il perseguimento degli obiettivi fissati dal legislatore non può trascurare la valutazione dei costi, sia diretti che indiretti, dell'azione regolamentare e di vigilanza sui mercati mobiliari. I costi diretti sono connessi al finanziamento delle Autorità di controllo; gli indiretti, di più incerto computo, si manifestano nei soggetti regolamentati per l'adempimento degli obblighi imposti o derivano da posizioni di rendita conseguenti alla presenza di barriere di natura amministrativa. L'incidenza dell'insieme dei costi diretti e indiretti, in un settore che gode oggi di una normativa assai puntuale e rigorosa, non è di entità trascurabile. Si pone quindi l'esigenza della loro razionalizzazione e minimizzazione.

La recente norma che modifica il regime di finanziamento della Consob rappresenta un primo passo per rendere trasparenti i costi diretti

dell'attività regolamentare. La struttura organizzativa dei mercati mobiliari costituisce tuttavia un sistema complesso ed articolato di istituzioni, organismi di servizio e strutture operative. Solo attraverso un esame complessivo di modalità di finanziamento, regimi di concessione dei servizi, efficienza operativa dei singoli enti, sarà possibile attuare il principio della minimizzazione dei costi e della loro equa distribuzione.

Una prima analisi effettuata sull'ammontare delle contribuzioni richieste dai vari organismi del sistema evidenzia un costo di funzionamento complessivo a carico degli operatori di circa 150 miliardi, escluso il finanziamento della Consob che attualmente è quasi per intero a carico del bilancio statale. Giova rammentare che un altro elemento di costo per le transazioni in valori mobiliari, da aggiungere al vero e proprio costo di produzione del servizio, è costituito dall'imposta di bollo, stimabile per il 1994 in circa 250 miliardi.

Il costo del finanziamento della Consob non può rappresentare un ulteriore aggravio per il mercato.

In questa prospettiva deve essere valutata l'opportunità di stabilire principi e criteri per rivedere l'insieme delle tariffe degli organismi di servizio e delle strutture operative della borsa.

Prevedere che il finanziamento dell'Autorità di controllo del mercato mobiliare sia a carico del mercato non rappresenta una specificità dell'ordinamento italiano. Una scelta nella direzione di un pressoché totale autofinanziamento è stata attuata in gran parte dei paesi europei.

Tra le possibili modalità di finanziamento della Consob si ritiene che una struttura soddisfacente debba basarsi essenzialmente su due fonti di entrata: una tariffa sui soggetti vigilati e sulle operazioni e un contributo generale sulle transazioni di borsa.

La prima fonte di entrata si ispira al principio che la tariffa pagata da ogni operatore dovrebbe essere uguale al beneficio marginale del servizio.

L'attività della Consob, oltre a conferire benefici specifici, determina, tuttavia, anche evidenti esternalità o benefici collettivi: sia per la tutela dei risparmiatori, sia per la stabilità del mercato e degli intermediari, sia, infine, per la trasparenza e l'offerta di informazioni.

Per finanziare le attività che hanno esternalità positive per il mercato è necessario ricorrere a modalità di finanziamento più generali, collegate all'andamento degli scambi. Sarebbe però opportuno un intervento normativo che consenta di minimizzare gli oneri a carico del mercato e soprattutto che non crei svantaggi competitivi ai mercati mobiliari nazionali. Il contributo prevalente per il finanziamento della Consob dovrebbe, in futuro, provenire dall'attuale tassa sui contratti di borsa. Il legislatore si era già orientato in tal senso con il disegno di legge 2140 del 1993. In quel progetto, a fronte di un diritto a favore della Consob sui contratti, veniva stabilita una riduzione delle aliquote delle tasse speciali di borsa.

Non si può infatti incentivare lo spostamento su altri mercati degli scambi su titoli italiani. E' opportuno ricordare che le transazioni al *Seaq International* di Londra sono esenti dall'imposta fissa. Le recenti esperienze in materia di imposizione sui redditi da capitale e i tentativi falliti di ravvicinare in sede comunitaria le forme di tassazione sul risparmio, dimostrano che è in atto una forte concorrenza tra le diverse piazze finanziarie che utilizza il fattore fiscale come incentivo ed elemento di attrazione. Nella scelta delle aliquote e dei soggetti passivi d'imposta bisognerà quindi rispettare le esigenze di gettito della Consob, ma anche non compromettere, con un carico penalizzante, la concorrenzialità del mercato e dell'industria dei servizi finanziari italiana.

### *L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA*

L'esperienza internazionale del 1994 e dei primi mesi del 1995 è stata caratterizzata da una frequenza elevata di crisi finanziarie di imprese industriali e di intermediari. Gli elementi di fragilità del mercato, anche se limitati ad episodi circoscritti, indicano che la continua innovazione finanziaria impone una costante riconsiderazione del quadro regolamentare, che il divario tra obiettivi e risultati dell'attività di controllo su mercati ed intermediari si può ampliare in misura grave ed imprevista, che la globalizzazione impone azioni concertate tra le Autorità dei diversi paesi e rapidità d'intervento, almeno pari a quella, elevatissima, degli operatori privati.

Il mercato nazionale è rimasto immune da fenomeni di crisi di operatori di elevata dimensione. I dissesti, che pure si sono verificati, hanno riguardato intermediari marginali e sono stati originati dal manifestarsi del rischio di frode e da violazioni di obblighi di correttezza.

L'esperienza ha mostrato che i maggiori problemi di tutela degli investitori si sono riscontrati nell'attività di gestione di patrimoni. La legislazione italiana assegna agli intermediari mobiliari non solo la *dual capacity* prevista nei mercati anglosassoni - ovvero la possibilità sia di operare in proprio, sia di eseguire ordini per conto di terzi - ma anche la possibilità di gestire il patrimonio della clientela. Il controllo dei conflitti di interesse appare particolarmente delicato e complesso ogni volta che ci si trovi di fronte ad un operatore polifunzionale. In questo senso particolare attenzione dovrà essere riservata anche alle banche che rappresentano la categoria di maggior rilievo e potenzialmente più esposta.

L'esperienza delle crisi degli intermediari mobiliari verificatesi nel corso del 1994 ha mostrato che l'attività di gestione di patrimoni interessa un numero di intermediari più alto di quello autorizzato. Il fenomeno suggerisce due linee di intervento da parte dell'Autorità di controllo: assicurare con tutti gli strumenti più idonei la visibilità degli operatori; accrescere la responsabilizzazione degli investitori.

L'operatore che esercita abusivamente le attività di intermediazione mobiliare viola un requisito fondamentale di trasparenza e conoscibilità degli operatori stabilito dalla legge. La chiara conoscenza degli operatori è garanzia per i risparmiatori e condizione basilare per il controllo sulla correttezza.

La maggiore visibilità, da intendersi come comunicazione al pubblico di tutte le informazioni necessarie per consentire una più completa valutazione dell'intermediario e delle sue caratteristiche operative, è da ritenersi il primo obiettivo per realizzare una più efficace azione di vigilanza preventiva. Complementare a questo intervento è comunque una maggiore responsabilizzazione del piccolo risparmiatore che dovrebbe rendersi parte attiva nel segnalare i comportamenti scorretti degli operatori e far valere i propri diritti nei confronti degli intermediari. L'inversione dell'onere della prova a favore dei clienti, introdotta con la legge 1/91, non ha trovato finora rilevanti casi di applicazione.

Il controllo di stabilità esercitato per mezzo di coefficienti patrimoniali non sempre può rivelarsi sufficiente per prevenire le cause di dissesto: nelle maggior parte dei casi i comportamenti fraudolenti degli intermediari sono risultati coperti da un rispetto formale dei requisiti patrimoniali.

La confusione del patrimonio del cliente con quello dell'intermediario è alla base delle maggiori perdite registrate dalla clientela. Appare pertanto di cruciale importanza intensificare i controlli sulle modalità di

esercizio dell'attività di custodia e amministrazione. Si tratta di un aspetto in qualche modo trascurato dalla legge che considera tale attività semplicemente accessoria a quella di intermediazione mobiliare, laddove è in tale ambito che più facilmente si presentano malversazioni. Su questo tema va dunque condotta una riflessione sia sull'efficacia delle vigenti disposizioni sia sul ruolo ed i poteri assegnati alla Consob.

I fatti che si sono verificati pongono un'alternativa: mantenere le regole vigenti in materia, contando su un rafforzamento dell'azione di vigilanza preventiva, oppure introdurre regole più drastiche di separazione dei patrimoni, del tipo di quelle già in vigore per le società fiduciarie e le società di gestione dei fondi comuni. Soluzione naturalmente onerosa e tecnicamente non semplice da realizzare.

Nell'ipotesi di mantenere inalterati gli obblighi di vigilanza connessi al deposito dei beni dei clienti è opportuna una modifica normativa affinché anche la Consob sia dotata di strumenti di controllo efficaci per la prevenzione e la repressione del fenomeno.

Il maggiore impegno della Commissione nell'attività di indagine finalizzata all'accertamento di eventuali illeciti risulta confermato dal previsto potenziamento delle risorse destinate alla vigilanza e da un incremento nel numero dei procedimenti ispettivi che hanno interessato numerosi operatori appartenenti a tutte le categorie vigilate. Risultati perverranno anche dall'avvenuta istituzione di una specifica unità organizzativa di supporto presso la Guardia di Finanza.

L'attività sanzionatoria nel 1994 ha portato complessivamente all'inoltro di più di trecento rapporti all'autorità giudiziaria ed all'irrogazione di pene pecuniarie per un ammontare complessivo di più di 3 miliardi e mezzo. Prevalentemente le sanzioni hanno riguardato gli intermediari per violazioni di norme di correttezza contenute nella legge 1/91.

La Commissione ha rafforzato la propria azione anche in materia di *insider trading* razionalizzando le strutture organizzative preposte con la costituzione di un'apposita unità operativa.

#### *LA LEGISLAZIONE SULLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO*

L'emanazione della legge sulle offerte pubbliche di acquisto del febbraio 1992 ha profondamente modificato uno degli aspetti cruciali del funzionamento del mercato azionario: il trasferimento del controllo di una società quotata. Con l'introduzione del principio dell'obbligatorietà dell'offerta pubblica si è aperta la possibilità agli azionisti di minoranza di partecipare alla ripartizione del premio di maggioranza che il nuovo soggetto controllore è disposto a pagare.

Nei primi 2 anni e mezzo di applicazione della legge sono state realizzate quaranta operazioni, per un controvalore di oltre 8.200 miliardi. Se si escludono le Opa finalizzate ad incrementare le partecipazioni di controllo o alla cancellazione dalla quotazione di titoli a ridotto flottante, le offerte collegate al passaggio del controllo hanno interessato quasi il 10 per cento delle società quotate.

Una riflessione sull'esperienza maturata in questo primo periodo, deve partire dalla peculiarità degli assetti di controllo delle società quotate in Italia. Diffusione della forma gruppo e ruolo crescente di legami di natura pattizia ne costituiscono i tratti salienti; risultano ridotte la contendibilità degli amministratori e la funzione disciplinante del mercato attraverso il meccanismo della scalata. La probabilità che si lancino offerte preventive non può che essere modesta. Dal febbraio 1992 se ne contano solamente 3, compresa quella sul Credito Romagnolo conclusasi all'inizio del 1995 e che è l'unica configurabile come una scalata.

Una prima modifica all'attuale normativa, al fine di migliorare la sua efficacia applicativa, dovrebbe riguardare l'identificazione dei presupposti per l'applicazione del principio di obbligatorietà. Attualmente essi consistono nell'intenzione di superare la quota di controllo o nel concreto superamento della stessa, o, ove non sia possibile identificare una partecipazione di controllo, della quota di maggioranza relativa. Si pongono a tale riguardo difficoltà di ordine amministrativo, in quanto si richiede che per ogni società venga verificata l'esistenza di un azionista di controllo o identificata la soglia di maggioranza relativa; ma soprattutto si rischia di rendere inefficace la normativa nei casi in cui le società presentino forme di controllo di coalizione non esplicite che non consentono la corretta identificazione delle soglie rilevanti.

La soluzione a questo problema potrebbe essere quella di stabilire come criterio per l'obbligatorietà il superamento di una determinata soglia del capitale votante, così come è nella legislazione dei principali paesi e nel progetto di direttiva CEE, rinunciando alla effettiva identificazione della partecipazione detenuta dagli azionisti di riferimento.

Il ricorso ad una soglia, predeterminata e conosciuta a priori, presenterebbe il vantaggio di una maggiore certezza. Perché la soglia sia efficace è necessario però che si tenga in adeguato conto il ruolo delle varie forme di accordo, la cui identificazione dovrebbe essere basata anche sul comportamento concertato da parte di più azionisti. In particolare sarebbe opportuno l'inserimento dell'azione di concerto quale ipotesi rilevante per la configurazione dell'obbligo di offerta nell'ambito dell'art. 10 della legge sulle Opa. L'istituto dell'azione di concerto è già presente nella regolamentazione dei principali paesi europei nonché nel testo della proposta di direttiva ed è stato introdotto nel nostro ordinamento, con riferimento alle sole società privatizzate, nella legge sulle privatizzazioni. Un'adeguata regolamentazione dell'azione di concerto

appare quindi necessaria per perseguire le finalità della disciplina dell'Opa obbligatoria, consentendo di ricomprendere ogni forma di cooperazione tra più soggetti volta ad acquisire il controllo di una società quotata, senza necessità di un continuo adeguamento della norma alle più svariate forme di cooperazione.

L'individuazione della soglia costituisce peraltro un problema di non facile soluzione.

Sia in Francia che in Gran Bretagna tale scelta è stata affidata agli organismi di governo del mercato, mentre soltanto in Spagna è assunta direttamente dal legislatore. E' comunque auspicabile che anche in Italia si adotti un criterio di flessibilità applicativa, prevedendo la possibilità di modificare le soglie in riferimento ad esigenze legate a tutto il mercato o a singole società. Nel caso italiano si dovrebbe tra l'altro considerare che, differentemente dagli altri paesi, non esiste l'obbligo di offerta totalitaria e quindi una soglia elevata potrebbe rendere estremamente ridotta l'area di tutela degli azionisti di minoranza.

Anche l'efficienza informativa è aspetto che merita un ripensamento. Accanto al principio di equità di trattamento degli azionisti, il principale obiettivo della legge sull'Opa è di garantire condizioni di informazione al mercato tempestive e complete in occasione dell'acquisizione di quote rilevanti.

Una prima esigenza è di estendere le modalità e gli obblighi informativi previsti dalla legge Opa anche alle offerte su titoli non quotati o quotati sui mercati locali e sui titoli quotati che non conferiscono diritti di voto, ferma restando l'esclusione di tali operazioni dalla disciplina dell'offerta obbligatoria.

In secondo luogo bisogna opportunamente raccordare la tempestività e la completezza dell'informazione, obiettivi che possono presentarsi in determinate situazioni come parzialmente divergenti. Da un lato

infatti si richiede che una volta presa la decisione di lanciare un'offerta questa informazione venga immediatamente resa pubblica; dall'altro si pone l'esigenza che l'informazione arrivi sul mercato completa e certa rispetto all'impegno di realizzare l'operazione, condizione che si verifica, secondo la normativa attuale, soltanto nel momento della pubblicazione del prospetto informativo.

Esiste quindi il rischio che si crei un periodo grigio riguardo all'informazione e ai comportamenti, che va dal momento della pubblicazione della notizia al momento della pubblicazione del prospetto. Sulla durata di tale periodo può tra l'altro incidere la necessità, presente per alcune operazioni, di un'autorizzazione da parte di un'Autorità di vigilanza del settore. Il rilascio di tali autorizzazioni può richiedere tempi non facilmente compatibili con i tempi brevi necessari a ridurre al minimo eventuali turbative sul mercato provocate da situazioni di incertezza.

Si tratta quindi di ridefinire adeguatamente la tempistica della disciplina valutando altresì se l'operatività di alcune delle regole di condotta non debba essere anticipata al momento della pubblicazione della notizia, al fine di garantire la massima trasparenza dei vari soggetti in tutto il periodo dell'operazione.

Un ulteriore elemento di riflessione sollevato dai recenti passaggi del controllo riguarda la possibilità di sviluppare una dialettica tra le categorie di soggetti coinvolte. In particolare, sia la concorrenza tra diversi possibili scalatori, sia le misure di difesa messe in atto dagli amministratori sembrano fortemente limitate. Appare necessario trovare un punto di equilibrio tra l'esigenza di non ostacolare gli effetti positivi di meccanismi competitivi e l'esigenza di definire un quadro sufficientemente certo rispetto ai tempi e alle modalità nei quali la dialettica può esercitarsi.

*LE ALTRE FORME DI TUTELA DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA*

La riforma delle società per azioni quotate in borsa, attuata con la legge del 1974, pur avendo inciso notevolmente sul piano della trasparenza e degli obblighi informativi da parte delle società, non ha rafforzato corrispondentemente le opportunità di autotutela dell'azionista investitore.

Nel corso del 1994 il legislatore ha introdotto alcune importanti modifiche di diritto societario finalizzate a favorire la diffusione dell'azionariato nelle società privatizzate.

La disciplina delle privatizzazioni, emanata lo scorso luglio, si è posta tale obiettivo disponendo che le dismissioni debbano avvenire «di norma mediante offerta pubblica di vendita». Sono stati conseguentemente introdotti alcuni strumenti, il voto di lista ed il voto per corrispondenza, che favoriscono la rappresentanza negli organi sociali e la partecipazione alla vita societaria dell'azionariato di minoranza. La normativa richiede peraltro di essere rivista e sistematizzata.

Con il voto per corrispondenza si è inteso agevolare la partecipazione attiva degli azionisti alla vita societaria. Il regolamento recentemente adottato dalla Commissione, d'intesa con Banca d'Italia e Isvap, ha definito le condizioni per la sua applicazione limitatamente alle società oggetto di privatizzazione tramite offerte pubbliche di vendita. Se però non si estende l'uso di tale strumento al complesso delle società quotate, la cui disciplina resta improntata al principio secondo il quale la volontà degli azionisti si forma con la presenza diretta in assemblea, verrebbero a coesistere due tipi di società quotate: quelle con voto espresso in assemblea secondo il diritto societario comune e quelle che prevedono il voto per corrispondenza.

La disciplina sulle privatizzazioni si è astenuta dall'affrontare il delicato nodo della partecipazione indiretta in assemblea. Sembrerebbe coerente con il quadro che si va delineando l'introduzione di una regolamentazione della sollecitazione delle deleghe di voto secondo quanto già realizzato in tutti i principali paesi. Varie proposte di legge sono attualmente al vaglio delle Camere; quel che preme sottolineare in questa sede è che un'auspicabile disciplina sulla materia sia attuata attraverso una riforma organica dell'art. 2372 del codice civile che prevede stringenti limiti soggettivi e quantitativi alla possibilità di esercitare il voto per delega. Alla Consob dovrebbe poi essere attribuito il potere di regolamentare le informazioni preventive per gli azionisti ed i conflitti di interesse nonché di sanzionare il mancato rispetto della normativa.

Gli strumenti di partecipazione introdotti dalla disciplina sulle privatizzazioni, seppure con opportune modificazioni, dovrebbero estendersi a tutte le società quotate nel quadro di una riforma organica delle norme del codice civile.

#### *I GRUPPI SOCIETARI E L'AZIONE DELLA COMMISSIONE*

A somiglianza dei mercati azionari dei paesi dell'Europa Continentale e del Giappone, il mercato italiano è caratterizzato dalla diffusa presenza di gruppi di imprese.

In questo senso la capitalizzazione netta della borsa italiana risulta essere significativamente inferiore a quella misurata in base alla somma delle capitalizzazioni delle singole imprese quotate. L'estesa presenza di società quotate appartenenti al medesimo gruppo in un mercato piccolo determina altresì un elevato livello di concentrazione.

La configurazione tipica dei grandi gruppi italiani è prevalentemente di tipo piramidale. Fino a pochissimi anni or sono, dal punto di vista del soggetto controllante, i grandi gruppi italiani si distinguevano in familiari o statali. In entrambi i casi, ma molto di più nei gruppi familiari, esisteva, come esiste ancora, una forte separazione tra possesso e controllo.

Parallelamente esistevano, come esistono, numerosi legami azionari, unidirezionali o mutui, tra gruppi diversi, in alcuni casi con finalità di puro investimento finanziario ma più spesso strumento di accordi di tipo industriale.

Negli ultimi due o tre anni, il quadro descritto, rimasto sostanzialmente stabile nelle sue linee strutturali per molti decenni, ha subito una evoluzione. L'avviato processo di privatizzazione sta riducendo, per definizione, il peso dello Stato come soggetto controllante, anche se per ora in misura marginale. La crisi degli ultimi anni ha in parte ridimensionato l'influenza delle grandi famiglie a capo dei gruppi privati. In entrambi i casi i nuovi modelli di controllo che emergono sono basati su coalizioni o noccioli duri.

La pervasiva diffusione del gruppo quale forma prevalente di impresa nel sistema italiano merita una particolare considerazione da parte delle istituzioni che hanno il compito di regolare i mercati finanziari.

La mancata coincidenza tra concetto di impresa intesa in senso economico ed in senso giuridico comporta una possibile divergenza tra gli obiettivi del soggetto di controllo e quelli di altri detentori di diritti patrimoniali, come gli azionisti di minoranza e i creditori delle imprese diverse dalla capogruppo. La massimizzazione del valore complessivo delle attività controllate dal gruppo, unico obiettivo in grado di garantire

l'ottimalità sociale, può non essere coerente con gli obiettivi privati di nessuno dei soggetti coinvolti.

In secondo luogo, il gruppo è, per sua stessa natura, una tipologia di impresa, *ceteris paribus*, meno trasparente della singola impresa, intesa in senso giuridico.

L'interazione dei due aspetti crea una situazione nella quale sono particolarmente rilevanti e di più ardua individuazione i conflitti di interesse. Come già ricordato, l'intrinseca solidità dei meccanismi di controllo indebolisce la capacità del mercato azionario di orientare i comportamenti degli amministratori alla massimizzazione del valore dell'impresa.

Nel delineare i principi di un quadro regolamentare sui gruppi, in assenza di una disciplina civilistica, la preoccupazione centrale è di contemperare la tutela dell'informativa con il mantenimento degli elementi di efficienza di questo modello organizzativo e quindi di non vincolarne eccessivamente la fisiologica operatività.

L'intervento della Commissione si ispira alla promozione della trasparenza ed allo sviluppo dell'informativa. La finalità dovrebbe essere di fornire i mercati, siano essi quelli azionari, quelli del credito o quelli delle risorse manageriali, di tutti gli elementi per esercitare efficacemente un'autonoma funzione disciplinante. L'iniziativa, avviata d'intesa con la Banca d'Italia, della costruzione di un sistema informativo accessibile al pubblico e costantemente aggiornato, contenente i dati sulla struttura proprietaria delle società quotate e sui loro possessi superiori al 10 per cento in società non quotate dovrebbe contribuire a creare le condizioni per una più efficace capacità di autotutela del mercato.

La Consob ha poi sollecitato l'eliminazione dal bilancio civilistico e consolidato di qualsiasi forma di interferenza fiscale ed auspica linee di

riforma dell'imposizione tributaria più sensibili al fenomeno dei gruppi ed attente all'evoluzione della materia nel contesto internazionale.

Ancora, per quanto attiene lo sviluppo dell'informativa, un'area di intervento riguarda la gestione accentrata di tesoreria dei gruppi. Esiste una significativa evidenza empirica che le imprese, ed in particolare quelle quotate, raccolgono capitali all'esterno del gruppo e li ricollocano successivamente in fondi raccolti al suo interno. Il fenomeno accresce l'efficienza allocativa, ma deve essere reso più trasparente consentendo agli investitori una puntuale valutazione della destinazione dei fondi raccolti e delle condizioni della loro riallocazione interna.

Del resto occorre considerare che i bilanci delle singole imprese appartenenti al gruppo evidenziano i rapporti con controllanti e controllati e parti correlate, mentre queste informazioni si eliminano nel processo di consolidamento. Occorre recuperare attraverso le note esplicative la descrizione della dinamica finanziaria all'interno del gruppo al fine di fornire agli utilizzatori del bilancio consolidato il quadro dell'allocazione interna delle risorse finanziarie e le connesse giustificazioni economiche delle scelte operate.

Un secondo campo d'intervento riguarda l'individuazione delle società del gruppo più idonee ad essere quotate in borsa.

La particolare struttura proprietaria delle imprese italiane quotate induce ad approfondire il problema delle norme legislative e regolamentari sull'ammissione a quotazione, al fine di poter contemperare l'esigenza di un'effettiva diversificazione del rischio per l'investitore e l'autonomia delle scelte del gruppo.

Se è vero che una larga parte dei problemi connessi alla presenza di gruppi societari in borsa possono trovare soluzione tramite opportuna diffusione delle informazioni rilevanti, è altresì necessaria una più

efficace allocazione delle responsabilità e del potere discrezionale degli amministratori.

A tali fini si pone l'opportunità di ridefinire in maniera più puntuale il ruolo ed i compiti dei vari organi societari. Si tratta in primo luogo di rafforzare l'indipendenza dei sindaci, nonché di realizzare un'adeguata presenza negli organi societari di elementi esterni al gruppo. Inoltre andrà accresciuta la responsabilità degli organi societari riguardo alle operazioni intragrupo non di ordinaria amministrazione, stabilendo che debbano essere passate al vaglio di tali organi, al fine di valutarne gli effetti sulla situazione reddituale e patrimoniale della società e sulla disponibilità ai fini della distribuzione dei dividendi.

\* \* \* \* \*

Compito precipuo dei regolatori è di realizzare gli obiettivi fissati dal legislatore. Condizioni di difficoltà si manifestano ogni qualvolta le norme di legge si presentano non integrate tra loro in una visione coerente e sistemica o troppo vincolanti rispetto ai mutevoli andamenti dei mercati. In questo quadro la Consob, nella sua opera d'interprete, non può che avere riguardo ai fini generali tutelati dalla norma.

La riflessione sugli obiettivi della regolamentazione non può comunque arrestarsi e la ricerca di assetti sempre più efficienti deve proseguire con la più ampia partecipazione di tutti i soggetti interessati allo sviluppo del mercato mobiliare.

## **B - L'ATTIVITA' ISTITUZIONALE**



## LE QUESTIONI IN CORSO

### 1. *IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA SUI SERVIZI DI INVESTIMENTO*

Nel 1994 è proseguita la riflessione sull'impegno di recepimento della direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

Data l'ampiezza delle materie disciplinate nel provvedimento comunitario, l'ordinamento nazionale di settore, quantunque per molti aspetti già in linea con le disposizioni da recepire, dovrà subire significativi interventi di revisione ed adeguamento.

Le aree nelle quali la modifica normativa si profila più profonda sono quelle della regolamentazione dell'accesso al capitale delle imprese di investimento, della disciplina dell'obbligo di eseguire le operazioni nei mercati regolamentati (cosiddetta concentrazione) e dell'accesso degli intermediari ai mercati regolamentati ed ai sistemi di compensazione e liquidazione.

Quanto all'accesso al capitale delle imprese di investimento, il recepimento della direttiva comporterà l'attribuzione alle autorità competenti di poteri di controllo sulla qualità dei soci delle Sim e delle fiduciarie autorizzate allo svolgimento dell'attività di gestione patrimoniale ben più penetranti e sostanziali di quelli attuali.

Al contrario, il regime vigente della concentrazione nei mercati regolamentati si mostra più rigoroso di quello delineato come possibile dal legislatore comunitario; il rigore delle norme interne in materia non

potrà che essere attenuato, col conseguente ampliamento dei casi in cui sarà possibile eseguire le transazioni fuori dei mercati.

Particolarmente innovativo dovrà poi essere l'intervento riformatore nel campo dell'accesso ai mercati ed ai sistemi di compensazione e liquidazione. Agli intermediari che attualmente possono partecipare alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani (società di intermediazione mobiliare e agenti di cambio) dovranno aggiungersi le banche e gli intermediari comunitari autorizzati dalle autorità del loro paese d'origine alla negoziazione di valori mobiliari.

In stretta connessione con il processo di realizzazione del mercato interno europeo, di cui la direttiva comunitaria è strumento essenziale per il settore mobiliare, si assiste ad una progressiva espansione dei fenomeni di internazionalizzazione delle transazioni in valori mobiliari e della prestazione dei servizi di investimento.

Con sempre maggiore frequenza accade che la Commissione sia chiamata ad esaminare, per diverse finalità, - regolamentazione, repressione, collaborazione con autorità di altri paesi - fattispecie contrattuali e pratiche operative caratterizzate dallo svolgimento di parte dell'attività al di fuori del territorio nazionale: ciò a fronte di normative concepite per lo più per il mercato italiano.

Le stesse direttive comunitarie impartiscono sovente disposizioni avuto riguardo a nozioni non definite all'interno della normativa comunitaria, così da consentire ad ogni Stato membro interpretazioni ed applicazioni basate sulla propria legislazione.

In tale quadro, particolare cura è stata riservata all'opera di individuazione del criterio di collegamento con l'ordinamento nazionale delle attività di prestazione di servizi di intermediazione mobiliare svolte in parte in altri Paesi; si è così pervenuti al consolidamento dell'opinione che considera come prestati in Italia, e dunque soggetti al governo

dell'ordinamento italiano, i servizi di intermediazione promossi con qualunque mezzo nel territorio nazionale, indipendentemente dal luogo in cui vengono realizzati gli adempimenti tipici delle relative attività esecutive.

Un altro argomento che ha formato oggetto di riflessione è quello del miglioramento dei meccanismi di tutela dei risparmiatori nei casi di crisi degli intermediari.

Il dato da cui partire è che la disciplina contenuta nell'art. 13 della legge 1/91 e, segnatamente, quella dell'intervento commissariale successivo alla cancellazione della Sim dall'albo susseguente all'accertamento dello stato di insolvenza o avente natura sanzionatoria, non ha dato buona prova.

Di questo appare responsabile l'approssimativa formulazione della norma, testimoniata dalla diversa interpretazione che ne è stata data nelle sedi giudiziarie chiamate ad applicarla.

Identici, ed anche connessi, problemi interpretativi ed applicativi ha posto il principio di separatezza del patrimonio di ciascun cliente da quello degli altri clienti e da quello dell'intermediario. Il principio di separatezza giuridica dei patrimoni si pone come centrale nel sistema della protezione dei diritti degli investitori e potrebbe opportunamente essere meglio definito ed esteso nelle sedi normative proprie.

Ad opinione della Commissione, non si può dunque non constatare la necessità che l'intero quadro della disciplina delle forme di tutela degli interessi dei risparmiatori in caso di crisi degli intermediari sia modificato, tanto dal punto di vista sostanziale che procedurale. E' perciò con soddisfazione che deve essere riguardata l'indicazione in tal senso contenuta nel disegno di legge comunitaria per il 1994 che ha recentemente iniziato il suo iter parlamentare.

2. *LA REGOLAMENTAZIONE DEI FONDI MOBILIARI CHIUSI ED IMMOBILIARI CHIUSI*

Nel biennio 1993-94 il mercato mobiliare si è arricchito di due nuove figure di organismi di investimento collettivo, i fondi mobiliari chiusi ed i fondi immobiliari chiusi. Le leggi istitutive hanno demandato alla Consob la regolamentazione, in via amministrativa, di taluni rilevanti specifici aspetti.

Un primo profilo normativo consegue alla previsione legislativa in ordine alla quotazione dei certificati rappresentativi delle quote emesse sia dai fondi mobiliari chiusi che da quelli immobiliari, ove queste siano state oggetto di offerta al pubblico.

La scelta del legislatore di far negoziare su un mercato secondario regolamentato tali certificati risponde a due obiettivi: offrire all'investitore la possibilità di non mantenere il proprio investimento fino alla liquidazione del fondo; evitare che, in assenza di negoziazioni su mercati regolamentati per titoli diffusi presso il pubblico, si creino spontaneamente mercati non regolamentati.

Si tratta, peraltro, almeno per quanto attiene ai fondi mobiliari chiusi, di una scelta peculiare, laddove si consideri che in alcuni ordinamenti non è prevista la quotazione di organismi aventi la medesima caratterizzazione di investimento dei fondi italiani, come nel caso dei *fonds à risques* francesi e che in altri la quotazione riguarda esclusivamente gli organismi di tipo chiuso che investono tipicamente in titoli quotati, come avviene per le *closed-end investment companies* britanniche e statunitensi.

Relativamente alla quotazione, dovranno tuttavia essere operate ulteriori scelte, sia in ordine al mercato ritenuto più idoneo per la negoziazione dei certificati, sia riguardo agli adempimenti ed obblighi

informativi di carattere continuativo a carico dell'intermediario a partire dalla quotazione.

Da un punto di vista strettamente economico, il fondo chiuso, mobiliare od immobiliare, non presenta sostanziali differenze rispetto ad una società per azioni quotata avente ad oggetto l'investimento in partecipazioni finanziarie ovvero in immobili. Pertanto, il fondo chiuso, ai fini dell'ammissione a quotazione, potrebbe essere assimilato ad una società per azioni con azionariato diffuso, in cui la gestione operativa sia stata demandata a gestori esterni.

Occorre però verificare se i requisiti stabiliti dal regolamento Consob per l'ammissione di titoli in borsa possano valere anche per l'ingresso in borsa dei fondi mobiliari ed immobiliari chiusi.

I requisiti in vigore attengono sia ai titoli sia all'emittente.

Non sembrano porsi problemi per quanto attiene alla libera trasferibilità dei titoli: le quote, infatti, sono tutte di eguale valore unitario e con eguali diritti e sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore. E neppure per quanto attiene all'idoneità dei titoli ad essere oggetto di liquidazione di borsa. Si rendono, invece, necessari approfondimenti circa il requisito della sufficiente diffusione del titolo, che è presupposto essenziale per lo sviluppo di un mercato regolare e che, per il regolamento di ammissione in borsa, si presume realizzato quando il 25 per cento del capitale è ripartito tra non meno di 500 azionisti.

La legge infatti ha fissato, per i fondi mobiliari chiusi, un importo minimo di sottoscrizione che è piuttosto elevato (100 milioni), in coerenza con l'intento del legislatore di indirizzare il fondo chiuso verso risparmiatori dotati di particolari capacità valutative.

Il problema del flottante andrà quindi valutato con riferimento alla consistenza numerica dei certificati che saranno emessi dai fondi chiusi,

che è ovviamente funzione della loro dimensione patrimoniale, allo stato difficilmente ipotizzabile.

Per quanto poi attiene ai requisiti dell'emittente, i fondi chiusi presentano specificità tali da non rendere possibile una verifica dei parametri, patrimonio netto e redditività desunta dai bilanci degli ultimi tre anni, indicati dal regolamento di ammissione.

In particolare, data la fisionomia tipica degli investimenti del fondo chiuso, per loro natura destinati ad essere redditizi in un arco di tempo medio-lungo, la valutazione della redditività basata su elementi a consuntivo verrebbe ad essere scarsamente significativa.

Infatti, anche nel caso estremo in cui la società interessata avesse fatto trascorrere per intero il periodo previsto dalla norma di legge prima di chiedere la quotazione, pari a 6 mesi per i fondi immobiliari ed a 3 anni per i fondi mobiliari, la valutazione della redditività del fondo interverrebbe in una fase in cui gli investimenti del fondo stesso non avrebbero comunque potuto compiutamente dispiegare effetti. D'altro canto, valutazioni di carattere prospettico presenterebbero necessariamente elementi di forte incertezza e soggettività.

In conclusione, quale che sia la scelta che verrà adottata quanto al mercato di quotazione, sembrerebbe per i fondi chiusi non potersi prescindere dalla definizione di requisiti *ad hoc* prettamente di natura formale, fermo rimanendo il potere generale di diniego della quotazione quando ricorrano esigenze di tutela del pubblico risparmio.

Analogamente, si sta valutando se differenziare, da quella stabilita per gli ordinari soggetti con titoli quotati, la disciplina degli adempimenti e degli obblighi informativi di carattere continuativo a carico del nuovo intermediario.

Per quanto concerne, infine, i fondi immobiliari chiusi, sono in via di predisposizione le norme afferenti la definizione delle regole di

comportamento cui devono attenersi le società di gestione, in relazione alle quali sarà dato particolare rilievo alle ipotesi di conflitto di interessi.

### 3. *IL PROCESSO DI RIFORMA DEI MERCATI MOBILIARI*

Il 1994 ha visto il conseguimento di rilevanti traguardi nel processo di riforma del mercato mobiliare italiano. Esso si è sviluppato sostanzialmente lungo 3 direttrici: abbandono del sistema di contrattazione alle grida e sua sostituzione con sistemi di contrattazione telematici, riforma e telematizzazione dei sistemi di compensazione e liquidazione delle operazioni in titoli, istituzione di nuovi segmenti.

La contrattazione telematica è stata estesa a tutti i segmenti del mercato borsistico, interessando anche le obbligazioni ed i titoli di Stato quotati, i titoli negoziati al mercato ristretto e, da ultimo, anche le cosiddette spezzature, gli ordini cioè aventi ad oggetto quantitativi di titoli inferiori al lotto minimo negoziabile.

Rimangono tuttora alle grida solo le negoziazioni sui contratti a premio e quelle relative alla speciale seduta dei riporti; nel corso del 1995, comunque, anche quest'ultimo residuo di contrattazione gridata verrà meno e le borse non avranno più la necessità di un luogo fisico di contrattazione. L'introduzione del mercato delle opzioni sulle singole azioni sostituirà le negoziazioni dei contratti a premio sui titoli maggiormente liquidi; sono altresì allo studio soluzioni per introdurre modalità di contrattazione telematica per i contratti a premio sulle azioni che non presentano caratteristiche di liquidità tali da renderle oggetto di contratti di opzione. La speciale seduta dei riporti mensile, invece, che già nel corso del 1994 ha registrato una forte contrazione dell'attività, perderà totalmente la sua ragione di essere con il completa-

mento dell'adozione della liquidazione a contante garantita e con lo sviluppo di forme alternative di finanziamento dell'operatività borsistica.

Il 1995 vedrà proseguire i lavori per rendere più sicuro ed efficiente il sistema di regolamento delle operazioni in titoli in tutti i segmenti del mercato. Al riguardo è stato ampiamente dimostrato che i rischi di inadempienza di una controparte sono direttamente legati all'ampiezza dell'intervallo di tempo che intercorre tra il momento in cui una transazione è conclusa e quello in cui la stessa è regolata. Né vale sostenere che tale rischio può essere unicamente contenuto attraverso l'adozione di sistemi di versamento di margini finalizzati ad alimentare appositi fondi di garanzia; tali sistemi, infatti, offrono un'efficace protezione solo agli aderenti al sistema di liquidazione ma lasciano totalmente esposti al rischio di mercato i committenti. Tale rischio, nel caso di un ciclo di liquidazione che può arrivare fino a 45 giorni, viene ritenuto ormai intollerabile dagli investitori istituzionali internazionali abituati ad operare su mercati che, con l'unica eccezione della Francia, adottano cicli di liquidazione compresi tra i 3 e i 10 giorni.

L'adozione della liquidazione a contante a 5 giorni per tutti i titoli azionari quotati sarà in ogni caso preceduta dalla verifica che sia attivo e liquido un mercato di strumenti derivati e che si sia sviluppato un efficiente sistema di finanziamento delle posizioni scoperte in titoli.

Con riferimento a questo secondo punto, nel corso del 1995, si interverrà sul contratto di riporto a contante per superare due elementi critici: la scarsa remuneratività del contratto in caso di estinzione anticipata e la sua rigidità quale strumento per il finanziamento delle operazioni al rialzo.

Sulla base delle indicazioni fornite dagli operatori si procederà a garantire una remunerazione minima indipendente dalla durata del contratto e verrà introdotto un secondo contratto di riporto a contante

con finalità esclusiva di finanziamento delle posizioni rialziste. Questo nuovo contratto, che sarà operativo entro la prima metà del 1995, è stato definito riporto a contante lire e sarà del tutto analogo all'attuale riporto a contante sia per le caratteristiche di durata che di remunerazione sia per il sistema di garanzia gestito dalla Cassa; la differenza rispetto all'attuale contratto consiste nel fatto che il riporto a contante lire attribuirà la facoltà di estinzione anticipata esclusivamente a favore del riportato. Nonostante i miglioramenti che verranno apportati agli schemi contrattuali del riporto a contante, risulta evidente, anche nelle richieste degli operatori, come sia necessario attivare forme di finanziamento delle operazioni più flessibili e, in generale, più rispondenti alle necessità derivanti dalle nuove tecniche di gestione dei portafogli utilizzate dagli investitori.

In quest'ottica la necessità di sviluppare un efficiente sistema di prestito titoli non nasce esclusivamente dall'adozione di un sistema di liquidazione a contante ma dallo sforzo di modernizzazione del mercato italiano e dall'esigenza di dotarlo di strumenti allineati con la prassi internazionale.

Nel corso del 1994 sono stati risolti alcuni problemi che ostavano allo sviluppo del contratto di prestito titoli: in particolare sono state chiarite dalla Banca d'Italia le modalità di rappresentazione in bilancio, ai fini di vigilanza, delle operazioni di prestito titoli accogliendo il principio della prevalenza della sostanza sulla forma. Nello stesso tempo, la Consob ha chiarito che l'attività di prestito titoli esercitata da un intermediario per conto della clientela, sulla base di un mandato per la conclusione delle operazioni di prestito, non rientra nell'attività di gestione.

Nel mese di gennaio 1995 un decreto del Ministero delle finanze ha assoggettato i redditi rivenienti dalle operazioni di prestito ad una

ritenuta d'imposta del 12,50 per cento, rendendo più appetibili le operazioni di prestito per le persone fisiche e soprattutto, per i fondi comuni di investimento.

Con il 1994, si è assistito alla graduale definizione di un sistema normativo per la disciplina della negoziazione di valori mobiliari non quotati in borsa e non negoziati nel mercato ristretto, culminata nell'approvazione del regolamento istitutivo dei cosiddetti mercati locali, ai sensi dell'art. 20, commi 4, 5, 6 e 7, della legge 1/91.

La stesura del citato regolamento è stata preceduta dalla definizione da parte della Commissione delle «Linee di indirizzo per l'istituzione di un mercato destinato in via principale alla negoziazione di valori mobiliari emessi da piccole e medie imprese». In tale documento sono stati indicati alcuni elementi essenziali per l'istituzione dei mercati in oggetto e, nello stesso tempo, tutti i soggetti interessati alla costituzione di un mercato sono stati invitati a presentare progetti conformi alle linee indicate.

Sulla base delle citate linee di indirizzo sono pervenuti alla Commissione sia progetti contenenti proposte generali di definizione della struttura del mercato e sia documenti concernenti la semplice costituzione di Comitati locali. Tenuto conto di tali documenti la Commissione, nel mese di settembre, ha emanato il testo del regolamento volto a stabilire i requisiti minimi dei mercati in parola, con particolare riferimento al sistema di negoziazione dei titoli, da realizzarsi mediante un sistema telematico di contrattazione, agli organi di gestione e controllo, al sistema di finanziamento; viene lasciato, invece, agli eventuali promotori dei costituendi mercati locali il compito di definire la normativa secondaria, nella forma di regolamento speciale, che verrà comunque adottata con provvedimento dalla Consob.

Il regolamento speciale dovrà disciplinare, in conformità con il regolamento generale, l'organizzazione il funzionamento del mercato, l'ammissione dei valori mobiliari alle negoziazioni, la sospensione e la revoca di tali ammissioni, le tipologie contrattuali ammesse, le modalità di regolamento delle transazioni e le modalità ed i contenuti dell'informativa; il tutto nell'ottica di un'autoregolamentazione che vede coinvolti diversi organismi, dalla Consob, al Comitato di gestione, ad eventuali Comitati locali e società di servizi.

Appare opportuno sottolineare come, alla luce delle esperienze estere, che non evidenziano la prevalenza di una particolare forma di mercato per la negoziazione dei titoli sottili, il regolamento generale dei mercati locali ha lasciato ai soggetti promotori degli stessi la possibilità di istituire mercati anche differenziati in relazione alle caratteristiche dei valori mobiliari negoziati e delle relative modalità di negoziazione. Con riferimento a quest'ultima, tuttavia, a seconda della forma di mercato adottata (sia ad asta, che mercato di *dealer* e mercato con la presenza di operatori *specialist*) sono indicati, nel regolamento quadro, i criteri per garantire la regolarità e la correttezza del processo di formazione dei prezzi.

Un elemento di differenziazione importante tra i mercati ufficiali e quelli locali è costituito dall'introduzione in questi ultimi di elementi di privatezza, riferiti alla realizzazione ed alla fornitura delle strutture telematiche di mercato, che si affiancano alla natura comunque pubblica dei nuovi mercati, degli organi chiamati a disciplinarli e controllarli e delle finalità della stessa disciplina, ispirata appunto alla tutela del pubblico risparmio.

Tali elementi, in quanto fonte di possibili rischi per i risparmiatori, hanno anche condizionato l'informativa destinata al pubblico, che è

pertanto concepita in modo da evidenziare le caratteristiche differenziali dei nuovi mercati rispetto a quelli ufficiali.

Definito il quadro regolamentare di riferimento, per l'avvio operativo dei mercati in questione occorre attendere che si costituiscano i Comitati promotori e che essi formulino le relative proposte.

Preme, infine, sottolineare che la legge ha previsto l'istituzione di mercati anche locali e perciò non esclude l'istituzione di mercati nazionali non di borsa di valori mobiliari; tale impostazione è stata seguita anche nel regolamento. Il citato regolamento prevede anche norme specifiche per l'istituzione di un mercato di soli titoli obbligazionari e, pertanto, esso fornisce il quadro di riferimento regolamentare per l'istituzione del mercato nazionale delle obbligazioni private - di cui da tempo e da più parti si auspica l'istituzione. Su tale mercato sarebbe possibile l'accesso diretto delle banche alle negoziazioni, tenuto conto che non si tratterebbe di un mercato di borsa.

Le indicazioni raccolte in merito alla possibile microstruttura del mercato delle obbligazioni private fanno ritenere opportuna la contemporanea negoziazione sia di partite al dettaglio che di partite all'ingrosso senza che i due segmenti siano separati; a tal fine la contrattazione potrebbe svolgersi in fasi successive. L'asta a chiamata elettronica dedicata a soddisfare le esigenze di ordini di piccole e medie dimensioni; la negoziazione in continua, destinata, invece, all'attività di operatori professionali per partite di dimensioni maggiori. In questa seconda fase potrebbero intervenire operatori specializzati in qualità di *market maker* o di *specialist*.

Al fine di minimizzare i tempi ed i costi di realizzazione, l'istituendo mercato potrebbe utilizzare sistemi di contrattazione già in funzione per altri mercati, ad esempio quello del mercato delle obbligazioni e dei

titoli di Stato quotati, MOT, tenuto conto delle analogie nella microstruttura.

Si sottolinea da ultimo che l'istituendo mercato verrà ad affiancarsi al MOT e non a sostituirlo ferma restando la possibilità per gli emittenti di scegliere il mercato sul quale quotare i propri titoli. Occorre peraltro aggiungere che al momento non sembrano ipotizzabili soluzioni che consentano che i due mercati possano quotare contemporaneamente gli stessi titoli, per cui, sotto questo punto di vista si può affermare che essi sono alternativi. E' peraltro presumibile che da tale impostazione possa derivare una maggiore specializzazione del MOT quale mercato al dettaglio per i titoli di Stato.

Per quanto concerne il Mercato Italiano dei Derivati (IDEM), parallelamente all'attività che ha condotto all'avvio delle negoziazioni del primo contratto *future* su indice azionario italiano, sono avviati i lavori per l'introduzione su tale mercato delle negoziazioni dei contratti di opzione, il cui avvio è previsto per il prossimo anno. In particolare dovrebbero essere inaugurati gli scambi di un contratto di *stock index option* o di *stock index future option* e successivamente di *stock option*.

Con riferimento al primo obiettivo, l'attività di studio e programmazione dovrà incentrarsi in primo luogo sulla scelta della tipologia di contratto da adottare. In particolare, dovranno essere analizzate, tra quelle di maggior rilievo, le problematiche inerenti all'individuazione dell'attività sottostante il contratto e alla scelta della modalità di esercizio dell'opzione e alla fissazione delle scadenze ammesse alla negoziazione.

In particolare, con riferimento al cosiddetto sottostante dovranno essere valutate 2 distinte soluzioni: l'opzione sull'indice MIB30 o l'opzione su *future* su indice (opzione su FIB30). Con riferimento invece alle problematiche legate all'esercizio dell'opzione, sarà necessario valutare l'opportunità di consentire l'esercizio solo l'ultimo giorno di negoziazione.

ne (opzione europea) o in maniera anticipata in qualunque momento della vita del contratto (opzione americana). Per quanto concerne le scadenze ammesse, si ritiene che potrebbe valutarsi l'opportunità di affiancare al tradizionale ciclo di scadenze trimestrali, come già avviene per il contratto FIB30, ulteriori scadenze aggiuntive secondo un ciclo mensile.

Quanto poi agli altri aspetti contrattuali, quali le modalità di calcolo del prezzo di chiusura, di quello di liquidazione e degli orari di negoziazione, l'orientamento è di renderli uniformi a quanto già previsto per il contratto FIB30, al fine di agevolare le strategie speculative tra i due contratti.

Come sopra cennato, è inoltre intenzione della Consob di introdurre, entro la fine del prossimo anno, contratti di opzione su singoli titoli azionari, presumibilmente su una limitata selezione di titoli che abbiano caratteristiche di elevata liquidità e rilevante capitalizzazione. La presenza di tali contratti sul mercato consentirà lo svolgimento di operazioni di copertura del rischio di variazione del prezzo dei singoli titoli interessati, sostituendo i consueti contratti a premio negoziati attualmente in borsa.

In ultimo è allo studio la fattibilità dell'introduzione di contratti *future* e di opzione su tassi di cambio, presumibilmente sul dollaro e sul marco, considerata l'elevata liquidità del mercato valutario a pronti ed il conseguente e presumibile interesse che gli operatori potrebbero rivolgere a tali categorie di prodotti.

#### 4. IL CONTROLLO SUI PRODOTTI DERIVATI

Nei mercati internazionali, nel corso del 1994 e agli inizi del 1995, si sono verificate tensioni dovute alla determinazione di forti minusvalenze legate all'utilizzo di prodotti finanziari derivati.

L'ampiezza delle perdite registrate, il numero e la tipologia dei soggetti coinvolti, hanno rianimato il dibattito in sede internazionale circa la rischiosità associata all'utilizzo di strumenti derivati. Già da tempo peraltro le Autorità di controllo avevano avviato la loro riflessione. Nell'ambito di dette discussioni, alle quali la Consob ha portato il proprio contributo, sono state individuate diverse linee di intervento perseguibili sotto il profilo sia della regolamentazione degli intermediari sia della regolamentazione dei mercati.

Sotto il primo profilo, particolare attenzione deve essere dedicata alle transazioni di prodotti derivati sui mercati non regolamentati, i cosiddetti *over the counter*. A tale riguardo, l'azione dell'Autorità di controllo dovrà indirizzarsi lungo tre linee strategiche.

In primo luogo si dovrà ricorrere all'imposizione di regole specifiche volte a disciplinare il comportamento degli intermediari nel collocamento presso gli utilizzatori finali di prodotti derivati non trattati su mercati regolamentati. Dette regole, da graduarsi in funzione del diverso livello di protezione delle varie categorie di utilizzatori finali, potrebbero prevedere una adeguata informazione dell'investitore sulla specifica rischiosità di detti strumenti e che l'intermediario verifichi che la transazione in derivati sia adatta alle caratteristiche dell'investitore medesimo.

Una seconda linea di intervento dovrebbe prevedere l'imposizione agli intermediari di dotarsi di sistemi di controllo interni per la gestione

dei rischi originati dall'operatività in prodotti derivati trattati o meno sui mercati regolamentati.

Il monitoraggio della attività in derivati deve essere una funzione autonoma affidata a responsabili competenti e indipendenti rispetto a chi ha la responsabilità operativa delle transazioni. Le raccomandazioni in tal senso contenute in due documenti pubblicati congiuntamente nel luglio scorso dal Comitato Tecnico di Basilea e dallo IOSCO, dovrebbero essere prontamente attuate.

Infine, va prevista l'imposizione agli intermediari di obblighi di trasparenza sulle transazioni effettuate fuori mercato.

Azione ancor più efficace può essere, tuttavia, perseguita riconducendo le transazioni di strumenti derivati nell'alveo dei mercati regolamentati. A tal fine dovranno essere introdotti contratti standardizzati le cui caratteristiche contengano elementi di flessibilità in grado di soddisfare sempre più le esigenze su misura degli utilizzatori finali. Importanti mercati hanno già intrapreso tale strada, introducendo con successo nuovi strumenti quali le *flexible options*.

Diverse riflessioni suscitano, invece, i casi di insolvenza verificatisi con riferimento a posizioni in contratti *futures* e *options* aperte su mercati ufficiali di prodotti derivati. Su detti mercati il modello di gestione del rischio incentrato su una controparte centrale, la *clearing house*, può essere messo in crisi dall'utilizzo di contrattazione gridata anziché telematica; in tal caso la *clearing house* non è in grado di conoscere la posizione degli aderenti in tempo reale esponendo l'organo di garanzia a rischi maggiori. Nei mercati dove poi operino contemporaneamente diverse *clearing house*, in assenza di una adeguata cooperazione, un partecipante al mercato potrebbe nascondere la propria posizione dividendola fra le diverse *clearing house*, al fine di eludere eventuali limiti alle posizioni aperte imposti dalle Autorità di controllo.

Infine, è necessario che le modalità di determinazione del margine iniziale consentano la copertura del rischio di variazione giornaliera del prezzo dei contratti *futures e options*.

Tenendo conto di questi elementi la Consob, insieme alla Banca d'Italia, al momento dell'istituzione della Cassa di compensazione e garanzia, ha definito un sistema di garanzie per i mercati derivati che presenta caratteristiche di peculiarità rispetto ai principali mercati esteri. Tale sistema prevede, in particolare, l'adozione di modalità esclusivamente telematiche per il mercato italiano dei derivati; un unico organismo di compensazione per tutti i mercati di prodotti derivati in modo da controllare la posizione complessivamente assunta dall'aderente su entrambi i mercati di derivati; la determinazione del margine iniziale sulla base del ricalcolo giornaliero del deposito iniziale di garanzia, al fine di ridurre sensibilmente il rischio di insufficienza dei margini iniziali anche in caso di forti oscillazioni del mercato.

Una possibile area di criticità è rappresentata dalla mancata fissazione di limiti di posizione sui mercati derivati italiani. Detti limiti hanno la finalità non solo di evitare possibili manipolazioni del mercato sottostante, ma anche di ridurre potenziali rischi di liquidità degli intermediari che non risultassero in grado di far fronte alla richiesta di margini da parte della *clearing house*. Il rischio di liquidità potrebbe tradursi in rischio sistemico nel caso la Cassa di compensazione non fosse in grado di vendere i contratti dell'intermediario inadempiente poiché il numero dei contratti è talmente elevato da non poter essere assorbito dal mercato senza significative variazioni di prezzo.

In tema di limiti di posizione la regolamentazione estera non fornisce indicazioni univoche. Sarà necessario avviare una riflessione in questo senso con riferimento ai mercati nazionali alla luce di dati più consolidati sui livelli di operatività.

La volatilità dei mercati derivati e l'elevato tasso di innovazione finanziaria, rendono, tuttavia, indispensabile un continuo sforzo delle Autorità di controllo al fine di rendere il sistema di garanzie gestito dalla Cassa sempre più capace di confrontarsi con le situazioni di crisi già verificatisi sui mercati esteri.

##### 5. *DISCIPLINA FISCALE E BILANCIO CIVILISTICO*

Le divergenze tra la disciplina civilistica e la normativa fiscale sono da tempo fonte di un vivace dibattito in dottrina. Da una parte si ritiene che i dati di bilancio debbano essere volti unicamente ad assicurare una corretta e veritiera informazione economica e patrimoniale della società, secondo il principio contenuto nell'articolo 2423 del codice civile; dall'altro si considera legittima l'interferenza fiscale nel bilancio purché siano adeguatamente motivate ed illustrate le ragioni delle deroghe ai principi civilistici.

Tale ultimo orientamento, ormai divenuto prassi consolidata, è motivato prevalentemente da considerazioni di ordine fiscale: l'ottenimento di benefici tributari connessi a determinati componenti di costo è subordinato alla condizione che essi siano iscritti nel conto economico civilistico.

Il rilievo assunto in tutti i paesi europei dal conflitto tra la normativa civilistica e quella fiscale ha indotto il legislatore comunitario in sede di redazione della IV Direttiva CEE a intervenire con specifiche disposizioni al riguardo.

La direttiva, agli articoli 35 e 39, ha previsto la facoltà per gli Stati membri di autorizzare l'iscrizione di rettifiche di valori eccezionali effettuate esclusivamente in seguito all'applicazione della legislazione

fiscale, purché debitamente motivate nella nota integrativa, legittimando in tal modo l'inquinamento fiscale nella redazione del bilancio d'esercizio in deroga alla clausola del quadro fedele.

La legge delega di attuazione della direttiva comunitaria ha quindi confermato l'opinione giurisprudenziale prevalente che autorizza la deviazione dai principi civilistici se determinata dall'esigenza di fruire di agevolazioni fiscali.

Si prevedeva infatti che le disposizioni avrebbero dovuto «assicurare l'autonomia delle disposizioni tributarie da quelle dettate in attuazione della direttiva, comunque prevedendo che nel conto dei profitti e delle perdite sia indicato in quale misura la valutazione di singole voci sia influenzata dall'applicazione della normativa tributaria». Ciò al fine di realizzare l'obiettivo della completezza e analicità dell'informazione del bilancio.

Il decreto legislativo 127/91, attuativo della legge delega, al fine di rispettare la clausola generale della rappresentazione veritiera e corretta contenuta nel codice civile aveva in un primo tempo previsto l'introduzione nel nuovo schema di conto economico della cosiddetta appendice fiscale, costituita da apposite voci, che dovevano accogliere, rispettivamente accantonamenti e rettifiche di valore effettuate unicamente in applicazione della normativa fiscale.

Peraltro l'appendice fiscale è stata successivamente eliminata, con la legge 503/94, a causa dei notevoli dubbi interpretativi sorti sul suo utilizzo con le conseguenti difformità di comportamento riscontrate nella pratica.

L'apprezzabile tentativo operato dal legislatore civilistico con il decreto 127/91 al fine di fornire un contributo alla soluzione del problema dell'interferenza fiscale è stato così vanificato.

Si è pertanto legittimata l'iscrizione indistinta dei valori fiscali tra le componenti di reddito del conto economico. Il legislatore ha chiesto solo a livello di nota integrativa l'indicazione dei motivi che hanno determinato l'applicazione delle norme fiscali e l'evidenziazione degli importi relativi.

La Consob dal canto suo non condivide la filosofia secondo cui il rispetto del principio della rappresentazione veritiera e corretta è salvo con un massiccio ricorso alle motivazioni indicate nella nota integrativa.

Le incertezze normative hanno indotto la Consob a costituire un gruppo di lavoro con i rappresentanti delle professioni e delle associazioni di categoria interessate al fine di individuare possibili soluzioni che siano compatibili con i diversi fini, economico, informativo e fiscale, che l'ordinamento assegna ai bilanci delle imprese.

La soluzione individuata al termine di un proficuo dibattito è quella che vede l'eliminazione di appostazioni aventi natura esclusivamente fiscale dei processi di redazione del bilancio di esercizio prevedendo al contempo opportuni prospetti di riconciliazione e collegamento tra il risultato di esercizio e il reddito imponibile da inserire nella nota integrativa.

Tale soluzione che segue il principio della dipendenza del reddito imponibile dal reddito civilistico è in linea con quella già oggi adottata da alcuni paesi europei quali la Gran Bretagna, la Spagna, l'Olanda e la Danimarca.

Dall'analisi svolta sui criteri utilizzati in quei paesi per la determinazione del risultato di bilancio e dell'imponibile fiscale, è emerso che, seppure con metodologie e graduazioni diverse le discipline tendono a privilegiare il principio dell'autonomia dei due risultati civilistici e fiscali. Il bilancio viene infatti redatto esclusivamente sulla base dei principi previsti dalla legislazione nazionale in materia mentre l'imponibile fiscale

viene calcolato secondo i criteri dettati dalla normativa e dalla giurisprudenza tributaria.

Se si adottasse questa soluzione sarebbero necessarie alcune modificazioni alla vigente disciplina, su cui la Commissione ha già avviato una riflessione.

Peraltro l'urgenza di superare il problema è sollecitata anche dal processo di armonizzazione contabile in sede IOSCO che sta procedendo con risultati molto soddisfacenti e che vedrebbe nell'eliminazione dell'interferenza fiscale un elemento di ulteriore omogeneizzazione dei principi di redazione dei bilanci societari.

6. *I PRINCIPI CONTABILI NELLA PROSPETTIVA DELL'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEI MERCATI*

La carenza di armonizzazione internazionale delle regole dell'informazione finanziaria costituisce un rilevante ostacolo alla libera circolazione dei capitali ed all'efficienza dei mercati finanziari.

Si possono creare effetti distorsivi della libera concorrenza, particolarmente rilevanti nei confronti delle imprese e degli investitori europei. Alle imprese che offrano i propri titoli o richiedano l'ammissione alla quotazione sui mercati nordamericani viene infatti richiesto di fornire un'informazione finanziaria conforme agli *standards* locali. Ciò costituisce, oltre che una duplicazione di costi per le imprese che vogliono operare su base transfrontaliera, un onere per il mercato che assiste alla diffusione di dati potenzialmente contrastanti sullo stesso emittente.

La questione è da alcuni anni all'attenzione dello IOSCO che ha instaurato con gli organismi professionali più rappresentativi a livello

internazionale un rapporto di fattiva collaborazione, finalizzata ad ottenere un vero e proprio codice internazionale dell'informazione finanziaria.

La collaborazione instaurata in sede IOSCO con l'*International Accounting Standards Committee* ha consentito di elaborare, nel mese di giugno 1994, una dichiarazione preliminare di intenti su numerosi principi contabili internazionali; si tratta del nucleo fondamentale di un accordo sulla materia.

Si sta ricercando un accordo anche sulle regole che governano la residua informazione d'impresa.

Al riguardo, nel 1991 era stato pubblicato un rapporto comparativo dei diversi regimi normativi esistenti nei quattordici paesi appartenenti al gruppo di lavoro, il cosiddetto *CADRE Report (Comparative Analysis of Disclosure Regime)*.

Su tale base, il gruppo sta ora analizzando la possibilità di individuare un minimo comune denominatore al quale gli emittenti multinazionali possano far riferimento, stabilendo certezza normativa ed evitando duplicazioni ed incoerenze.

I lavori in materia, la cui ultimazione è prevista nell'autunno del prossimo anno, richiedono lo sforzo congiunto di elaborazione da parte di tutte le autorità di controllo.

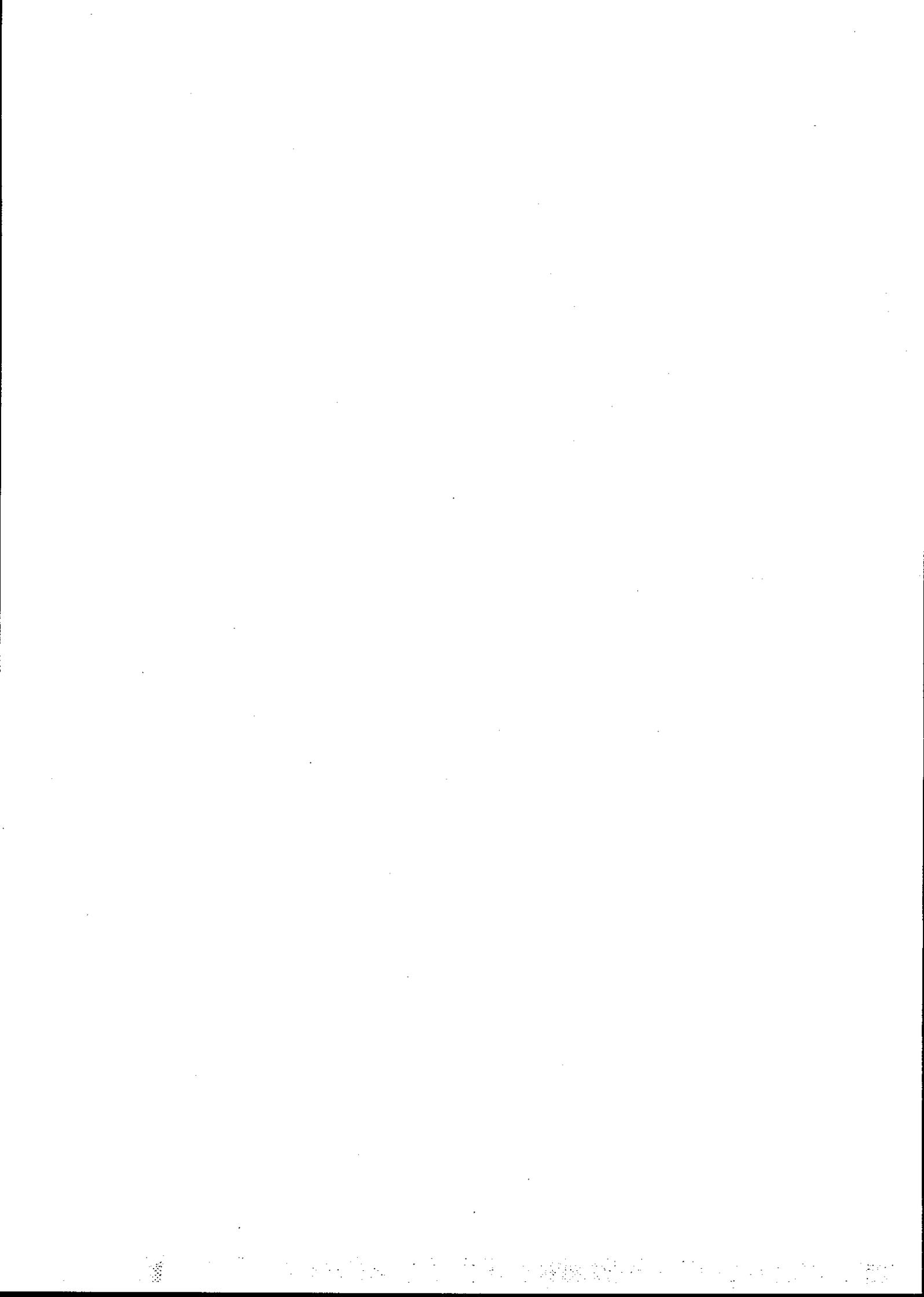
Resta comunque fermo che anche per le regole dell'informazione non contabile è quanto mai necessaria la cooperazione delle autorità appartenenti all'Unione Europea, alle quali tra l'altro spetta il compito istituzionale di vigilare sull'applicazione nei rispettivi mercati delle norme dettate dalle direttive comunitarie.

Per quanto riguarda infine il controllo legale dell'informazione finanziaria, nel 1992 le autorità di controllo dei mercati mobiliari avevano già raggiunto un accordo che prevedeva il riconoscimento

internazionale delle revisioni effettuate applicando i principi emanati dall'*International Federation of Accountant (IFAC)*. L'accordo consentiva alle imprese che operano su base multinazionale di provvedersi di un'unica certificazione dei conti valida in tutti i mercati ospitanti, evitando duplicazioni degli oneri economici e delle procedure amministrative.

Nel corso del 1994, peraltro, l'*IFAC* ha sostituito tutti i principi raccomandati dallo IOSCO con i nuovi testi elaborati nell'ambito del cosiddetto *Codification Project*. Questi, al momento, non hanno ricevuto il riconoscimento ufficiale delle autorità di controllo dei mercati mobiliari che, al contrario, hanno manifestato alcune perplessità e richieste di modifica.

Anche in questo campo, comunque, è quanto mai evidente la necessità di addivenire ad una posizione comune che richiederà un approfondito confronto con le organizzazioni professionali, nonché uno sforzo quanto mai costruttivo degli organismi dello IOSCO rivolto a facilitare, anche per quanto attiene la revisione contabile, la libera circolazione dei capitali ed a garantire, sotto il profilo della efficacia dei controlli, la tutela del pubblico risparmio.



## LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E LE SOCIETÀ QUOTATE

### 1. L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA

Nel corso dell'anno 1994 la Commissione ha proceduto ad alcune modifiche dei regolamenti in materia di sollecitazione del pubblico risparmio e di annunci pubblicitari.

Il primo intervento riformatore, che ha riguardato entrambi i regolamenti, è stato realizzato con la delibera 8085/94, al fine di trovare una prima soluzione ad alcuni problemi, relativi alle modalità di diffusione delle informazioni e di adesione alle offerte pubbliche di vendita o sottoscrizione, emersi in modo particolare in occasione delle offerte collegate alla privatizzazione di grandi banche pubbliche (Credit, Comit, prima *tranche* Imi).

Di fronte ad operazioni che coinvolgono un alto numero di risparmiatori non professionali, infatti, gli strumenti informativi attualmente previsti dalla disciplina vigente hanno mostrato dei limiti, sia per problemi di stampa e distribuzione dei prospetti, sia per la scarsa sinteticità del prospetto stesso che rende di non agevole comprensione le informazioni contenute.

Per tale ragione la Commissione ha deciso di esercitare il potere regolamentare concernente la determinazione in via generale delle modalità di pubblicazione delle offerte, rendendo possibile la pubblicazione, insieme al prospetto informativo, di una nota informativa sintetica, utilizzabile anche come documento da consegnare obbligatoriamente al risparmiatore insieme alla scheda di adesione.

Il prospetto informativo, che deve comunque essere pubblicato ai sensi dell'art. 1/18 della legge 216/74 e messo gratuitamente a disposizione del pubblico presso gli intermediari autorizzati incaricati del collocamento, continua a rappresentare "l'unico documento cui fare riferimento per una completa informazione sull'offerta".

La normativa di cui al nuovo articolo si applica (comma 1) esclusivamente alle offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione di valori mobiliari, con l'esclusione delle quote o azioni di fondi comuni d'investimento o altri Oicvm, che presentano, anche per la loro natura di operazioni continuative, esigenze diverse.

L'esperienza delle prime operazioni di privatizzazione ha inoltre indotto la Commissione a modificare, con la medesima delibera, l'avvertenza che deve obbligatoriamente essere presente in ogni annuncio pubblicitario concernente un'offerta al pubblico.

La riforma è ispirata dalla necessità di coniugare le legittime esigenze di commercializzazione del prodotto finanziario con quelle, prevalenti, di garantire comunque una completa informazione del pubblico dei risparmiatori.

Un secondo campo di intervento regolamentare della Consob ha riguardato l'introduzione di nuove categorie di investitori. L'emanazione della legge sui fondi mobiliari ed immobiliari chiusi (rispettivamente, legge 344/93 e legge 86/94) ha richiesto alcune modifiche alla disciplina regolamentare nella sollecitazione del pubblico risparmio e dei connessi annunci pubblicitari.

Si è, in primo luogo, provveduto alle necessarie modifiche ed integrazioni del testo del regolamento concernente le offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione di valori mobiliari effettuate mediante sollecitazione del pubblico risparmio, prevedendo anche gli schemi-tipo di prospetto per l'offerta al pubblico di quote dei nuovi organismi.

Si è provveduto, inoltre, a modificare le modalità di aggiornamento dei prospetti concernenti gli Oicvm, al fine di renderle riferibili a tutti gli organismi di investimento collettivo (OIC), inclusi, quindi, i fondi mobiliari ed immobiliari chiusi e tenendo conto delle differenti esigenze informative connesse alle diverse categorie di organismi.

Mentre, infatti, l'emissione di quote dei fondi aperti è continuativa, e si riscontra quindi la necessità di aggiornare frequentemente il prospetto informativo in occasione di modifiche del regolamento di gestione ovvero di variazione di dati e notizie, l'offerta di quote dei fondi chiusi viene limitata dalla legge ad un ristretto arco temporale, durante il quale è ragionevole presumere che non intervengano modifiche del regolamento di gestione e che non si proceda quindi ad aggiornamenti se non in connessione a modifiche di dati ad alto tasso di variabilità (ad esempio, notizie sugli organi sociali).

Relativamente poi alla definizione degli schemi di prospetto relativi ai fondi mobiliari chiusi ed immobiliari chiusi, sono stati tratti ampi spunti dalla ormai consolidata disciplina del prospetto dei fondi mobiliari aperti, cercando tuttavia di rendere chiaramente distinguibili le specificità in fatto di struttura e di funzione economico-finanziaria dei nuovi prodotti rispetto alla fattispecie tradizionalmente nota di organismo di investimento collettivo.

Particolare attenzione è stata rivolta all'evidenziazione sia dei rischi attribuibili in via generale a tali forme di investimento, sia di quelli specificamente connessi alla tipologia degli impieghi del singolo fondo.

Sono state altresì previste indicazioni in ordine alla qualificazione ed esperienza professionale dei componenti l'organo amministrativo e dell'organo direttivo della società di gestione.

In occasione dell'integrale revisione del regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare si è infine provvedu-

to a definire le regole di comportamento per i fondi mobiliari chiusi. In particolare, al pari di quanto previsto per i fondi mobiliari aperti, si è previsto l'obbligo di rispettare le modalità di negoziazione prescritte per i mercati regolamentati ed il divieto di moltiplicare le transazioni senza vantaggio per il fondo.

Sul piano dell'attività interpretativa, anche nel corso del 1994 la Commissione ha avuto numerose occasioni per pronunciarsi in merito all'applicazione della legge 149/92 per quanto riguarda le offerte pubbliche di acquisto e scambio.

L'attenzione degli operatori si è concentrata in particolare sull'applicabilità, in una serie differenziata di circostanze, dell'art. 10 della legge 149/92, che stabilisce i casi di obbligatorietà dell'offerta.

A questo proposito è da segnalare, in primo luogo, che la Commissione, in risposta ad un quesito, ha escluso, confermando un precedente orientamento, l'obbligo di lanciare un'offerta quando si modificano esclusivamente i soggetti interposti attraverso i quali il *dominus* esercita il controllo su una società quotata.

Sempre con riferimento all'applicabilità dell'obbligo di offerta la Commissione, in risposta ad un altro quesito, ha avuto modo di analizzare il caso in cui il superamento della soglia rilevante sia dovuto all'acquisto delle azioni inoptate da parte di istituti di credito facenti parte di un consorzio di garanzia e aderenti ad un piano di salvataggio avente ad oggetto il gruppo di cui la suddetta società faceva parte.

L'esame condotto dalla Commissione ha portato ad escludere, in capo agli istituti di credito sopra citati, l'obbligo di promuovere un'opa successivamente all'acquisto delle azioni in questione.

Si è rilevato infatti, che l'intervento degli enti creditizi, valutato nella sua globalità, era diretto ad assicurare ai creditori il recupero dei crediti verso il gruppo ed a realizzare il suo riequilibrio economico-patri-

moniale, con benefici effettivi di carattere finanziario, industriale e sociale; risultava peraltro estranea al suddetto intendimento la volontà di assumere il controllo del gruppo: in particolare gli accordi conclusi tra gli istituti di credito in questione non tendevano ad esercitare in modo concertato il diritto di voto o in ogni caso a gestire il gruppo, ma erano funzionali al successo dell'azione di salvataggio.

La Commissione ha peraltro aggiunto a questi rilievi la precisazione che, vista la lunga durata del piano di ristrutturazione, sarebbe stata assicurata comunque la continua vigilanza sui rapporti tra società e istituti di credito partecipanti al suo capitale, per verificare se il possesso delle partecipazioni continuasse ad essere strumentale al recupero dei crediti o desse vita ad una diversa situazione suscettibile di un differente apprezzamento.

Per quanto riguarda l'informativa societaria, nel corso del 1994 è stato adottato il regolamento recante disposizioni in ordine alle modalità di pubblicazione ed al contenuto dell'annuncio relativo agli accordi parasociali di cui all'art. 10, comma 4, della legge 149/92, modificato dal d.l. 75 del 31 gennaio 1994, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni del Ministero del tesoro in società per azioni. La modifica legislativa ha disposto che qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, debba essere comunicato alla Consob, entro 5 giorni dalla data di stipulazione, e reso pubblico per estratto su due quotidiani a diffusione nazionale di cui uno economico, secondo le modalità ed i contenuti stabiliti dalla Consob.

La disposizione in questione ha assunto grande importanza nel processo volto a rendere trasparente la gestione delle società quotate.

Infatti, l'aver previsto che gli accordi parasociali, siano essi di blocco, di voto, o di mera consultazione, debbano essere comunicati, a pena di inefficacia, alla Consob e resi noti al pubblico secondo quanto previsto nel citato regolamento ha segnato una svolta decisa, tale da far sì che i patti di sindacato non siano più visti quali strumenti occulti di governo dell'impresa.

La norma, peraltro, affianca quella già esistente, di cui all'art. 1/5 *bis* della legge 216/74; essa, tuttavia, rendeva al mercato un dato sostanzialmente quantitativo, attinente i nomi dei soggetti partecipanti agli accordi - sia pure con riferimento ai soli accordi di voto - e le percentuali di partecipazione dai medesimi possedute e sindacate. Al contrario, l'attuale formulazione dell'art. 10, comma 4, della legge 149/92 ed il relativo regolamento di attuazione, permettono, ora, di rendere edotto il mercato su aspetti qualitativi dei patti parasociali, posto che devono essere pubblicate le finalità di tali accordi e le principali clausole contrattuali previste nei medesimi, garantendo, comunque, la pubblicazione di ogni indicazione che possa essere necessaria ai fini di una compiuta valutazione dei medesimi.

Nel corso del 1994 la Commissione è intervenuta anche con l'emanazione di comunicazioni di carattere generale finalizzate alla concreta individuazione di modalità applicative delle nuove disposizioni in materia di redazione dei documenti contabili, introdotte dal d.lgs. 127/91 e dal d.lgs. 87/92, a seguito del recepimento delle direttive comunitarie relative ai conti annuali e consolidati delle imprese industriali e commerciali, nonché delle imprese bancarie o finanziarie.

Il passaggio alla nuova normativa ha sicuramente condizionato gli operatori che, in fase di prima attuazione e tenuto conto della lacunosità ovvero della particolarità di alcune norme, hanno manifestato comportamenti non omogenei con riflessi, talvolta, sul postulato della chiarezza

che rappresenta uno dei capisaldi dell'intera disciplina sul nuovo bilancio d'esercizio.

Uno degli aspetti che ha richiesto un intervento immediato è stato rappresentato dai dubbi sorti in merito alle modalità di contabilizzazione degli ammortamenti anticipati che, come noto, rispondono ad esigenze di natura fiscale più che contribuire alla chiarezza e precisione dei bilanci d'esercizio.

In questo caso la Commissione si è vista costretta ad intervenire per un problema di funzionalità del mercato, che rischiava di essere compromessa dai ritardi nella predisposizione dei bilanci d'esercizio da parte delle società quotate a causa delle differenti metodologie di rilevazione in bilancio ipotizzate dalle associazioni di categoria interessate, posto che le soluzioni individuate risultavano divergenti anche su aspetti sostanziali.

Un altro tema di carattere generale affrontato nel corso del 1994 ha riguardato le informazioni integrative che devono essere fornite da parte delle *holding* di partecipazioni tenute a redigere il bilancio secondo la disciplina del d.lgs. 127/91. La Commissione ha indicato le informazioni ritenute tuttora utili per la chiarezza e la completezza dei bilanci delle *holding* industriali, raccomandando la inclusione nel bilancio di un prospetto di riclassificazione del conto economico da inserire nella relazione sulla gestione, strutturato in modo più confacente alle caratteristiche di queste società.

Strettamente connesso alle problematiche emerse in fase di prima applicazione è stato, infine, l'orientamento espresso dalla Commissione, su richiesta specifica di una società quotata, in merito al trattamento contabile dei dividendi.

Sul tema si è ritenuta accettabile l'impostazione contabile seguita dalla società interessata, che prevedeva l'imputazione dei dividendi in base al principio della competenza.

Gli interventi succitati non esauriscono l'attività della Commissione sulla materia, gli esiti delle verifiche svolte o in via di esecuzione lasciano infatti prevedere la necessità di fornire ulteriori chiarimenti e precisazioni di carattere generale o specifico da parte della Commissione.

E' di recente emanazione infatti la comunicazione in merito alla classificazione ed alla valutazione del portafoglio titoli per gli enti creditizi, mentre sono ancora in fase di ultimazione gli approfondimenti concernenti la corretta rappresentazione della posizione finanziaria netta nonchè l'informativa concernente le partecipazioni.

Sempre a seguito dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni in materia contabile, la Commissione è intervenuta con un regolamento per la redazione della relazione semestrale.

Con tale regolamento, coerentemente con gli intenti del legislatore comunitario, si è inteso affermare con chiarezza la necessità che la relazione semestrale costituisca un elemento di continuità tra due rendicontazioni annuali.

Per tale motivo il criterio ispiratore ha riguardato il richiamo generale alla vigente disciplina di bilancio con riferimento agli schemi di stato patrimoniale e di conto economico, ai criteri di valutazione, ai principi di consolidamento ed ai criteri di determinazione dell'area di consolidamento.

A tal proposito va sottolineato che attraverso il rinvio alle norme di bilancio è stato implicitamente indicato il criterio dell'indipendenza per la determinazione dei risultati economici del semestre, considerato come un esercizio di soli 6 mesi. Tuttavia nella relazione accompagnatoria al regolamento è stata sottolineata la necessità di indicare nei

commenti sia i fatti di rilievo intervenuti dopo la fine del semestre sia la prevedibile evoluzione dell'attività nell'esercizio in corso, tenuto conto che comunque i risultati del semestre costituiscono una componente del più ampio periodo rappresentato dall'esercizio sociale.

Al fine di garantire la dovuta snellezza al documento in discorso, unitamente alla piena significatività delle informazioni in esso contenute, nel regolamento è stata prevista la possibilità, per le società quotate il cui bilancio è disciplinato dalle norme introdotte con il d.lgs. 127/91, di derogare in parte alla vigente disciplina di bilancio, limitando il numero dei dati riportati nei prospetti contabili, fermo restando l'obbligo di inserire nei commenti i dati omissi se significativi.

Infatti è stata prevista la possibilità di redigere situazioni contabili secondo schemi semplificati rispetto a quelli disciplinati dagli artt. 2424 e 2425 c.c., caratterizzati da un elevatissimo grado di dettaglio, fermo restando comunque l'obbligo di recuperare nei commenti le informazioni significative eventualmente omesse.

Inoltre, un'importante novità è ravvisabile nell'obbligo, per le società quotate tenute a redigere il bilancio consolidato, di inserire nella relazione semestrale dati e informazioni relativi al gruppo, oltre che alla società capogruppo, in luogo dell'opzione concessa nel precedente regolamento. Tale scelta costituisce senza dubbio un notevole progresso sotto il profilo dell'informazione finanziaria, in quanto permette il conseguimento del citato principio di continuità.

Le scelte eseguite con riferimento al menzionato regolamento inducono a ritenere che il contenuto informativo della relazione semestrale si ponga su un piano di assoluta comparabilità rispetto alle attuali discipline in vigore negli altri paesi.

2. *LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E IL COLLOCAMENTO DI TITOLI QUOTATI*

Sul piano applicativo, l'attività della Consob in materia di sollecitazione del pubblico risparmio nel 1994 è stata volta a creare le condizioni più adeguate rispetto alle nuove esigenze proposte dalla dinamica del mercato.

L'effettuazione delle offerte pubbliche di vendita di partecipazioni in società precedentemente controllate direttamente o indirettamente dallo Stato, ha rappresentato nel 1994 l'elemento più rilevante nella sollecitazione del pubblico risparmio sia sotto il profilo quantitativo che sotto quello dell'applicazione delle norme. In particolare queste operazioni hanno sollevato alcune questioni che hanno richiesto un adeguamento delle condizioni informative per la realizzazione di offerte di grandi dimensioni e che si rivolgono ad un vasto pubblico di risparmiatori.

La prima questione riguarda l'applicazione dell'art. 18 *quinquies* della legge 216/74 e del relativo regolamento di attuazione (delibera 6378/92) in materia di criteri di redazione degli annunci pubblicitari riguardanti sollecitazioni del pubblico risparmio: detta disciplina infatti, prima applicata esclusivamente nelle ipotesi di sollecitazione consistenti in offerte di vendita di quote di fondi comuni di investimento, ha avuto a partire dalle operazioni di privatizzazione un impiego molto più esteso. E' da segnalare infatti a questo riguardo che l'utilizzo di una campagna pubblicitaria è divenuta una caratteristica costante di tutte le offerte di vendita e sottoscrizione.

La seconda questione ha per oggetto la disciplina introdotta dalla legge 474/94, concernente le modalità di dismissione delle partecipazioni detenute dallo Stato e dagli enti pubblici, attraverso un nuovo articolo (art. 18 *septies*) inserito nella legge 216/74. Detta norma consente la

diffusione di notizie, lo svolgimento di indagini di mercato, la raccolta di intenzioni di acquisto e di vendita relative ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio prima della pubblicazione del prospetto informativo, previa autorizzazione della Consob, da concedersi secondo i criteri generali da essa predeterminati. La disciplina introdotta con l'art. 18 *septies* ha inteso rappresentare una valida soluzione per far sì che le operazioni afferenti la fase precedente l'inizio dell'offerta pubblica possano svolgersi all'interno di procedure prefissate, contribuendo così alla correttezza dell'intero svolgimento dell'operazione di sollecitazione al pubblico risparmio.

Per quanto riguarda le offerte pubbliche di acquisto e di scambio, l'attività della Commissione sul piano applicativo è stata caratterizzata, nel corso del 1994, da una serie di questioni inerenti il dettato dell'art. 27 riguardante la possibilità di divulgare notizie sull'intenzione di presentare un'offerta.

A questo proposito è opportuno evidenziare in primo luogo la modifica che la legge 474/94, concernente le modalità di dismissione delle partecipazioni detenute dallo Stato e dagli enti pubblici, ha apportato al testo del primo comma dell'articolo sopra citato.

Il testo precedente dell'art. 27 infatti, vietando, prima della pubblicazione dell'offerta, la divulgazione di notizie relative alla medesima, si poneva in stridente contrasto con gli opposti obblighi informativi stabiliti dalla delibera Consob 5553/91, adottata ai sensi degli artt. 6 e 7 della legge 157/91 (cosiddetta legge *insider trading*), obblighi che prevedono l'immediata diffusione delle decisioni relative ad eventi societari rilevanti assunte dagli organi competenti. La modifica introdotta dalla legge sulle privatizzazioni consente all'offerente di divulgare, prima della pubblicazione dell'offerta, notizie relative alla medesima pur se nei casi e alle condizioni stabiliti dalla Consob.

Si deve poi rilevare in questa sede come, nel corso di un'operazione iniziata negli ultimi mesi del 1994 e protrattasi sino al febbraio 1995, abbia trovato per la prima volta applicazione l'art. 27 comma 3, della legge 149/92, che prevede per la società oggetto dell'offerta la facoltà di diffondere, dopo la pubblicazione dell'offerta medesima, un comunicato nel quale sia esposto ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta, nonché la propria valutazione al riguardo. E' da segnalare comunque che detta facoltà è stata utilizzata nel caso concreto dopo la pubblicazione della offerta iniziale e della successiva offerta concorrente.

#### *Le offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione*

Nel corso del 1994 sono state effettuate 12 offerte pubbliche di vendita e 22 offerte pubbliche di sottoscrizione. Tutte le offerte di vendita e 18 offerte di sottoscrizione hanno avuto ad oggetto valori mobiliari che consentono di acquisire diritti di voto, ed erano pertanto soggette sia alla normativa generale in materia di sollecitazione del pubblico risparmio sia alla normativa speciale di cui alla legge 149/92.

Tra le offerte di vendita, 4 operazioni, hanno avuto ad oggetto titoli esteri. In particolare 3 di queste offerte rientravano nell'ambito delle privatizzazioni francesi ed hanno avuto ad oggetto azioni della *Renault SA*, della *Société Nationale Elf Aquitaine* e della *Union des Assurances de Paris*.

Con riferimento a tali operazioni la Commissione ha proceduto al riconoscimento dei prospetti informativi pubblicati in Francia, secondo la procedura prevista dall'art. 18 *sexies* della legge 216/74, rilasciando il nulla-osta alla pubblicazione in Italia del prospetto informativo francese e di una nota integrativa contenente indicazioni sulle modalità di adesione all'offerta e sulle particolarità della *tranche* italiana dell'operazione.

Tale riconoscimento è stato possibile in quanto nelle ipotesi in esame era stato pubblicato in Francia, con riguardo all'offerta, un prospetto conforme a quanto richiesto dalla normativa italiana.

La quarta operazione, nella quale non ha trovato applicazione la disciplina in materia di riconoscimento reciproco di prospetti, aveva ad oggetto azioni della *Wellcom plc* ed era indirizzata anch'essa ai dipendenti della società controllata italiana (*Wellcom Italia SpA*).

Tre delle rimanenti offerte di vendita erano finalizzate alla diffusione fra i risparmiatori del pacchetto di controllo in mano pubblica: nello specifico si tratta delle offerte aventi ad oggetto azioni ordinarie dell'IMI (in particolare questa operazione era finalizzata anche all'ammissione a quotazione, secondo quanto previsto dall'art. 19 *bis* della delibera 4088/89 e successive modifiche), della Banca Commerciale Italiana e dell'INA (anch'essa offerta finalizzata all'ammissione a quotazione).

Tra le 22 offerte di sottoscrizione è opportuno segnalare la presenza di 3 offerte in opzione per le quali si è resa necessaria la pubblicazione del prospetto informativo.

Complessivamente, le 34 operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio realizzate attraverso offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione realizzate nel 1994 hanno comportato la raccolta di quasi 14 mila miliardi di lire (Tav. II.1).

Tra le offerte di sottoscrizione, circa il 60 per cento della raccolta ha riguardato l'offerta di obbligazioni ed il 40 per cento l'offerta di azioni. Per quanto riguarda l'offerta di azioni è da tener presente che, tra le operazioni di aumento di capitale, sono definite operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio soltanto le offerte al pubblico con esclusione del diritto di opzione. Data la prevalenza nel mercato italiano dello strumento delle offerte in opzione agli azionisti, la quota di

aumento di capitale realizzata tramite un'offerta pubblica di sottoscrizione è estremamente modesta.

Se si considerano i soli titoli quotati, nella cui definizione rientrano anche i titoli per i quali al momento dell'offerta era stata richiesta l'ammissione a quotazione, nel 1994 le offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione hanno comportato la raccolta di oltre 10.000 miliardi di lire, manifestando una crescita consistente rispetto all'ammontare raccolto nei due anni precedenti (Tav. II.2). In particolare si riscontra una forte crescita delle offerte pubbliche di vendita, passate da 707 miliardi del 1992, ai 1.855 miliardi del 1993, ai 7.062 del 1994, dovuta essenzialmente all'adozione di tale procedura di vendita per le più importanti operazioni di privatizzazione nel settore bancario e assicurativo, che hanno rappresentato rispettivamente circa il 50 per cento del totale delle Opv del 1993 e circa l'85 per cento nel 1994. In calo sono state invece nel 1994 le offerte pubbliche di sottoscrizione, passate dagli oltre 5.000 miliardi dei due anni precedenti a poco più di 3.000 miliardi nel 1994. Significativo è il peso estremamente limitato delle offerte di azioni, a conferma della prevalenza della modalità del diritto di opzione anche per i titoli quotati. A fronte infatti della notevolissima crescita degli aumenti di capitale realizzati da società quotate negli ultimi due anni, le emissioni di azioni rivolte al pubblico sono state nulle nel 1993 e pari a poco più di 500 miliardi nel 1994, da porre in relazione ad un volume complessivo di emissioni pari nei due anni rispettivamente a oltre 16.000 miliardi e a circa 15.000 miliardi (Tav. II.3).

*Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*

Nel corso del 1994 sono state effettuate 19 operazioni rientranti nell'ambito del capo II della legge 149/92, relativo alle offerte pubbliche di acquisto, di scambio e di acquisto e scambio, e aventi ad oggetto valori mobiliari quotati in borsa o che consentono di acquisire diritti di voto (Tav. II.4).

Le offerte effettuate si possono dividere in volontarie ed obbligatorie; queste ultime a loro volta si distinguono in preventive (art. 10, comma 1), successive (art. 10, comma 8) e residuali (art. 10, comma 9).

Le offerte volontarie effettuate nel 1994 sono state 2, entrambe lanciate dal soggetto controllore al fine di eliminare il flottante residuo. Le offerte obbligatorie cosiddette successive, ovvero quelle effettuate successivamente all'acquisizione del controllo delle società i cui titoli sono quotati in borsa o negoziati al mercato ristretto, sono state 11 con riguardo a società quotate in borsa, ed 1 con riguardo a società negoziate al mercato ristretto. Le offerte residuali effettuate nel 1994 sono state 6, di cui 1 avente ad oggetto azioni di una società negoziata al mercato ristretto. Tali operazioni erano state tutte precedute dalle corrispondenti offerte successive, ad eccezione dell'offerta lanciata dalla Silvio Berlusconi Editore sui titoli della Arnoldo Mondadori Editore, che era stata preceduta da un'offerta volontaria di scambio.

A seguito di dette offerte tutte le società citate, tranne la Arnoldo Mondadori Editore la cui offerta residuale ha riguardato le sole azioni ordinarie con godimento differenziato emesse antecedentemente l'esecuzione dell'aumento di capitale volto alla ricostituzione del flottante, sono state revocate dal listino ufficiale.

Nel 1994, inoltre, sono state effettuate 3 offerte di acquisto e 1 di acquisto e scambio le quali, non avendo ad oggetto titoli ammessi alla

quotazione ufficiale, non rientrano nell'ambito applicativo del Capo II della legge 149/92. Pertanto tali operazioni sono state promosse ai sensi dell'art. 18 della legge 216/74, ancorché alle stesse siano state applicate, ove compatibili, le modalità procedurali delle offerte di cui alla legge 149/92.

Tra le Opa che sono state lanciate nel corso del 1994, è da segnalare che 3 di esse, per un importo complessivo di quasi 500 miliardi di lire hanno riguardato i titoli delle società privatizzate a trattativa diretta, Nuovo Pignone, Italgel e Cirio-Bertolli-De Rica. Per queste società, cui si aggiungerà la SME che è stata ceduta alla fine del 1994, successivamente alla cessione dei pacchetti di controllo, si è reso necessario il lancio di un'Opa successiva su una quota di capitale pari a quella ceduta a trattativa diretta e alle stesse condizioni di prezzo, ai sensi dell'art. 10, comma 8, della legge 149/92.

*Nel caso della Nuovo Pignone, alla cessione del controllo alla General Electric, ha fatto seguito un'Opa che ha comportato la riduzione del flottante al di sotto dei minimi fissati dalla Consob per il mantenimento a quotazione e si dovrà quindi realizzare un'Opa residuale e la successiva cancellazione del listino.*

*La privatizzazione della Sme è stata invece più articolata. In una prima fase, infatti, il gruppo agroalimentare dell'IRI, facente capo alla SME, è stato scisso in tre società (Finanziaria Italgel; Finanziaria Cirio-Bertolli-De Rica e la residua Sme, controllante le società GS, Autogrill e Atena) che sono state quotate in Borsa. Successivamente si è proceduto alla privatizzazione che è avvenuta mediante cessione diretta, da parte dell'IRI, rispettivamente del 62,12, del 62,12 e del 32 per cento del capitale sociale delle tre società.*

*Le successive Opa obbligatorie hanno portato all'adesione totalitaria degli azionisti di Italgel, con conseguente revoca dalla quotazione, mentre, nel caso della Cirio-Bertolli-De Rica non ha aderito l'8 per cento del capitale sociale. Pertanto il soggetto controllante - Sagrit - si è riservato di adottare le opportune iniziative per ricostituire il requisito del flottante minimo fissato, dalla Consob, nella misura del 9 per cento.*

Una prima considerazione riguardo a queste operazioni è relativa al tempo intercorso tra la data della cessione, corrispondente con la data

della stipula del contratto, e la realizzazione dell'offerta successiva. Come si vede dalla tavola II.5, per le 3 operazioni già realizzate sono trascorsi in media più di sei mesi tra le due date, in conseguenza del fatto che il contratto di cessione prevedeva l'individuazione di un conguaglio al prezzo, da determinarsi sulla base di risultati consuntivi.

Un secondo aspetto che può essere valutato nelle operazioni di cessione diretta del controllo di società privatizzate, riguarda la scelta del prezzo di cessione. Nella tavola II.5 tale prezzo è stato confrontato ad una media di prezzi registrati in un periodo precedente alla cessione (si è scelto un intervallo compreso tra il ventesimo ed il trentesimo giorno precedente).

Il prezzo di cessione è stato superiore al prezzo del periodo precedente nel caso di Nuovo Pignone (+27,8 per cento) e Sme (+25,2 per cento), circa uguale nel caso della Finanziaria Italgel (+0,9 per cento) ed inferiore per la Finanziaria Cirio-Bertolli-De Rica (-9,7 per cento).

La tavola II.6 fornisce il quadro sintetico delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio su titoli quotati realizzate dal momento dell'entrata in vigore della legge 149/92 alla fine del 1994. Complessivamente, nei circa tre anni di applicazione della legge, sono state realizzate trentasette offerte per un controvalore complessivo di 5.691 miliardi di lire, di cui quasi 3.500 miliardi attraverso il lancio di 34 offerte di acquisto e di circa 2.200 miliardi attraverso 2 offerte di scambio e 1 offerta di acquisto e scambio. Nel 1994, 19 offerte realizzate, tutte offerte di acquisto, hanno comportato per i soggetti offerenti un esborso di 1.789 miliardi a fronte di oltre 1.100 miliardi nel 1992 e di oltre 2.700 miliardi nel 1993. E' da considerare, inoltre, che l'operazione quantitativamente più rilevante finora realizzata, l'offerta preventiva sulle azioni del Credito Romagnolo da parte del Credito Italiano, pari a oltre 3.700 miliardi, pur essendo stata lanciata nel 1994, si è svolta nei primi mesi del 1995.

Se si considera la tipologia di offerta, in tutto il periodo considerato le offerte volontarie sono state 8, per un controvalore pari a quasi il 70 per cento del totale, il restante 30 per cento essendo rappresentato dalle 2 offerte preventive e dalle 16 offerte successive (29 per cento del controvalore) e dalle 11 offerte residuali (1 per cento), mentre non è stata realizzata alcuna offerta incrementale (Tav. II.7).

*L'offerta al pubblico di quote e azioni di Oicvm*

La tavola II.8 riporta i dati sull'attività svolta in ordine all'offerta al pubblico di quote o azioni di Oicvm di diritto italiano e di Oicvm di diritto estero armonizzati. I dati si riferiscono sia ai prospetti relativi all'offerta di quote di nuovi fondi, sia all'aggiornamento integrale di prospetti già pubblicati, per effetto di modifiche (di norma riguardanti il regolamento di gestione) apportate alla parte fissa del prospetto. E' da aggiungere che nel corso dell'anno sono state anche svolte numerose istruttorie relative all'aggiornamento dei prospetti pubblicati, realizzato non mediante deposito di nuovi prospetti informativi bensì attraverso la sostituzione negli stessi di allegati mobili con nuovi allegati aggiornati.

Si evidenzia, a fronte di una riduzione del numero di prospetti relativi all'offerta di quote di fondi comuni italiani, un significativo incremento (oltre il 60 per cento rispetto al 1993) delle iniziative aventi ad oggetto Oicvm di diritto estero armonizzato. Quasi il 90 per cento di tali iniziative è riferibile ad organismi di diritto lussemburghese.

La tavola sottolinea inoltre l'incremento registratosi con riguardo agli annunci pubblicitari sottoposti all'esame della Commissione. Il dato quantitativo riportato è riferito ad iniziative pubblicitarie aventi ad

oggetto sia fondi mobiliari aperti di diritto italiano, sia Oicvm di diritto estero armonizzati.

Nell'espletamento dell'attività istruttoria sono state frequentemente avanzate richieste di modifica o di integrazione dei contenuti degli annunci sottoposti, alle quali i soggetti interessati si sono sempre prontamente adeguati.

Per quanto riguarda il quadro complessivo della presenza di Oicvm sul mercato italiano, dalla tavola II.9 emerge, in primo luogo, un significativo incremento, pari a circa il 20 per cento, del numero dei fondi di diritto italiano attivi sul mercato a fine 1994. Non si registrano, invece, iniziative nazionali aventi ad oggetto Sicav.

Relativamente poi agli Oicvm di diritto estero operativi in Italia è utile evidenziare come la maggior parte di essi, di diritto lussemburghese, si caratterizzi per una struttura multicompartimentale, in forza della quale il patrimonio gestito viene suddiviso in più distinti *sub* patrimoni o comparti, ciascuno dei quali è connotato da una propria specifica politica di investimento e viene valorizzato in modo autonomo.

I dati riportati nella tavola II.10, se da un lato indicano un aumento di scarso rilievo del numero delle società di gestione operative (le quali, rispetto al 1993, si accrescono di una sola unità), dall'altro, evidenziano la significativa tendenza all'ampliamento del novero delle società che, in un'ottica di diversificazione e specializzazione dei prodotti offerti, gestiscono una vasta gamma di fondi.

#### *Il collocamento di titoli quotati*

Le elaborazioni presentate nella tavola II.11 forniscono un quadro complessivo delle operazioni di collocamento in titoli quotati (o per i

quali è stata richiesta l'ammissione a quotazione contestualmente alla formulazione dell'offerta) programmate nel quinquennio 1990-94, distinte a seconda della natura azionaria o obbligazionaria del finanziamento. Con riferimento all'evoluzione del fenomeno nel corso della prima metà degli anni 90, si nota immediatamente il forte aumento del valore delle offerte nel biennio 1993-94 (rispettivamente +292,6 per cento e +323,2 per cento rispetto al 1992). La crescita ha avuto inizio dopo la caduta registrata nel 1992, in cui il valore delle offerte si era ridotto del 39,9 per cento rispetto al 1991, ed ha riguardato tanto le offerte di titoli azionari quanto quelle di titoli obbligazionari, conducendo il volume complessivo delle operazioni su livelli ben più consistenti rispetto ai primi anni 90. Si può notare inoltre come anche la dimensione media delle operazioni sia sensibilmente cresciuta, a conferma di un mercato del collocamento in piena espansione.

Si riscontra inoltre nel periodo considerato una costante prevalenza delle operazioni di finanziamento con vincolo di capitale. Al riguardo, appare importante evidenziare che, nel biennio 1993-94, il valore delle offerte di titoli obbligazionari legati al comparto azionario da facoltà potenziali di conversione diretta o indiretta è passato dal 32,3 al 39,9 per cento del valore complessivo delle obbligazioni emesse. Si fa inoltre presente che non sono considerati in questa analisi altri strumenti, quali i *warrants*, legati anch'essi al comparto azionario da facoltà di esercizio.

All'interno del comparto azionario, si evidenzia come la maggior parte delle offerte riguardino la sottoscrizione di azioni emesse in occasione di aumenti di capitale a pagamento e prevalentemente destinate in opzione agli azionisti; tuttavia, il peso delle offerte con diritto di opzione sulle emissioni azionarie si è sensibilmente ridotto, passando dal 94,4 per cento nel 1993 al 72 per cento nel 1994. Si assiste inoltre ad una crescita della quota delle offerte di vendita di azioni già emesse, effettuate

generalmente per creare il flottante necessario ad una richiesta di ammissione a quotazione, che passano dal 14,1 per cento nel 1993 al 30,5 per cento nel 1994 (in corrispondenza la quota delle offerte di sottoscrizione si riduce dall'85,9 al 69,5 per cento).

La tavola II.12 presenta una classificazione delle operazioni su titoli azionari secondo la tipologia dei titoli collocati. Appare evidente la predominanza delle offerte di azioni ordinarie, il cui peso raggiunge il 97 per cento nel 1994. Per converso, si assiste ad una riduzione della quota delle offerte di azioni di risparmio (convertibili e non) che passano complessivamente dal 20,8 per cento nel 1990 al 3 per cento nel 1994. Il peso delle azioni privilegiate risulta piuttosto marginale nel periodo considerato, raggiungendo un massimo del 4 per cento nel 1993.

Le informazioni contenute nella tavola II.13 mostrano una notevole incidenza del sovrapprezzo medio sul collocamento di titoli azionari quotati, che risulta inferiore al valore nominale solamente nel biennio 1992-93 e relativamente alle sole offerte di azioni ordinarie. Si può notare come il divario tra sovrapprezzo e prezzo di emissione sia costantemente superiore per le azioni di risparmio (396,7 nel 1994) rispetto a quelle ordinarie (151,4 nel 1994). Emissioni di azioni di risparmio con sovrapprezzi elevati inducono a riconsiderare la portata dei vantaggi caratterizzanti tali azioni, quali il privilegio assoluto e la maggiorazione relativa, commisurati al valore nominale di queste ultime.

La ripartizione delle operazioni in base alla destinazione delle offerte tra il pubblico, gli azionisti e i dipendenti, riportata nelle tavola II.14, evidenzia come le offerte in opzione agli azionisti assumano un peso prevalente nel periodo di riferimento. Tuttavia, come accennato sopra, si assiste ad un graduale ridimensionamento delle offerte agli azionisti le quali, dopo aver raggiunto un picco nel 1993 (83,8 per cento sul totale), scendono al 60,2 per cento nel 1994. In corrispondenza di tale

riduzione, le offerte al pubblico crescono dal 9,2 al 36,9 per cento nel biennio 1993-94. Le offerte ai dipendenti per le quali è stato pubblicato un prospetto informativo, invece, rivestono un ruolo piuttosto marginale. Si può notare, infine, che si sono notevolmente ridotti i casi in cui, sulla base delle informazioni contenute nei prospetti, non è stato possibile identificare con precisione i destinatari delle offerte.

### 3. *L'INFORMATIVA SOCIETARIA*

L'attività di controllo della Commissione sull'informativa societaria si articola in diversi campi di intervento, che tengono conto delle diverse caratteristiche degli strumenti informativi in termini di natura dell'informazione, della sua periodicità e dei possibili effetti sul mercato. Tale attività può essere fondamentalmente distinta in quattro diversi settori di intervento che riguardano la presentazione dei progetti di bilancio all'assemblea ordinaria degli azionisti, la presentazione di proposte per l'assemblea straordinaria, la diffusione di notizie su eventi rilevanti riguardanti la vita della società e la diffusione delle informazioni sulle partecipazioni rilevanti detenute nelle società quotate e da queste nelle società non quotate.

Per quanto riguarda l'informazione sulle partecipazioni rilevanti, la cui comunicazione alla Consob e al mercato è disciplinata dagli articoli 5 e 5 *bis* della legge 216/74, la Commissione ha sentito l'esigenza di studiare nuove modalità di invio, archiviazione e diffusione al pubblico di tali informazioni al fine di creare un sistema informativo sull'azionariato e sui possessi delle società quotate che presenti caratteristiche di completezza e affidabilità dei dati, massima tempestività nell'aggiornamento e fruibilità da parte del pubblico.

In estrema sintesi, il progetto operativo è volto a permettere la ricostruzione dei gruppi di società quotate attraverso l'elaborazione e la conseguente utilizzazione di dati che possano essere fruiti anche da utenti esterni.

L'obiettivo individuato è raggiungibile tramite una modifica, sia pure sostanziale, delle modalità di trasmissione, ricezione ed elaborazione delle informazioni attraverso le quali vengono comunicate le partecipazioni rilevanti in società quotate ed i possessi delle stesse, ossia le comunicazioni di cui al sistema previsto dagli articoli 5 e seguenti della legge 216/74.

Il progetto prevede, quindi, l'adeguamento degli attuali strumenti di comunicazione alle nuove esigenze informative, intervenendo sulla struttura del modello di comunicazione e sulle modalità tecniche di invio, ricezione ed elaborazione dei dati.

In particolare, sono previste notevoli semplificazioni nell'individuazione dei rapporti partecipativi e la sostituzione dei due modelli attualmente vigenti con un unico modello valido per la trasmissione delle partecipazioni in società quotate (19/A) e per i possessi di queste ultime (19/B).

In tale nuova ottica, che tenderà ad evitare duplicazioni nelle comunicazioni, dovrebbe essere garantita la riduzione degli oneri di comunicazione e di gestione e al tempo stesso una maggiore qualità e completezza dei dati.

Data la complessità dei cambiamenti insiti nel progetto, che comportano un mutamento radicale della filosofia di comunicazione, il passaggio al nuovo sistema avverrà comunque dopo un periodo transitorio, durante il quale le nuove modalità di comunicazione saranno sottoposte ad un utilizzo sperimentale.

*L'attività di controllo sui progetti di bilancio*

I bilanci che le società quotate in borsa hanno presentato alle assemblee degli azionisti, tenutesi nel corso del 1994, sono stati redatti secondo la nuova disciplina contenuta nei decreti legislativi del 9 aprile 1991, n. 127 e del 27 gennaio 1992, n. 87.

Come noto, tali disposizioni, dettate in recepimento delle direttive comunitarie, hanno innovato profondamente la previgente normativa civilistica in materia.

Conseguentemente, il processo evolutivo che vede nel bilancio il principale strumento dell'informazione esterna societaria ha compiuto un notevole salto di qualità.

In tale contesto, di generale innalzamento degli *standards* qualitativi dell'informazione societaria, è proseguita l'azione di vigilanza della Commissione sulla documentazione inviata dagli amministratori delle società quotate in borsa in vista delle assemblee convocate per l'approvazione del bilancio di esercizio.

Per quanto riguarda l'attività di vigilanza sulla documentazione preventiva inviata dagli amministratori delle società quotate, la Commissione, ai sensi dell'art. 1/3, lett. b) della legge 216/74, è intervenuta formulando specifiche richieste di integrazione in tutti i casi in cui ha riscontrato carenze di tipo informativo tali da non consentire agli azionisti un'ottimale valutazione della situazione aziendale (Tav. II.15).

Per quanto attiene alla valutazione delle partecipazioni, la Commissione è intervenuta richiedendo precise indicazioni in ordine alle motivazioni sottostanti l'iscrizione in bilancio di alcune partecipazioni, nonché, ove necessario, ha richiesto che fossero indicati tutti i rapporti di credito e debito con imprese controllate, collegate, controllanti e imprese sottoposte al controllo di queste ultime.

La Commissione è intervenuta, inoltre, in occasione di acquisti o di cessioni di partecipazioni rilevanti invitando gli amministratori a rendere trasparenti le condizioni e i prezzi pagati. In taluni casi le richieste hanno avuto anche il fine di fornire agli azionisti adeguate informazioni circa l'esistenza di apposite perizie estimative di valore, nonché l'evidenziazione degli effetti economici e patrimoniali derivanti da tali operazioni.

Particolare rilievo hanno assunto, nel corso del 1994, le richieste di delucidazioni relative alle vicende societarie di alcune società quotate che si trovavano in situazioni di forte difficoltà. A tale aspetto sono da ricondurre gli interventi effettuati dalla Commissione, volti ad acquisire informazioni aggiornate sullo stato di attuazione dei piani di ristrutturazione che le società avevano predisposto al fine di superare situazioni di crisi economica e finanziaria.

Nei casi, poi, di società il cui stato di crisi è emerso in prossimità delle assemblee di approvazione del bilancio e che mostravano problemi di continuità aziendale tali da determinare il mancato rilascio, da parte dei revisori, della certificazione al bilancio dell'esercizio 1993, la Commissione ha richiesto notizie sulla predisposizione di piani di risanamento e di ristrutturazione nonché sui contenuti essenziali di tali piani.

In tali casi sono stati altresì richiesti aggiornamenti sulla situazione finanziaria netta civilistica e consolidata, sulla prevedibile evoluzione della gestione, nonché notizie sulla eventuale presentazione, da parte dei creditori sociali, di atti a tutela delle proprie posizioni.

Sempre in tema di società in crisi, appare opportuno segnalare che la Commissione, nel corso dell'anno, ha ritenuto necessario adottare linee di intervento idonee ad assicurare un flusso continuo di informazioni al mercato, al fine di evitare l'insorgere di situazioni in cui il mercato

stesso fosse tardivamente informato sull'effettivo stato delle società o per garantire o ripristinare una corretta informativa.

Nella maggior parte dei casi esaminati vi erano, tra l'altro, oggettive difficoltà a valutare compiutamente l'evolversi della complessa situazione societaria, in quanto le possibili soluzioni della crisi erano condizionate dall'approvazione o attuazione di piani di risanamento o ancora da altre decisioni che dovevano essere assunte dai tribunali competenti in ordine a istanze di ammissione a procedure concorsuali.

In considerazione di tali particolari situazioni, la Commissione, avvalendosi dei poteri previsti dall'art. 1/3, lettera b) della legge 216/74, ha richiesto a numerose società quotate di trasmettere alla Consob, e di diffondere al mercato, comunicati con una scansione temporale prestabilita (mensile, bimensile, trimestrale) di aggiornamento sulla situazione societaria, con particolare riferimento all'aggiornamento dell'esposizione finanziaria netta della società e del gruppo raffrontata con i corrispondenti dati della semestrale e del bilancio precedenti.

Si segnalano, inoltre, gli interventi operati per ottenere dalle società che svolgono attività bancaria dettagliate informazioni in merito ad alcune specifiche voci quali le sofferenze, gli incagli e la congruità delle rettifiche di valore sui crediti. E' stata, inoltre, richiesta la rappresentazione degli effetti sul conto economico derivanti da operazioni di ristrutturazione e consolidamento dei debiti effettuate nei confronti di grandi gruppi in crisi.

Infine, per quanto riguarda le società coinvolte in indagini relative al pagamento di tangenti e per le quali le società di revisione hanno svolto verifiche aggiuntive, secondo quanto raccomandato dalla Consob con proprie Comunicazioni del marzo 1993, la Commissione ha richiesto notizie aggiornate in merito ai fatti oggetto di indagine nonché sulle eventuali passività potenziali connesse alle stesse.

Per ciò che concerne i bilanci consolidati, si è potuto rilevare che circa il 90 per cento delle società che redigono il bilancio consolidato hanno presentato tale documento nel corso dell'assemblea convocata per approvare il bilancio dell'esercizio.

Al riguardo, gli interventi della Commissione sono stati diretti, in massima parte, ad integrare l'informativa contabile relativa a specifiche voci del bilancio consolidato. I casi più ricorrenti hanno riguardato i conti d'ordine, gli oneri e proventi straordinari, per i quali è stato richiesto l'inserimento e la composizione. Laddove mancanti, è stato, inoltre, richiesto l'inserimento del prospetto di riconciliazione del patrimonio netto e del risultato di esercizio della società e del gruppo, nonché le variazioni intervenute nell'area di consolidamento.

Nei casi in cui il bilancio consolidato non è stato presentato in assemblea, la Commissione è intervenuta richiedendo l'integrazione dell'informativa fornita in sede assembleare con l'indicazione del prevedibile risultato netto e del patrimonio netto del gruppo.

Da ultimo, si segnala che gli interventi effettuati dalla Commissione, in sede di approvazione del bilancio al 31 dicembre 1993, hanno complessivamente interessato 73 società quotate in borsa, e che solo in 5 casi gli amministratori di altrettante società, in conformità a quanto disposto dall'art. 1/3, lett. b), della legge 216/74, hanno opposto, con reclamo motivato, che dalla pubblicazione delle informazioni richieste dalla Commissione poteva derivare un grave danno alla società.

La Commissione, valutate le argomentazioni fornite dagli amministratori in ordine al grave danno, ha accolto l'opposizione in 3 dei 5 casi sopra evidenziati, escludendo la diffusione delle notizie richieste; mentre ha respinto l'opposizione nei rimanenti 2 casi, per i quali ha disposto la diffusione in sede assembleare delle notizie richieste (Tav. II.15).

*L'attività di controllo sulla documentazione relativa alle assemblee straordinarie*

Le assemblee straordinarie delle società quotate, tenutesi nel corso del 1994, sono state convocate prevalentemente per deliberare su proposte di aumento di capitale sociale e di emissione di prestiti obbligazionari. Inoltre, le riunioni assembleari sono state indette per adottare delibere in merito a proposte di modifica dell'oggetto sociale, di cambiamento della denominazione sociale e di approvazione di progetti di fusione e scissione (Tav. II.16).

Per quanto riguarda le delibere di fusione per incorporazione, le motivazioni sottostanti alla realizzazione delle fusioni sono state principalmente connesse a processi di razionalizzazione del gruppo per la creazione di sinergie (16 operazioni), alla concentrazione delle attività immobiliari nella capogruppo quotata (6 operazioni), alla concentrazione delle attività creditizie (4 operazioni) ed allo sfruttamento di opportunità di ordine fiscale (una sola operazione).

Le operazioni di fusione hanno interessato in 13 casi il comparto industriale, in 9 casi quello bancario, in 4 casi società operanti nell'ambito finanziario ed in un solo caso società assicurative.

*Fra le operazioni maggiormente significative, approvate nel corso del 1994, è senza dubbio da menzionare la fusione (deliberata contestualmente da parte delle società interessate in data 19.5.1994) con la quale la SIP ha incorporato la società Italcable (le cui azioni erano quotate in Borsa), e le società Iritel, Telespazio e Sirm. La SIP ha, inoltre, mutato la sua denominazione sociale in Telecom. Con tale fusione gli amministratori hanno inteso raggiungere, attraverso la concentrazione delle attività relative alle diverse società in un'unica struttura societaria, un livello dimensionale adeguato all'obiettivo di competere sui mercati internazionali con le altre società straniere operanti nel settore delle telecomunicazioni.*

*Di rilievo è inoltre la fusione deliberata, in data 27 giugno 1994, dalla Cogefar-Impresit con la Impregilo. A seguito di tale operazione la Cogefar-Impresit ha modificato la denominazione sociale in Impregilo. Anche in tal caso le motivazioni alla base dell'operazione sono da*

*rinvenire nell'obiettivo strategico di raggiungere un livello di fatturato e di attività tale da consentire alla nuova struttura societaria di competere nel settore delle grandi opere anche sui mercati internazionali.*

*Si richiama, infine, l'attenzione sull'operazione di scissione parziale deliberata, nel corso del febbraio 1994, dalla Industrie Zignago S. Margherita che ha trasferito il ramo d'azienda esercente l'attività finanziaria nella società di nuova costituzione S.F.A.I. (Società Finanziaria Attività Internazionale). La scissione trae origine dalle crescenti disponibilità finanziarie che si erano create nella Industrie Zignago S. Margherita. Infatti, i risultati conseguiti dalle società operative e le dismissioni di attività non più strategiche, avevano generato un ramo d'azienda autonomo nell'ambito della società essenzialmente volto alla gestione di attività finanziarie. Tenuto conto della vocazione industriale che caratterizza il Gruppo, gli amministratori hanno ritenuto, pertanto, indispensabile l'adozione di una autonomia anche giuridica per le attività finanziarie non connesse alla componente industriale. L'operazione di scissione è stata caratterizzata dal duplice intendimento di mantenere l'originaria vocazione industriale del gruppo e di offrire agli azionisti la facoltà, a scissione avvenuta, di scegliere se ed in quale misura partecipare alle componenti industriale e commerciale e/o a quella finanziaria. Infatti, nel corso del mese di luglio 1994, la Westlb Europa Finanziaria, già titolare di azioni S.F.A.I., ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto su azioni di tale società al fine di acquisire un quantitativo di azioni necessario al raggiungimento della maggioranza del capitale. La circostanza ha consentito agli azionisti di scegliere se partecipare alla S.F.A.I., ovvero aderendo all'Opa, monetizzare una parte del loro investimento nella Industrie Zignago S. Margherita.*

Nel corso del 1994, le società quotate hanno deliberato (a tale scopo si sono tenute 74 assemblee straordinarie), di raccogliere, attraverso aumenti di capitale a pagamento ed emissione di prestiti obbligazionari, mezzi finanziari per complessivi 31.412 miliardi di lire.

Tale dato è in considerevole crescita rispetto al passato esercizio (+61,1 per cento) in quanto, nel corso del 1993, le società quotate avevano deliberato di ricorrere al mercato dei capitali per un ammontare complessivo di 19.501 miliardi di lire.

La richiesta di raccolta di nuovi mezzi finanziari da parte delle società si è suddivisa fra aumenti di capitale a pagamento (22.732 mld.

di lire, pari al 72,4 per cento della raccolta di nuovi mezzi finanziari), ed emissione di prestiti obbligazionari (per un importo di 8.680 mld. di lire, corrispondenti al 27,6 per cento del totale).

Le assemblee straordinarie hanno altresì deciso di aumentare gratuitamente il capitale sociale per complessivi 391 miliardi di lire.

Per quanto riguarda l'emissione di prestiti obbligazionari le società hanno deliberato di ricorrere al mercato attraverso l'emissione di prestiti obbligazionari ordinari per 7.513 miliardi di lire (pari all'86,6 per cento dell'ammontare complessivo); di prestiti obbligazionari convertibili per 564 miliardi di lire e di prestiti con abbinati *warrant* per 603 miliardi di lire.

Per ciò che concerne l'attività di controllo sulle informazioni che le società quotate debbono fornire in occasione di assemblee straordinarie, è da sottolineare che, nel corso del 1994, la Commissione, analizzando preventivamente la documentazione da sottoporre agli azionisti, è intervenuta, ai sensi dell'art. 1/3, lettera b), della legge 216/74 e della comunicazione Consob 93002635 dell'8 aprile 1993, richiedendo l'integrazione di tale documentazione.

Gli interventi hanno interessato in 22 casi l'informativa fornita in occasione di delibere concernenti aumenti di capitale sociale, in 4 casi le informazioni date dagli amministratori in occasione di assemblee aventi ad oggetto delibere ai sensi dell'art. 2446 c.c. e di ristrutturazione societaria (Tav. II.15).

Altri 5 interventi hanno riguardato l'informativa societaria predisposta per le assemblee straordinarie aventi ad oggetto operazioni di concentrazione di attività, fusione e liquidazione. In particolare, per quanto attiene alle operazioni sul capitale, si è mirato ad integrare l'informativa predisposta per gli azionisti invitando gli amministratori a fornire elementi aggiuntivi in ordine alla disponibilità dell'azionista di

maggioranza a sottoscrivere l'aumento di capitale sociale, ai consorzi costituiti per il collocamento e/o garanzia, ai tempi ed alle modalità per la loro esecuzione nonché in ordine alla destinazione dei mezzi raccolti. Inoltre, la Commissione ha chiesto, in taluni casi, di mettere a disposizione degli azionisti elementi aggiuntivi circa la situazione finanziaria ed economica di società in crisi nonché maggiori chiarimenti in merito all'esistenza di piani di ristrutturazione finanziaria o societaria.

*L'attività di controllo sugli obblighi informativi sugli eventi rilevanti di cui al regolamento insider trading*

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sull'informativa che gli emittenti valori mobiliari quotati sono tenuti a fornire al pubblico in occasione di taluni eventi, cosiddetti rilevanti, che si verificano nel corso dell'attività sociale, la Commissione, avvalendosi dei poteri previsti dalla legge 157/91 e dal relativo regolamento attuativo, ha richiesto, nel corso del 1994, ad alcune società, secondo le modalità ed i termini di volta in volta ritenuti più idonei, la diffusione di informazioni complementari concernenti fatti già resi pubblici ai sensi degli artt. 5 e 6 del Regolamento stesso.

La Commissione ha fatto ricorso a tali poteri richiedendo agli amministratori di 15 società quotate la diffusione di dati e notizie su taluni fatti al fine di fornire al mercato ulteriori informazioni necessarie ad una corretta e congrua valutazione degli stessi (Tav. II.17).

Fra gli interventi che la Commissione ha effettuato nel corso dell'anno di riferimento, particolare rilevanza hanno assunto le richieste di diffusione di informazioni complementari rivolte alle società: Bastogi,

Snia Fibre, Nuovo Pignone, Cirio Finanziaria, Fondiaria, Vetriere Italiane e Necchi.

*La Bastogi, in data 11 dicembre 1993, ha provveduto ad informare il mercato in ordine al perfezionamento del contratto di cessione del 90 per cento della Immobiliare Colonna Srl al Gruppo Creditizio San Paolo di Torino. In riferimento a tale comunicato, ed a seguito dell'acquisizione di ulteriori elementi di informazione necessari alla valutazione dell'operazione, la Commissione ha chiesto alla società di fornire al pubblico gli elementi informativi relativi ad una descrizione dei termini essenziali dell'operazione di cessione; alla situazione patrimoniale pro-forma redatta al 30 giugno 1993 in forma civilistica e consolidata comprensiva degli effetti patrimoniali e finanziari connessi all'operazione; alla valutazione quantitativa e qualitativa degli effetti che la riferita cessione della partecipazione avrebbe esplicato sul conto economico dell'esercizio 1993 della società e del gruppo nonché degli effetti sul conto economico civilistico e consolidato dell'esercizio 1994 conseguenti al mutamento della struttura patrimoniale e finanziaria.*

*A seguito delle informazioni rese dagli Amministratori della Snia Fibre in merito alla avvenuta costituzione di una joint-venture paritetica con la Rhone Poulenc nel settore del filo poliammidico tessile, la Commissione ha chiesto alla società di provvedere, in occasione della pubblicazione del comunicato illustrativo delle decisioni che sarebbero state assunte dal Consiglio di Amministrazione in merito all'approvazione del progetto di bilancio al 31 dicembre 1993, a rendere note le modalità ed i termini di costituzione della citata joint-venture, evidenziando i riflessi dell'operazione sulla situazione economico-patrimoniale.*

*Il 22 aprile 1994 la Nuovo Pignone, a seguito della riunione del Consiglio di Amministrazione, ha diffuso un comunicato stampa riguardante, tra l'altro, la stipula di un contratto relativo alla manutenzione ed all'ammodernamento di una rete di gasdotto in Russia. In considerazione della rilevanza dell'operazione, la Commissione ha richiesto la diffusione al mercato di dettagliate notizie in ordine all'evoluzione della commessa nonché una valorizzazione degli effetti sulle principali variabili economico-patrimoniali derivanti dalla stessa.*

*Gli amministratori della Cirio Finanziaria, in data 14 aprile 1994, hanno informato il mercato dell'avvenuta acquisizione, da parte della controllata Cirio-Bertolli-De Rica, del 99,9 per cento del capitale sociale della Polenghi Lombardo e dell'intero capitale sociale della Ala, nonché della cessione del ramo di azienda oleario della società. In relazione a tali operazioni, la Commissione ha richiesto alla Cirio Finanziaria di fornire, in sede di redazione della relazione*

semestrale al 30 giugno 1994, l'indicazione degli effetti che le citate operazioni avevano determinato sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società.

La Fondiaria in data 3 novembre 1994 ha diramato un comunicato stampa in ordine alla definizione dell'acquisto del 20 per cento della Fondiaria Assicurazioni dal Groupama Investissements. Con riferimento a tale comunicato e preso atto dei dati e delle informazioni contenute nella relazione semestrale al 30 giugno 1994 della Fondiaria sull'operazione in questione, la Commissione ha richiesto agli amministratori di mettere a disposizione del pubblico un comunicato contenente le informazioni relative ad un prospetto riepilogativo della situazione finanziaria netta della società e del gruppo Fondiaria al 30 giugno 1994, agli effetti sulla situazione finanziaria netta al 30 giugno 1994 della società e del gruppo ad essa facente capo derivanti dalla suddetta acquisizione.

La Vetrerie Italiane in data 13 settembre 1994 ha provveduto ad informare il mercato relativamente alla formalizzazione dell'acquisizione della totalità del capitale della società Valbormida. Con riferimento a tale comunicato, la Commissione ha chiesto alla società di provvedere alla diffusione di un comunicato stampa contenente l'indicazione del prezzo pattuito relativo all'acquisto della partecipazione nonché l'indicazione delle fonti di finanziamento utilizzate per tale acquisizione ed una rappresentazione dei principali dati patrimoniali e dei relativi margini economici al 30 giugno 1994 della acquisita partecipata, corredati da apposite note di commento.

La Necchi, in data 3 novembre 1994, ha diramato un comunicato stampa contenente informazioni sull'esistenza di trattative con il gruppo Zanussi ai fini di possibili forme di collaborazione sia produttiva che societaria nonché notizie relative alle deliberazioni che erano state assunte dall'assemblea straordinaria della controllata Necchi Compressori in merito alla riduzione e successivo aumento del capitale sociale. La Commissione ha chiesto alla società di mettere a disposizione del pubblico un comunicato contenente una serie articolata di notizie ed informazioni, tra cui quelle concernenti un prospetto riepilogativo della situazione finanziaria netta civilistica e consolidata al 31 ottobre 1994; l'evoluzione della situazione finanziaria della società in relazione all'intervenuta sottoscrizione del prestito obbligazionario di propria emissione pari a 18 miliardi, precisando la quota sottoscritta dalla Banca Popolare di Lodi in qualità di garante e delle precisazioni in ordine all'evoluzione e alla natura delle trattative con il gruppo Zanussi.

La Commissione ha, inoltre, effettuato ulteriori interventi - in 8 casi - richiedendo agli amministratori di alcune società in crisi di rendere

pubbliche, fra l'altro, le linee essenziali dei piani di ristrutturazione che erano stati predisposti al fine di superare la situazione di forte squilibrio finanziario che caratterizzava la loro attività.

*L'informativa sulle partecipazioni rilevanti e sulla struttura proprietaria e di controllo delle società quotate*

Nel corso del 1994 sono state inviate alla Consob 1959 comunicazioni contenenti informazioni sull'assunzione o sulle variazioni rilevanti di partecipazioni in società quotate e 5.762 comunicazioni sulle partecipazioni di società quotate in non quotate.

La tavola II.18 fornisce alcune informazioni ricavabili dalle comunicazioni riguardanti l'azionariato delle società quotate sia in borsa che al mercato ristretto. In media ci sono state circa 8 comunicazioni per ogni società, ma in realtà bisogna tener conto che il grado di dinamicità dell'azionariato è molto differenziato tra le società. E' comunque significativo che per tutte le società quotate è intervenuta nell'arco del 1994 almeno una variazione rilevante nell'azionariato. Il numero di soggetti comunicanti nel 1994 è stato pari a 490, di cui 90 sono soggetti che non avevano mai effettuato una comunicazione e sono quindi nuovi azionisti rilevanti.

Se si considera la situazione dell'azionariato complessivo delle società quotate al 31 dicembre 1994, risulta che mediamente sono presenti circa 5 azionisti rilevanti per ogni società quotata. Complessivamente sono presenti oltre 1.100 quote rilevanti, cioè superiori al 2 per cento. Particolarmente elevata appare la quota media detenuta dal primo azionista nelle società quotate, pari a oltre il 50 per cento. Se si considerano le quote dei primi 3 azionisti, si arriva al 64 per cento.

Questi dati confermano l'elevata concentrazione proprietaria delle società quotate italiane il cui controllo appare, nella maggior parte dei casi, di diritto nelle mani di un'azionista. In particolare, per 162 società l'azionista di controllo possiede direttamente o indirettamente più del 50 per cento del capitale sociale. A questo si deve aggiungere la diffusa presenza di patti di sindacato o di altre forme di coalizione che, nei casi in cui ci sia una maggiore dispersione della proprietà, consente di coagulare un controllo sufficientemente stabile. L'elevata concentrazione proprietaria si riflette in una quota di flottante ridotta, che in media è stimabile essere pari a circa un terzo del capitale. Se si escludono le banche popolari quotate, per le quali vigono vincoli al possesso massimo degli azionisti e alla rappresentanza in assemblea, le società per le quali il flottante è superiore al 50 per cento del capitale sono soltanto 30.

Le informazioni ricavabili dalle comunicazioni sulle partecipazioni rilevanti sono state utilizzate, insieme ai dati relativi al portafoglio degli investitori istituzionali, per ricostruire un quadro complessivo della struttura proprietaria delle società quotate per tipologia degli azionisti (Tav. II.19). Per la costruzione della tavola si sono utilizzate, aggiornandole, le elaborazioni effettuate in una ricerca condotta congiuntamente da Consob e Banca d'Italia su un'archivio sperimentale sull'azionariato delle società quotate aggiornato al 31 dicembre 1992. Il quadro complessivo che si ricava mostra che le principali categorie di azionisti sono costituite dallo Stato e dalle imprese private non bancarie che, a fine 1994, posseggono rispettivamente il 26,8 per cento e il 30,6 per cento della capitalizzazione di borsa. Molto più ridotta è la quota degli investitori istituzionali, pari all'11,0 per cento, e delle banche, 10,2 per cento, peraltro ascrivibile in gran parte al possesso di quote in altre banche quotate, mentre l'estero possiede il 5,2 per cento del totale. La quota residua, in mano a soggetti non identificati che posseggono quote

inferiori al 2 per cento del capitale della singola società quotata, è pari al 16,2 per cento. Questi dati mostrano quindi che il peso dello Stato nella proprietà delle società quotate è ancora molto elevato nonostante le privatizzazioni, che pure lo hanno ridotto di oltre un punto percentuale; che la proprietà detenuta da altre imprese è altresì elevata, in conseguenza della prevalenza dei gruppi societari e dei legami reciproci tra società; che il peso degli investitori istituzionali, pure in crescita notevole nell'ultimo anno, è ancora insufficiente per fargli assumere un ruolo rilevante nella dinamica del mercato.

Come si è già accennato, la completezza informativa sulla struttura proprietaria delle società quotate richiede che siano considerate anche le informazioni sui patti di sindacato presenti su tali società. A tale riguardo le innovazioni normative introdotte con il d.l. del 31 gennaio 1994, n. 75 hanno ampliato gli obblighi informativi nei confronti della Consob e del mercato. Sulla base delle informazioni ricevute, nelle tavole II.20 e II.21, sono rappresentati rispettivamente il quadro sintetico e analitico dei patti di sindacato su società quotate. Dalle tavole si evidenzia come tutti i patti aventi ad oggetto titoli di società quotate al mercato ufficiale (38), con una sola eccezione, siano patti di blocco; mentre solo 8 patti sono anche di voto. La rilevanza del fenomeno «patti di sindacato» come strumento associativo per il controllo di un'impresa appare notevole: le società per le quali esiste un patto di sindacato rappresentano circa il 30 per cento della capitalizzazione di borsa. Mediamente ad ogni patto aderiscono 7 soggetti ed il patto controlla il 40 per cento del capitale della società sindacata.

Un elemento informativo che può dare utili indicazioni sulle strutture di governo delle società quotate riguarda la partecipazione alle assemblee degli azionisti. L'assemblea degli azionisti costituisce nell'ordinamento societario italiano un momento fondamentale della vita delle

società, come luogo dove si forma e si manifesta la volontà dei soci. Una caratteristica importante delle assemblee delle società quotate italiane è però riscontrabile nella bassa partecipazione, in termini numerici, degli azionisti, che fa sì che in assemblea sia presente quasi esclusivamente l'azionista di controllo o comunque un numero molto ristretto di azionisti rilevanti.

Se si considerano le assemblee per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio 1993 delle principali società quotate (cfr. Tav. II.22) emerge una sostanziale assenza degli azionisti minori, dall'occasione assembleare, con la sola, notevole, eccezione delle Generali. Infatti, non tenendo conto delle Generali, per le società considerate, a fronte di un numero medio di poco oltre 32.000 azionisti, quelli presenti in assemblea sono in media soltanto 77; ugualmente anche lo strumento della delega non sembra essere molto usato, infatti il numero medio di soggetti deleganti è di soli 34 azionisti per società.

Agli azionisti presenti in assemblea era ascrivibile una quota di capitale mediamente pari al 64 per cento. Occorre inoltre evidenziare come, ben il 56,2 per cento del capitale sociale fosse imputabile ai primi 3 azionisti e che, quindi, la quota di capitale diffusa presente in assemblea fosse uguale, solamente, all'8 per cento. Ciò pur con alcuni significativi scostamenti da tale valore medio; tali scostamenti sono rappresentati dalle quote diffuse presenti in assemblee della Edison (26,1 per cento), Ferfin (25,5 per cento), Fondiaria (20,1 per cento), La Fondiaria Ass. (26,5 per cento) e Mediobanca (27,9 per cento).

Collegato al tema della *corporate governance* delle società quotate è il contenuto informativo fornito dalla composizione degli organi sociali e in particolare dalla distribuzione degli incarichi di amministratori e sindaci. Nella tavola II.23 i 1.886 amministratori e i 918 sindaci delle società quotate sono ripartiti in base al numero di incarichi ricoperti. Se

il numero di soggetti che ricoprono più di 5 incarichi è estremamente ridotto per entrambe le cariche, è invece abbastanza elevato il numero di soggetti che hanno un numero di incarichi compreso tra 2 e 5.

#### 4. LA CORRETTEZZA CONTABILE

All'attività di disciplina generale delle materie affrontate si è affiancata la consueta attività di verifica eseguita sui bilanci, che ha portato ad approfondimenti attraverso la richiesta di informazioni ai revisori, agli amministratori e ai sindaci delle società quotate.

L'acquisizione delle informazioni è avvenuta mediante audizioni, specifiche memorie ovvero attraverso l'ottenimento da parte delle società di revisione della documentazione inerente la pianificazione del lavoro, le considerazioni a supporto di giudizi espressi, il prospetto degli errori emersi, elementi questi che hanno consentito di valutare l'approccio e i risultati delle verifiche effettuate.

In particolare le tematiche affrontate più ricorrentemente hanno riguardato la valutazione dei crediti e delle partecipazioni, le operazioni infragruppo nonché gli effetti economici connessi a cessione di attività.

L'esame dei bilanci ha anche messo in luce alcune fattispecie che sono state considerate sotto il profilo del corretto operato degli amministratori e sindaci.

Le problematiche trattate hanno riguardato essenzialmente operazioni infragruppo o con parti correlate che sono state oggetto di approfondimento alla luce della disciplina del conflitto d'interessi.

A questo filone di attività hanno inoltre contribuito le segnalazioni di fatti censurabili, compiuti dagli amministratori, effettuate dalle società

di revisione nei confronti dei sindaci, perché questi ultimi ne riferissero in assemblea o attivassero ulteriori indagini ai sensi dell'art. 2408 c.c..

In alcuni limitati casi, gli approfondimenti eseguiti hanno reso necessario lo svolgimento di verifiche ispettive che, come indicato nella tavola II.27, hanno riguardato 1 società quotata e 2 società di revisione.

Dai dati esposti nella tavola II.28 emerge in tutta chiarezza l'aumento percentuale di bilanci consolidati rispetto al numero totale di bilanci delle società quotate (82 per cento rispetto al 77 per cento del 1993). Ciò a conferma del sempre più diffuso ricorso alla configurazione del gruppo di imprese per lo svolgimento delle attività.

Con l'approssimarsi dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni del d.lgs. 127/91 relative al bilancio consolidato sono emersi alcuni dubbi interpretativi che hanno indotto le società a richiedere l'opinione della Commissione al riguardo.

Un tema di particolare interesse, che ha comportato la messa a confronto delle disposizioni di carattere nazionale con quelle francesi, ha riguardato l'ascrivibilità nel bilancio consolidato di un gruppo italiano, a seguito dell'acquisizione di un sottogruppo francese, di un bene immateriale costituito dalle quote di mercato di quest'ultimo, fattispecie questa che non trova una puntuale disciplina nel nostro ordinamento.

Rispondendo a tale quesito la Commissione, in perfetta aderenza con l'impostazione seguita a livello di principi contabili internazionali, ha voluto affermare il principio dell'ascrivibilità di attività immateriali nel bilancio consolidato solo in presenza di beni perfettamente identificabili e pertanto autonomamente separabili dal complesso aziendale. Tale caratteristica non è stata riscontrata nella posta francese in esame, costituendo piuttosto, quest'ultima, parte integrante della differenza positiva di consolidamento che, se iscritta nell'attivo, va sottoposta ad ammortamento secondo il disposto dell'art. 2426, n. 6, c.c..

A tale proposito si è ritenuto utile segnalare che, secondo il dettato internazionale, una previsione di vita utile dell'avviamento oltre il limite dei venti anni potrebbe non risultare sufficientemente attendibile. Ciò in quanto la norma sopra citata non fornisce specifici parametri tecnici attraverso i quali determinare con ragionevole certezza il periodo di ammortamento correlato alla durata dell'utilizzo dell'attivo cui si riferisce.

Un'ulteriore questione affrontata ha riguardato la possibilità per una società quotata di consolidare integralmente società operanti in settori eterogenei rispetto all'attività principale, nonché di diffondere sui mercati finanziari un bilancio consolidato che, pur facendo riferimento agli schemi contabili di cui agli artt. 2424 e 2425 c.c., fosse caratterizzato da una maggiore sinteticità e contenesse alcuni adattamenti.

A tal proposito, gli approfondimenti interpretativi effettuati anche a livello comunitario hanno condotto a ritenere possibile l'inserimento nell'area di consolidamento di tali società, in presenza dei necessari adattamenti agli schemi contabili, nonché di adeguate informazioni di dettaglio sui risultati dei diversi settori. Ciò tenuto anche conto dello stretto nesso di funzionalità esistente tra le attività caratteristiche e quelle *extra* caratteristiche nel caso esaminato.

Inoltre, la Commissione ha colto l'occasione per sottolineare l'assoluta necessità che gli adempimenti di pubblicità previsti dal d.lgs. 127/91 siano sempre riferiti ad un bilancio consolidato conforme al dettato di tale disciplina.

Di contro, è stato espresso parere favorevole circa la possibilità che le società quotate forniscano al mercato, secondo le modalità ed i termini di cui all'art. 20 del regolamento attuativo della legge sull'*insider trading* un documento più snello, maggiormente aderente al processo evolutivo dell'informazione finanziaria. Al riguardo è stato sottolineato che detti

adattamenti devono comunque salvaguardare l'assoluta equivalenza sostanziale dei bilanci resi pubblici *ex lege* e di quelli destinati al mercato attraverso un'adeguata implementazione della nota integrativa. Inoltre, al fine di garantire il rispetto dei principi dell'uniformità e della continuità dell'informazione, le semplificazioni dovranno risultare coincidenti con quelle concesse in sede di redazione della relazione semestrale.

Un ulteriore aspetto analizzato ha infine riguardato le problematiche relative alla pubblicità del bilancio consolidato nei casi di sfasamento temporale tra la sua data di riferimento e la data di chiusura del bilancio della capogruppo.

Considerato che tale aspetto non è stato puntualmente disciplinato, si è ritenuto opportuno privilegiare la tempestività dell'informazione che deve essere fornita da parte delle società quotate nonché la strumentalità che il bilancio consolidato assume per una migliore comprensione dei risultati del bilancio della capogruppo.

Pertanto la Commissione ha quindi espresso l'auspicio che, al fine di limitare gli effetti che lo sfasamento delle date può provocare, le società pongano in essere iniziative necessarie ad un più efficace raggiungimento di tali scopi stabilendo o la coincidenza delle date di chiusura ovvero provvedendo alla pubblicazione del bilancio consolidato comunque entro i sei mesi dalla sua data di riferimento.

#### *L'attività delle società di revisione iscritte nell'albo*

Nel corso del 1994 sono state emanate dalla Commissione una serie di comunicazioni di particolare rilevanza che si inquadrano in un più generale obiettivo di completamento di disposizioni tecniche in materia di revisione e certificazione.

Con comunicazione 4001751 del 1 marzo 1994, la Commissione ha introdotto modifiche in ordine alle modalità di redazione della relazione di certificazione.

Il nuovo schema di relazione risponde alla finalità di rendere coerenti tra loro gli obiettivi tecnici dell'attività di revisione con l'istituto giuridico della certificazione.

L'esame effettuato sulle relazioni emesse dalle società di revisione è riassunto nella tavola II.29.

I dati riportati evidenziano come attraverso il nuovo schema si sia realizzato a pieno l'obiettivo di rafforzare la responsabilità dei revisori soprattutto nei casi di incertezze e/o di problematiche sulla continuità aziendale, come testimoniano i numerosi casi (ben 37) di mancato rilascio della certificazione.

Al fine di semplificare gli adempimenti in materia di insussistenza di cause di incompatibilità tra le società di revisione e le società conferenti, le stesse sono state esentate dall'invio alla Consob dell'aggiornamento annuale delle dichiarazioni di insussistenza; resta comunque invariato l'obbligo di accertamento annuale dell'indipendenza tra il soggetto conferente e la società di revisione mediante l'impiego delle procedure *standard*, nonché l'obbligo di immediata comunicazione alla Consob dell'insorgenza di situazioni di incompatibilità.

Muovendosi sulle linee già tracciate nella relazione relativa all'anno 1993, la Commissione con la comunicazione 94011069 dell'1 dicembre 1994 è intervenuta per creare una più stretta collaborazione tra il collegio sindacale e le società di revisione.

E' stato così richiesto alle società di revisione di trasmettere, oltre che al consiglio di amministrazione, anche al collegio sindacale la cosiddetta lettera di suggerimenti nella quale vengono rappresentate le carenze riscontrate nel sistema di controllo interno e in quello ammini-

strativo-contabile della società revisionata. Ciò anche al fine di permettere al collegio sindacale di verificare l'effettiva rimozione da parte del consiglio di amministrazione delle carenze riscontrate dalle società di revisione.

Nel corso del 1994 sono state altresì esaminate le problematiche attinenti alla permanenza dell'obbligo di revisione e certificazione dei bilanci in capo a società con azioni quotate in borsa ammesse a procedure concorsuali minori.

In proposito la Commissione, nel ribadire che lo stato di sospensione dalla quotazione ufficiale non comporta il venir meno dell'obbligo di certificazione dei bilanci, ha precisato che per le società assoggettate alla procedura di liquidazione coatta amministrativa e all'amministrazione straordinaria non sussiste l'obbligo di certificazione del bilancio in quanto cessano le funzioni delle assemblee e degli organi di amministrazione e di controllo.

Diversamente, l'ammissione alla procedura di concordato preventivo e la messa in liquidazione volontaria non determina di per sé il venir meno degli obblighi relativi alla redazione dei bilanci d'esercizio e consolidato, né l'obbligo della revisione e certificazione degli stessi.

La Commissione ha altresì espresso il proprio parere favorevole in merito alla possibilità di espletare un incarico di revisione finalizzato all'espressione di un giudizio sul bilancio interinale di liquidazione nei confronti di società in liquidazione non sottoposta a regime di certificazione legale.

Successivamente, con comunicazione 95/001593 del 24 febbraio 1995, è stato anche raccomandato lo schema di relazione di certificazione da utilizzare nel caso di bilanci interinali di liquidazione relativi a società sottoposte a certificazione legale.

La Commissione è inoltre più volte intervenuta al fine di precisare il significato e la portata della comunicazione 93002836 del 15 aprile 1993, concernente l'obbligo di certificazione dei bilanci delle società di intermediazione mobiliare per le quali è stata disposta la cancellazione dall'Albo delle Sim, relativamente all'esercizio nel corso del quale è intervenuto il provvedimento di cancellazione.

In particolare, è stato chiarito che l'obbligo di certificazione sussiste laddove, anche a seguito del provvedimento di cancellazione, permanga un'esigenza di tutela del pubblico risparmio e cioè esistano ancora rapporti con la clientela al momento dell'adozione del provvedimento.

L'attività di vigilanza sulle società di revisione esercitata attraverso verifiche ispettive e richieste di carte di lavoro ha poi evidenziato la necessità di intervenire sulle società di revisione con riferimento a due temi specifici: la tenuta delle carte di lavoro e la revisione e certificazione dei bilanci delle società ammesse alle negoziazioni al mercato ristretto.

Nel primo caso, rilevata nella pratica una carente formalizzazione nelle carte di lavoro delle evidenze probatorie acquisite attraverso le procedure di revisione, con comunicazione 94/11557 del 15 dicembre 1994 le società di revisione sono state richiamate ad un più rigoroso rispetto di quanto previsto dal principio di revisione n. 4 del CNDC in materia appunto di tenuta delle carte di lavoro.

In tale occasione è stato peraltro fatto presente che la carente formalizzazione nelle carte di lavoro delle evidenze probatorie viene considerata dalla Commissione quale autonomo motivo di censura per gli aspetti che rilevano ai fini dell'espressione del giudizio sul bilancio.

Nel secondo caso la Commissione è intervenuta per chiarire il significato attribuito nel regolamento concernente la negoziazione dei titoli nel mercato ristretto alla condizione di ammissione che prevede il conferimento dell'incarico di revisione e certificazione del bilancio ad

una società di revisione iscritta nell'Albo speciale di cui all'art. 8 del d.P.R. 136/75. Ciò in quanto nella prassi si sono verificati dei casi in cui il comportamento delle società di revisione ha di fatto impedito che il mercato e la Commissione fossero tempestivamente informati delle condizioni critiche in cui versavano alcune società del ristretto. In tali situazioni la Commissione è stata privata degli strumenti necessari per poter adeguatamente intervenire a tutela del pubblico risparmio.

In altri termini, nei casi riscontrati, la revisione e certificazione dei bilanci non ha assolto alla sua finalità tipica di strumento funzionale all'efficiente e corretto svolgimento dei controlli sui soggetti emittenti valori mobiliari negoziati nei mercati regolamentati.

Con la comunicazione 94/11558 del 15 dicembre 1994 sono stati quindi precisati gli adempimenti che le società negoziate al ristretto e le società incaricate della certificazione devono osservare nell'ambito del rapporto di revisione e gli obblighi informativi a cui le stesse sono tenute nei confronti della Commissione.

L'attività di vigilanza svolta nel 1994 nei confronti delle società di revisione è riassunta nelle sue fasi caratteristiche nella tavola II.31.

In particolare, meritano evidenza i provvedimenti adottati nei confronti di 5 soggetti, ai sensi dell'art. 11, secondo comma, lett. a), del d.P.R. 136/75, che vieta alla società di revisione di avvalersi per due anni dell'apporto del soggetto sanzionato.

Il controllo dell'attività svolta ai fini dell'approvazione degli incarichi di revisione e certificazione è riportata nella tavola II.30.

In particolare, si evidenzia che, anche nell'anno in esame, la Commissione è intervenuta in tema di revoca per giusta causa e di contestuale conferimento ad altra società di revisione. L'intervento della Commissione si è reso necessario per consentire a società facenti parte

di gruppi di impiegare un unico revisore o per assicurare alla società di revisione incaricata lo *status* di revisore principale.

*Nel corso dell'anno in esame la Commissione ha deciso altresì di non approvare la delibera di revoca dell'incarico di revisione e certificazione conferito dalla Borsaconsult Sim Spa alla KPMG Peat Marwick Fides Snc per il triennio 1992/1994, ritenendo che i rilievi mossi dalla società conferente sull'operato dei revisori non costituivano di per sé una giusta causa ai fini della revoca.*

*Peraltro, in considerazione della controversia in atto tra la società di revisione e gli amministratori della Borsaconsult, la Commissione ha ravvisato che, per effetto della situazione prospettata, si era venuta a creare in capo alla società di revisione una causa di incompatibilità ai fini del corretto svolgimento dell'attività di revisione e certificazione. La Commissione ha pertanto deciso di procedere alla revoca d'ufficio di detto incarico.*

*Si evidenzia inoltre che la Commissione ha considerato non validamente deliberati alcuni incarichi di revisione e certificazione, in quanto le relative delibere non contenevano l'indicazione del corrispettivo spettante alla società di revisione ai sensi dell'art. 2, comma 5, del d.P.R. 136/75.*

Deve infine segnalarsi che nei casi di carenze informative nell'ambito delle delibere di conferimento degli incarichi e nei casi di violazione di norme legali o regolamentari, la Commissione ha ritenuto opportuno informare il collegio sindacale delle irregolarità riscontrate. Ciò al fine di sensibilizzare il suddetto organo societario in merito a comportamenti degli amministratori non perfettamente in linea con le disposizioni dettate in materia di conferimenti degli incarichi di revisione e certificazione.

Le società di revisione iscritte all'Albo al 31 dicembre 1994 sono 24, come indicato nella tavola II.33.

Dall'esame dei bilanci al 31 dicembre 1993 si è rilevato che quasi tutte le società hanno chiuso in utile, per un totale complessivo di 31,1 miliardi, con un decremento del 23,5 per cento rispetto ai 38,4 miliardi di utili conseguiti nel 1992.

## I MERCATI

Nel corso del 1994 l'andamento dei prezzi e degli scambi dei titoli azionari quotati presso la borsa valori, in un contesto generale non molto favorevole, ha attenuato la positiva *performance* del 1993.

L'indice Mib ha evidenziato nel corso del 1994 un incremento del 3,29 per cento. Il confronto tra i diversi settori e, all'interno degli stessi, tra i diversi titoli, evidenzia realtà sostanzialmente diverse e non riconducibili ad una medesima tendenza (si veda da Tav. III.3 a Tav. III.12).

In generale circa il 43 per cento dei titoli ha evidenziato variazioni positive di prezzo (70 per cento nel 1993); il 2,5 per cento dei titoli ha registrato incrementi superiori al 100 per cento (6 per cento nel 1993); il 4 per cento dei titoli ha perduto più del 30 per cento del proprio valore e circa il 4 per cento dei titoli ha fatto risultare decrementi superiori al 50 per cento (6 per cento nel 1993).

In sensibile aumento, rispetto al 1993, è risultata la movimentazione dei titoli in borsa. Il controvalore complessivo degli scambi azionari sul mercato telematico ufficiale, pari a 189.925 miliardi di lire nel corso del 1994, ha fatto registrare, infatti, un sensibile aumento rispetto all'ammontare evidenziato l'anno precedente (103.526 miliardi di lire).

A fronte del notevole afflusso di capitali sul mercato azionario prodotto dalle nuove emissioni, più contenuto è risultato il contributo alla crescita della capitalizzazione di borsa determinato dall'ammissione a quotazione di nuovi titoli. Nel corso del 1994, infatti, sono state ammesse alla negoziazione sul listino maggiore soltanto 9 nuovi titoli:

Imi, Finanza e Futuro Holding, Ina, Saes Getters ord., Banca Agricola Mantovana, Credito Bergamasco, Credito Valtellinese, Credito Romagnolo, Banca Popolare di Milano, gli ultimi 5 provenienti, peraltro, dal mercato ristretto (cfr. Tav. III.21 e III.23).

#### *1. IL CONTROLLO SULLA REGOLARITÀ DEGLI SCAMBI*

L'attività dell'organo di vigilanza in materia di monitoraggio della negoziazione dei valori mobiliari quotati nelle borse valori è svolta sostanzialmente in due distinti momenti, ognuno dei quali è caratterizzato da un diverso modo di esercizio delle funzioni di controllo.

E', infatti, possibile distinguere il controllo contestuale da quello differito. Il primo, effettuato nel corso delle negoziazioni, ricomprende la vigilanza sul corretto funzionamento del sistema telematico ed è in particolare finalizzato alla verifica del regolare svolgimento di ciascuna fase della seduta di borsa, alla gestione dei parametri di negoziazione e alla realizzazione di una prima serie di accertamenti in presenza di particolari variazioni dei prezzi messi in luce da un sistema di allerta con segnalazioni in automatico, attivate al superamento di determinate soglie ritenute rilevanti. Il controllo differito, invece, svolto sia in base alle evidenze poste dal controllo contestuale sia indipendentemente dallo svolgimento delle contrattazioni, si esplica in un'attività di rilevazione delle anomalie nell'andamento degli scambi e di controllo e di analisi del mercato e delle sue componenti. Tale funzione ha come obiettivo principale la verifica dell'operatività svolta dagli intermediari e l'analisi delle eventuali anomalie al fine di calibrare gli interventi necessari a ristabilire la regolarità delle contrattazioni.

Con l'ormai pressoché completo passaggio di tutta l'attività di negoziazione dalle grida al sistema telematico delle borse valori (attualmente solo le negoziazioni sui premi e le sedute mensili dei riporti si svolgono ancora nelle varie borse) l'attività di monitoraggio è stata accentrata presso gli uffici di Roma della Consob. Sul finire del 1994, sempre nella sede di Roma, è stata allestita una nuova sala dedicata al controllo di tutti i mercati che ricadono sotto la vigilanza della Consob dotata di numerose postazioni di controllo e di un potenziato sistema di rilevazione automatica delle irregolarità negli scambi.

La parte prevalente del controllo in diretta nel corso del 1994 ha riguardato proprio la gestione dei parametri di negoziazione del mercato telematico azionario, caratterizzato, nell'anno in considerazione, da circa 1.200 interruzioni automatiche per il superamento da parte dei prezzi delle soglie massime di oscillazione consentite. Nel 20 per cento dei casi di interruzione si è reso necessario l'intervento della Consob affinché potesse essere disposta la sospensione temporanea delle contrattazioni per 30 minuti con immissione di proposte di negoziazione (PDN) abilitate, al fine di consentire la formazione di un nuovo prezzo di equilibrio sui singoli titoli.

Per quanto concerne, invece, il controllo in differita, l'attività della Consob ha riguardato principalmente l'individuazione dei titoli con andamento anomalo delle quotazioni e/o delle quantità scambiate e la successiva spiegazione dei fenomeni osservati. Nell'esercizio di tale attività di controllo numerose sono state le richieste di chiarimenti, dati e informazioni trasmesse agli intermediari attivi sul mercato.

Nell'ambito delle competenze relative al controllo del funzionamento delle borse la vigente normativa attribuisce all'organo di vigilanza il potere di sospendere la quotazione quando la regolarità delle transazioni ad esse relative non sia, sia pure temporaneamente, garantita o rischi

di non esserlo ovvero se l'andamento del titolo sia indice di pericolo per il pubblico risparmio. Gli interventi adottati dalla Consob, quando non richiesti da contingenti necessità di ordine tecnico, si riferiscono normalmente a situazioni di irregolarità informativa e/o irregolarità di andamento delle quotazioni e dei volumi negoziati. Sempre, comunque, gli interventi, richiesti proprio al fine della tutela del pubblico risparmio, trovano un limite nel vincolo, funzione primaria del mercato, di assicurare la liquidità degli investimenti e si giustificano solo come provvedimento estremo.

Nei casi di presenza di disparità informativa e di elevata erraticità delle quotazioni la Consob è intervenuta, in genere, con temporanee sospensioni delle negoziazioni per periodi di tempo di breve durata, con l'eccezione dei casi in cui, a tali problemi, si univano situazioni economico-finanziarie, delle società emittenti, patologiche e irreversibili (cfr. Tav. III.20).

Complessivamente nel corso del 1994, sono stati assunti 37 provvedimenti di sospensione della negoziazione di titoli emessi da società quotate. Il 40 per cento degli interventi si è reso necessario a fronte di preannunciate comunicazioni relative ad operazioni di finanza straordinaria interessanti la sfera societaria degli emittenti, accompagnate in alcuni casi, anche, da irregolarità di andamento dei titoli; il 20 per cento dei provvedimenti ha riguardato i titoli emessi da società in procinto di divulgare notizie relative a deludenti risultati di periodo, che in alcuni casi erano tali da rendere necessaria la contestuale riduzione del capitale sociale; il 16 per cento delle sospensioni si è reso necessario in attesa che fossero pubblicati prospetti relativi ad offerte pubbliche di acquisto. Nei restanti casi la negoziazione è stata momentaneamente interrotta a seguito di annunci effettuati dagli emittenti al fine di rendere noti al mercato fatti vari, quali l'ammissione a procedure concorsuali,

l'azzeramento del capitale sociale con contestuale annullamento delle azioni, il mancato rilascio della certificazione del bilancio di esercizio da parte delle società di revisione incaricate; ovvero al fine di consentire la soluzione di particolari problemi tecnici, quali ad esempio l'esigenza di evitare che nella stessa liquidazione fossero liquidati titoli omogenei dello stesso emittente, ma con caratteristiche diverse.

Al 31 dicembre 1994 risultavano sottoposti a provvedimento di temporanea sospensione 18 titoli su 376 quotati a fronte dei 19 titoli di fine 1993.

Con la delibera 7457 del 20 ottobre 1993 la Consob, valutata l'opportunità di consentire comunque la negoziabilità di alcuni titoli sottoposti a provvedimento di temporanea sospensione e, allo stesso tempo, di segnalare al mercato la permanenza delle motivazioni che avevano determinato l'adozione dei provvedimenti di sospensione, ha consentito la negoziazione dei titoli emessi da sei società (Ciga, Fimpar, Beni Stabili, Finanziaria Ernesto Breda, Società Acqua Pia Antica Marcia, Cotonificio Olcese-Veneziano) sia pure con l'adozione di particolari cautele. Per tali titoli è stata, infatti, consentita la negoziazione solamente il venerdì e a fine listino, con il divieto di vendite allo scoperto, con deposito obbligatorio del 100 per cento sugli acquisti e con l'obbligo, a carico degli emittenti, di fornire una completa informativa al mercato. Tale particolare struttura di negoziazione si è resa necessaria al fine di garantire agli operatori interessati la possibilità di liquidare o effettuare investimenti, con la piena consapevolezza dei rischi connessi alle operazioni. Successivamente la particolare operatività di cui alla delibera 7457/93 è stata esclusa per alcuni titoli emessi da società che hanno evidenziato il peggioramento delle condizioni che avevano determinato la sospensione ed è venuta meno in un altro caso per il ripristino della piena quotazione. Per diversi altri titoli nel corso del 1994 si è ritenuto

opportuno stabilire le modalità di negoziazione in questione. Al 31 dicembre 1994 risultavano negoziati al solo venerdì i titoli emessi da 7 società (Beni Stabili Spa, Del Favero Spa, Fimpar Spa, Industrie Secco Spa, Olcese Spa, Rodriguez Spa, Simint Spa).

## 2. *I CONTROLLI SULL'USO DI INFORMAZIONI RISERVATE*

Un'illustrazione esaustiva dell'attività e degli atti posti in essere dalla Consob sulla base del potere di verifica, attribuitole dalla legge per l'individuazione dei casi in cui sospetti l'utilizzo di informazioni privilegiate da parte di soggetti attivi sul mercato ovvero di fenomeni di manipolazione, non può essere disgiunta dall'esame del funzionamento del correlato sistema di pubblicità, previsto dalla stessa legge, al fine di regolare la diffusione di informazioni di rilievo al pubblico in modo da limitarne e prevenirne lo sfruttamento illecito. Tale ultima finalità, perseguita mediante la fissazione di obblighi di informazione al mercato sugli eventi aventi interesse per il pubblico, tende, infatti, proprio ad eliminare, per quanto possibile, l'esistenza di disparità informative tra gli operatori del mercato, delle quali possono potenzialmente avvalersi i soggetti che intendono perseguire finalità illecite.

L'articolata struttura normativa, introdotta con il regolamento approvato con delibera 5553/91, basata sull'imposizione di obblighi continuativi di comunicazione a carico degli emittenti, rappresenta il primo tentativo finalizzato alla realizzazione di una struttura informativa volta a razionalizzare e semplificare l'accesso dei risparmiatori ai dati riguardanti le società quotate. A tre anni dall'approvazione del citato regolamento, è possibile procedere ad una prima verifica sul funzionamento degli strumenti previsti.

Complessivamente si può rilevare che il numero dei comunicati (cfr. Tav. III.15) messi a disposizione del pubblico ai sensi e per gli effetti della normativa in questione è progressivamente aumentato nel corso degli ultimi tre anni. Le comunicazioni trasmesse contemporaneamente all'organo competente del mercato, per l'immediata messa a disposizione del pubblico, e ad almeno 2 agenzie di stampa nonché all'organo di vigilanza, sono passate dai 960 comunicati del 1992 ai 1.577 del 1993, ai 2.080 avvisi diffusi nel corso del 1994. A questi vanno inoltre aggiunte numerose comunicazioni effettuate mediante pubblicazione di avvisi a pagamento sulla stampa, nei casi in cui ai sensi della vigente normativa la semplice trasmissione delle notizie alle agenzie di stampa non è ritenuta sufficiente per una corretta informazione del pubblico, e più di 1.000 divulgazioni riguardanti statistiche e studi concernenti valori mobiliari quotati o loro emittenti, depositati in copia presso gli organi di mercato.

Sebbene, in linea generale, sia possibile riscontrare un sostanziale rispetto da parte degli emittenti degli obblighi derivanti dalla normativa sull'informativa al pubblico, nel corso del 1994 è stata contestata, nei confronti di 4 società quotate, la violazione del citato regolamento per la mancata pubblicazione, secondo le modalità e i termini previsti, di informazioni rilevanti (cfr. Tav. III.16). In un singolo caso è stato già attivato il meccanismo sanzionatorio previsto dalla legge. La sanzione amministrativa del richiamo è stata irrogata ad una società che non aveva provveduto ad informare tempestivamente il pubblico in merito ad una rilevante operazione di finanza straordinaria. In tali casi si evidenzia come l'effetto deterrente delle sanzioni sia accentuato dalla previsione di opportune forme di pubblicità dei provvedimenti sanzionatori assunti.

Numerose sono state, inoltre, le richieste di inoltro di chiarimenti

e di pubblicazione di dati e notizie inviate dalla Commissione alle società quotate a seguito di indiscrezioni trapelate, spesso, a mezzo stampa.

Per quanto concerne gli aspetti più propriamente attinenti all'attività di indagine e controllo finalizzata all'individuazione di casi sospetti di utilizzo di informazioni privilegiate è da rilevare che nel corso del 1994, nell'ambito dell'attività di monitoraggio del mercato, basata essenzialmente sull'analisi delle variazioni intervenute nell'andamento dei prezzi e dei volumi degli scambi e sull'esame delle informazioni rilevanti ritenute idonee ad influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari quotati, si è provveduto ad istruire 14 approfondimenti di indagine (17 i casi registrati nel precedente anno). Merita di essere menzionata, infine, anche l'attività svolta in materia di accertamento di fenomeni manipolativi. Gli interventi in genere sono stati attivati sulla base delle analisi svolte nell'ambito dell'attività di controllo sul mercato. Anche nell'ambito dell'esercizio di tale attività numerose sono state le richieste di chiarimenti, notizie e informazioni.

### 3. *L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA*

L'introduzione di modalità di contrattazione telematica per i valori mobiliari quotati ha rappresentato uno degli obiettivi prioritari del progetto di rinnovamento tecnico organizzativo del mercato mobiliare; si può affermare che tale obiettivo è stato pienamente realizzato nel corso del 1994 (cfr. Tav. III.24).

Le esperienze degli anni precedenti e l'ampliamento della negoziazione telematica a tutti i titoli azionari quotati hanno reso opportuna anche una revisione delle norme disciplinanti il sistema telematico allo scopo di migliorarne le modalità di funzionamento ed agevolare quindi

lo svolgimento delle contrattazioni anche su quei titoli normalmente oggetto di un numero non rilevante di transazioni, i cosiddetti titoli a scarso flottante.

Il processo di revisione regolamentare ha interessato principalmente il funzionamento del sistema nella fase di apertura; in particolare, si è ritenuto opportuno intervenire sui criteri di attribuzione del prezzo alle proposte a prezzo di apertura (cosiddette APE) al fine di massimizzare la quantità scambiabile in questa fase di mercato.

*Tale intervento, in sostanza, ha accentuato la natura delle proposte APE di ordini al meglio cioè di ordini per i quali il committente privilegia l'esecuzione anche a scapito del livello di prezzo al quale l'ordine è eseguito. Infatti, in base al precedente criterio di valorizzazione, alle proposte APE veniva attribuito il prezzo della migliore proposta a prezzo limitato presente sul book indipendentemente dal fatto che la quantità di quest'ultima proposta fosse sufficiente o meno a consentire l'esecuzione della proposta APE. Tale regola se da un lato consentiva di ottenere, in caso di esecuzione, un miglior prezzo, nello stesso tempo, aumentava la probabilità che le proposte APE rimanessero inevase. Il nuovo algoritmo di calcolo, invece, valorizza le proposte APE al prezzo limite corrispondente al quantitativo marginale necessario a soddisfarle a partire dal miglior prezzo presente sul book.*

In fase di modifica regolamentare si è, inoltre, intervenuto sul funzionamento del sistema relativamente alla conclusione dei contratti durante l'asta di apertura. Sono state, infatti, modificate le modalità di abbinamento delle proposte introducendo il principio della minimizzazione del numero dei contratti, con il conseguente alleggerimento del carico di lavoro per il sistema e la contemporanea riduzione dei costi per gli operatori.

Un ulteriore intervento volto a migliorare e rendere più fluido il funzionamento del sistema telematico ha riguardato le regole che disciplinano il passaggio dalla fase di preapertura alla fase di negoziazione continua nei casi in cui il prezzo di apertura non è determinabile.

E' stato, pertanto, previsto che, nel caso in cui le proposte in domanda e in offerta non consentano di determinare il prezzo di apertura, il sistema le trasferisca automaticamente alla fase di negoziazione in continua, purché non si discostino dal prezzo di riferimento del giorno precedente di una percentuale superiore al 10 per cento.

Unitamente ai descritti interventi strutturali circostanze contingenti hanno reso necessario, nel corso dell'anno, adottare alcuni provvedimenti temporanei volti anche essi ad agevolare l'operatività del sistema telematico di negoziazione in situazioni critiche.

*L'aumento dei titoli trattati sul sistema e l'incremento dei volumi di negoziazione nei primi mesi dell'anno hanno richiesto, in attesa di un potenziamento tecnico delle capacità elaborative del sistema, di trovare soluzioni provvisorie che consentissero un migliore utilizzo delle risorse telematiche. In primo luogo, si è valutata l'opportunità di prevedere orari di negoziazione differenziati per i titoli quotati. Infatti, l'esperienza maturata sui titoli con scarsa liquidità ha evidenziato una concentrazione degli scambi in un breve periodo della seduta; pertanto, allo scopo di non impegnare il sistema telematico per tutta la durata della seduta e favorirne un migliore bilanciamento dei carichi di lavoro, si è optato per la determinazione di orari differenti in relazione alla liquidità dei singoli titoli. Sono state così individuate 2 categorie di titoli, quella dei titoli liquidi, caratterizzati da un elevato volume di scambi e quella dei titoli cosiddetti sottili, contraddistinti da un numero di scambi ridotto. Conseguentemente, per i titoli appartenenti alla prima categoria (cosiddetta fascia A) le contrattazioni si sono svolte per l'intera seduta, mentre quella sui titoli sottili (cosiddetta fascia B) hanno avuto un orario ridotto.*

*Tale differenziazione è comunque stata revocata alla fine di novembre a seguito della realizzazione della prima fase del processo di potenziamento del sistema telematico che è destinato a concludersi nel 1996.*

La struttura tecnico-operativa del sistema di negoziazione in continua ha mostrato i propri limiti strutturali, limiti che hanno prodotto dei rallentamenti nel funzionamento, con una conseguente difficoltà nell'evasione degli ordini di compravendita, in concomitanza delle privatizzazioni.

Tale situazione si è prodotta, in particolare, nelle prime giornate in cui è stato possibile negoziare i titoli rivenienti dal collocamento.

Le operazioni di privatizzazione, infatti, avendo tra gli obiettivi quello della massima diffusione dei titoli e del frazionamento del capitale delle società interessate, conferiscono ai titoli stessi un elevato grado di liquidità che si traduce in una eccezionale concentrazione degli scambi in coincidenza dei primi giorni di contrattazione; il fenomeno, accentuato dal comportamento tenuto dai piccoli risparmiatori al fine di beneficiare dell'*underpricing* del titolo al momento del collocamento, ha generato un consistente flusso di ordini concentrato sui singoli titoli che ha provocato rallentamenti e code nell'evasione delle proposte.

Dopo l'adozione di iniziali misure volte ad inibire l'utilizzo di funzioni eccessivamente onerose per il sistema, è stata individuata la soluzione di istituire un sistema telematico parallelo a quello ordinario, sul quale trattare, limitatamente ai primi giorni di quotazione, i titoli privatizzati. Tale sistema prevede esclusivamente lo svolgimento di 2 aste di apertura nell'arco della stessa giornata senza svolgimento della fase di negoziazione continua; ciò in quanto l'asta di apertura, non prevedendo una fase di interazione con il mercato nel momento in cui si determina il prezzo, consente una maggiore capacità di elaborare le proposte.

#### 4. *IL MERCATO TELEMATICO DELLE OBBLIGAZIONI E DEI TITOLI DI STATO QUOTATI IN BORSA*

Come sopra accennato, il programma di ampliamento della contrattazione telematica ha interessato, nel corso del 1994, anche gli altri segmenti del mercato borsistico.

Dal mese di luglio le negoziazioni su titoli di Stato e sulle obbligazioni quotate sono state trasferite dalla contrattazione alle grida al sistema telematico delle borse valori.

Le norme che disciplinano il funzionamento del sistema sono state inserite all'interno del regolamento per il funzionamento del sistema telematico; con l'occasione si è ritenuto opportuno procedere ad un riordinamento organico del testo del regolamento approvato con delibera 8221 del 12 luglio 1994.

Lo studio per l'organizzazione del mercato telematico per la negoziazione delle obbligazioni e dei titoli di Stato quotati, in acronimo MOT, è stato realizzato nell'ambito di un apposito gruppo di lavoro, coordinato dalla Consob, cui hanno partecipato il Consiglio di borsa e le associazioni di categoria degli intermediari. Le linee guida seguite per la sua realizzazione si sono ispirate principalmente a due finalità: la minimizzazione dei tempi e dei costi di realizzazione del sistema, la definizione di modalità di contrattazione che tenessero conto delle peculiarità di questo segmento di mercato.

Per il raggiungimento del primo obiettivo si è ritenuto di adottare un sistema di contrattazione basato su strutture informatiche già esistenti. Sono state, in particolare adottate le strutture *hardware* utilizzate per il servizio di riscontro giornaliero dei contratti (RRG). Ciò ha consentito, rispetto al mercato telematico principale (azioni, *warrant*, obbligazioni convertibili, diritti) di ridurre notevolmente gli oneri operativi di utilizzo del sistema sia sotto il profilo dei costi fissi sia sotto quello dei costi unitari per transazione.

Con riferimento al secondo obiettivo, le soluzioni adottate hanno tenuto conto dell'elevato numero di titoli quotati e della scarsa liquidità esistente su di un numero consistente di titoli trattati.

Si è così ritenuto opportuno articolare le contrattazioni in fasi. La fase iniziale, di asta elettronica, si compone di un'asta preventiva che permette l'immissione, la cancellazione e la modifica delle proposte per tutti i titoli quotati per un periodo di tre ore, durante il quale un algoritmo di calcolo formula un prezzo ed una quantità teorica di apertura. Al termine della fase di asta preventiva i titoli per i quali sia presente anche una sola proposta sul book passano alla fase di asta successiva, mentre, i titoli per i quali non siano presenti proposte passano direttamente alla fase di chiusura, ovvero divengono negoziabili solo a partire dalla giornata di borsa successiva. Il meccanismo descritto da un lato consente una notevole diminuzione dei costi operativi del sistema e, dall'altro, riduce i costi degli intermediari permettendo loro di concentrarsi solo sui titoli che passano alla fase di asta successiva. Allo stesso tempo però non vi sono limitazioni alla possibilità per il mercato di negoziare tutti i titoli di stato e obbligazionari quotati, compresi quelli sottili.

Durante la fase successiva di contrattazione, detta di pre-asta definitiva, gli operatori possono immettere nuove proposte, ovvero cancellare o modificare le proposte già immesse nella fase precedente. Alla fine di detta fase viene formato il prezzo di asta definitiva sulla base del quale vengono effettivamente conclusi i relativi contratti.

Le regole di conclusione dei contratti nella fase di asta sono le medesime utilizzate per il mercato telematico azionario così come quelle che determinano l'accoppiamento delle proposte e l'attribuzione delle relative quantità.

Al termine dell'asta definitiva, fatto salvo il caso di rinvio ad un'ulteriore fase di asta per quei valori mobiliari che non soddisfino determinate condizioni, è prevista la cosiddetta fase di sottoscrizione, nella quale possono essere negoziate tutte le proposte che non hanno trovato esecuzione oltre, ovviamente, le ulteriori proposte immesse ex novo. In questa fase di contrattazione, le proposte devono contenere un'indicazione di prezzo; infatti, non è possibile, come nelle fasi d'asta, introdurre proposte senza indicazione di prezzo. Inoltre, le proposte possono essere individualmente sottoscritte dagli operatori abilitati alle contrattazioni, tenendo conto delle priorità di prezzo e di tempo.

La fase successiva, detta di sottoscrizione ha, invece, una struttura simile a quella della negoziazione continua (con la differenza, sostanziale, che non è previsto l'abbinamento automatico delle proposte). Tale fase è finalizzata, da un lato, ad aumentare la negoziabilità dei titoli incrementando la durata delle contrattazioni e consentendo agli operatori di dare esecuzione alle proposte ineseguite in tutto o in parte nella fase di asta; dall'altro, ad introdurre una distinzione tra mercato al dettaglio (fasi di asta), sul quale è tendenzialmente privilegiata la

*maggior probabilità dell'esecuzione dell'ordine, e mercato all'ingrosso, nel quale, invece, sono privilegiati altri fattori quali, ad esempio, la possibilità di scegliere la contropartita e di eseguire l'ordine senza eccessivi sacrifici di prezzo.*

I dati relativi agli scambi realizzati sul MOT sembrano confermare la validità delle scelte adottate: dall'avvio delle contrattazioni telematiche, infatti, si è registrato un significativo aumento del controvalore medio giornaliero scambiato. Questo era stato di circa 340 miliardi nei primi 6 mesi e mezzo del 1994, di 370 miliardi nel 1993 e di 190 miliardi nel 1992 (dati, peraltro, sovrastimati in quanto comprendono gli scambi su obbligazioni convertibili che non sono trattate sul MOT). Il controvalore medio giornaliero scambiato dall'avvio delle negoziazioni sul MOT (18 luglio 1994) si attesta, invece, su circa 600 miliardi dei quali 350 miliardi sono riferibili a scambi sui BTP, 217 miliardi a scambi sui CCT e circa 26 miliardi a scambi sulle obbligazioni.

Sempre a partire dalla data del 18 luglio 1994 sono state portate sul circuito telematico anche le contrattazioni sui titoli negoziati nel mercato ristretto. La negoziazione, per tali valori, si articola in una prima fase di immissione delle proposte sui singoli titoli (preapertura) ed una successiva fase (apertura) nella quale il sistema, secondo le regole comuni al mercato ufficiale, determina un prezzo d'apertura e conclude i contratti. Al termine di detta fase le proposte ineseguite in tutto o in parte vengono automaticamente cancellate dal sistema. Non è prevista alcuna fase di negoziazione in continua.

Infine, dal 17 ottobre 1994 è stato reso operativo un sistema telematico dedicato esclusivamente alla negoziazione di spezzature ovvero di quantitativi di azioni, *warrant* ed obbligazioni convertibili quotate in borsa o negoziate nel mercato ristretto inferiori al lotto minimo di contrattazione.

Tale sistema si configura come un segmento del mercato di borsa e, pertanto, ad esso possono accedere direttamente solo le Sim autorizzate alla negoziazione azionaria e gli agenti di cambio.

Le norme disciplinanti tale segmento sono state, quindi, inserite nell'ambito del titolo VIII del regolamento per il funzionamento del sistema telematico e sono state approvate dalla Commissione con delibera 8510 dell'11 ottobre 1994.

Caratteristica peculiare del sistema di contrattazione è che esso non determina autonomamente un prezzo al quale vengono conclusi i contratti; il sistema, infatti, prevede che, per ogni titolo, le proposte siano immesse senza alcuna specificazione del prezzo e che le stesse siano incrociate ad un unico prezzo - il prezzo di apertura - determinato sul mercato ufficiale. La conclusione dei contratti avviene, quindi, abbinando automaticamente le proposte del lato minore con quelle del lato maggiore del *book* secondo la priorità temporale di immissione.

La contrattazione sul sistema delle spezzature si articola in fasi successive. La prima, detta fase di immissione, permette l'inserimento delle proposte di negoziazione; al suo termine, per i soli titoli per i quali è stato determinato il prezzo di apertura nel mercato di riferimento, è prevista una fase, detta di sottoscrizione in sbilancio, durante la quale il sistema consente agli operatori autorizzati di sottoscrivere l'eventuale sbilancio, delle proposte in compera o in vendita per ciascun valore mobiliare. Detto sbilancio può essere sottoscritto (senza concludere il contratto) da un solo operatore e per il suo intero ammontare (il primo che temporalmente esegue l'operazione). A questo punto, il sistema procede all'abbinamento delle proposte ed alla conclusione dei relativi contratti. Il sistema procede, inoltre, a rinviare i titoli che non hanno determinato il prezzo di apertura e trasferisce le relative proposte all'ulteriore ciclo di negoziazione durante il quale si ripetono le fasi

precedentemente descritte; se, anche al termine di questo ulteriore periodo di negoziazione, non è stato determinato nel mercato di riferimento il prezzo di apertura, il sistema di negoziazione rinvia le contrattazioni sul titolo alla giornata successiva senza cancellare le proposte presenti.

#### 5. *IL MERCATO ITALIANO DEI DERIVATI*

Nel corso del 1994 (il 18 novembre) hanno preso avvio, nell'ambito del Mercato italiano dei derivati (IDEM), le contrattazioni sul primo contratto *future su indice azionario*, denominato Fib30.

L'indice di riferimento, individuato dal Consiglio di borsa su delega della Commissione, è stato individuato nel Mib30 (direttamente derivato dall'indice Comit30), che rappresenta la quotazione sintetica di un paniere costituito dai 30 titoli più capitalizzati e liquidi del mercato azionario. L'indice è stato scelto sulla base della propria rappresentatività rispetto all'intero listino di borsa, dell'idoneità a consentire un'adeguata attività di arbitraggio, della semplicità di costruzione ed, infine, della notorietà dell'indice da cui deriva.

Il contratto Fib30, le cui caratteristiche sono state individuate dalla Commissione con delibera 8509/94, ha un valore nominale pari a lire 100 milioni, equivalenti al prodotto tra il valore base del Mib30 (10.000 punti) ed il valore di ciascun punto indice fissato a lire 10.000. Le quotazioni sono espresse in punti indice con uno scostamento minimo di prezzo pari ad un punto indice. Conformemente alla prassi internazionale, il contratto non prevede, a scadenza, la consegna fisica dei 30 titoli che compongono l'indice, bensì la liquidazione di un differenziale monetario.

E' previsto, come consueto per i contratti derivati, il meccanismo del *marking-to-the-market*, in base al quale giornalmente la Cassa di compensazione e garanzia, che diviene controparte diretta nell'esecuzione del contratto, provvede a liquidare i guadagni o incassare le perdite a seguito della variazione dei prezzi intervenuta durante la seduta di negoziazione precedente.

Per la regolazione giornaliera la Cassa provvede a calcolare i cosiddetti margini di variazione sulla base del prezzo di chiusura giornaliero del contratto, valorizzato come media ponderata dell'ultimo 10 per cento dei contratti scambiati. Ove si verificassero situazioni di illiquidità, la Cassa di compensazione e garanzia può aumentare tale percentuale fino al 30 per cento, e nel caso di mancanza di transazioni ha la facoltà di determinare il prezzo di chiusura come media delle quotazioni in acquisto ed in vendita rilevate in un periodo comunque non inferiore a 10 minuti.

Nell'ultimo giorno di contrattazione, fissato al giorno dei riporti del relativo mese borsistico, la liquidazione delle posizioni ancora in essere avviene sulla base del prezzo di liquidazione, pari al valore dell'indice Mib30 calcolato sui prezzi di apertura dei titoli che lo compongono rilevati nel giorno dei riporti, agevolando così le operazioni di arbitraggio con il mercato azionario e permettendo la liquidazione dei contratti *future* allo stesso prezzo di chiusura delle posizioni precedentemente aperte sui 30 titoli azionari sottostanti.

Le scadenze del contratto sono state fissate nei mesi di marzo, giugno, settembre e dicembre, ed in ciascuna seduta di contrattazione sono contemporaneamente quotate la scadenza corrente e le due scadenze successive.

Al fine di consentire una più ampia operatività strategica, è stato previsto che gli operatori possano negoziare, in apposite pagine, i

differenziali di prezzo tra serie con scadenze differenti e contigue. Il sistema, all'immissione di tale differenziale, provvede a generare due proposte i cui prezzi differiscano del valore indicato e che consentano la loro contestuale esecuzione sul mercato.

Sulla base del regolamento di funzionamento, approvato dalla Commissione con delibera 8625/94, la microstruttura del mercato risulta avere caratteristiche miste di un mercato *order driven*, nel quale il processo di formazione dei prezzi è dominato dagli ordini immessi dagli intermediari, e di un mercato *quote driven* in cui tale processo si realizza attraverso le quotazioni di operatori specializzati. La soluzione adottata, che ha consentito il raggiungimento di un soddisfacente livello di liquidità del mercato, prevede infatti un sistema di negoziazione telematica di tipo *order driven* con la presenza di operatori *market maker*.

Sono stati autorizzati a partecipare alle negoziazioni le Sim e gli agenti di cambio, consueti intermediari della borsa valori, e le banche, limitatamente alla movimentazione delle proprie posizioni, secondo quanto stabilito dall'art. 23, lett. a) della legge 1/91.

Sulla base dell'attività svolta dai soggetti intermediari è possibile dunque individuare tre distinte categorie di operatori che sono rappresentate dai *brokers*, che possono esporre esclusivamente ordini della propria clientela (agenti di cambio), dai *dealers puri*, che potranno immettere nel sistema solo ordini in conto proprio (banche) e dai *brokers/dealers*, ai quali è consentita un'operatività di *dual capacity* in conto proprio ed in conto terzi (Sim).

L'attività di *market making* è stata limitata a quegli intermediari autorizzati alla negoziazione in conto proprio, ovvero in conto terzi ed in conto proprio, e con un patrimonio netto di almeno 10 miliardi per le Sim e di 20 miliardi per le banche, che, a seguito di apposita istanza,

verificati i suindicati requisiti, vengono iscritti nell'*Elenco degli operatori market maker* tenuto presso la Consob. Detti operatori si impegnano alla quotazione continuativa di prezzi in acquisto ed in vendita per almeno 10 contratti sulla serie in scadenza corrente e su quella successiva.

Sebbene le esperienze dei mercati derivati esteri non abbiano evidenziato una netta preferenza tra il sistema di negoziazione telematica e quello gridato, la scelta del primo rispetto al secondo, oltre che essere vincolata dalla previsione in materia contenuta all'art. 23 della legge 1/91, è stata supportata dalla convinzione che tale sistema di contrattazione consenta una maggiore trasparenza ed efficienza nel processo di formazione dei prezzi.

In particolare, nella scelta dello specifico sistema di negoziazione, è stato preferito, rispetto ad altri, quello della società svedese *OM* poiché, essendo già da tempo in uso presso altri mercati derivati europei (Stoccolma, Londra e Vienna), ha consentito rapidi tempi di attivazione ed una maggiore e comprovata affidabilità operativa.

La negoziazione è strutturata in un'unica fase attiva di contrattazione, nella quale gli ordini degli intermediari e le quotazioni dei *market maker*, dopo essere stati immessi nel *book* di negoziazione ed ordinati sulla base di priorità di prezzo e di tempo, vengono abbinati per la conclusione dei contratti. Accanto agli ordini ed alle quotazioni, gli operatori possono inserire i cosiddetti ordini combinati *standard*, cioè combinazioni già predefinite di due ordini su serie differenti, ovvero ordini combinati non *standard*, che, a differenza dei precedenti, possono essere definiti direttamente dagli operatori. Il meccanismo peculiare degli ordini combinati garantisce la contemporanea esecuzione dei singoli ordini che li costituiscono e dunque rappresenta un efficace strumento per lo svolgimento di particolari strategie di negoziazione.

6. *L'ATTIVITÀ DI DELEGA AL CONSIGLIO DI BORSA*

Già nel 1993 la Commissione, con l'avvio dell'attività del Consiglio di borsa, ha provveduto ad esercitare la facoltà di delega, che le è attribuita dall'art. 24 della legge 1/91, concentrando nel nuovo organo le funzioni precedentemente di spettanza dei diversi organi locali di borsa. Tale attività è stata svolta distinguendo, quale criterio generale, le funzioni di regolamentazione e controllo dalle funzioni di organizzazione ed amministrazione del mercato.

Nel corso del 1994 la Commissione ha proseguito il graduale processo di delega al Consiglio di borsa (cfr. Tav. III.25), esercitando i poteri conferiti dall'art. 24, comma 1 della legge 1/91, con riferimento a tre distinte aree di delega che riguardano i poteri e le funzioni aventi carattere generale di organizzazione delle negoziazioni nella Borsa valori, i poteri e le funzioni aventi specifica rilevanza nell'ambito del sistema telematico della Borsa valori e, infine, i poteri e le funzioni inerenti alla scelta dell'indice di borsa relativo ai contratti uniformi a termine ed alla sua gestione.

Con riferimento al primo ambito di attività, la Commissione ha delegato al Consiglio il potere di determinare gli importi minimi negoziabili in borsa per ciascun titolo quotato, stabilendo altresì i criteri di valutazione da adottare e prevedendo che, ove venga esercitata tale discrezionalità, sia data anticipata comunicazione al mercato. Medesimo potere è stato poi esteso anche ai titoli negoziati nel mercato ristretto.

La Commissione, inoltre, ha delegato al Consiglio la determinazione del controvalore minimo dei blocchi di ciascun valore mobiliare quotato in borsa o negoziato al mercato ristretto, stabilendo che questo debba essere determinato con riferimento al controvalore medio

giornaliero scambiato e comunque per un importo non inferiore a 500 milioni di lire.

Da ultimo, la Commissione, in occasione della revisione delle modalità di determinazione dei prezzi di compenso delle azioni e dei *warrant* quotati in borsa e negoziati a contante, attività già oggetto di delega al Consiglio nel corso del 1993, ha esteso tale facoltà anche alle obbligazioni convertibili negoziate a contante.

Nel corso del 1994 la Commissione, essendosi concluso il trasferimento delle negoziazioni, precedentemente effettuate alle grida, sul sistema telematico delle Borse valori, ha ritenuto opportuno delegare al Consiglio di borsa alcuni poteri e funzioni specificatamente inerenti allo svolgimento delle negoziazioni telematiche.

In particolare, la Commissione ha trasferito al Consiglio di borsa la gestione delle interruzioni delle negoziazioni causate da disfunzioni del sistema telematico, la cancellazione dei contratti ivi conclusi su richiesta motivata degli operatori contraenti, nonché l'individuazione, per ciascun valore mobiliare, della tempistica delle fasi di contrattazione.

Successivamente sono stati trasferiti al Consiglio ulteriori poteri e funzioni: in particolare, tra i più rilevanti, la sospensione temporanea delle negoziazioni nei casi di anomalie tecniche o di superamento delle percentuali previste di scostamento dei prezzi, la determinazione di dette percentuali, la sospensione temporanea degli operatori che ne facciano motivata richiesta, nonché la cancellazione dei contratti effettuati fuori mercato o aventi ad oggetto blocchi.

Con riferimento invece ai contratti uniformi a termine, in vista dell'avvio delle negoziazioni sul contratto *future* su indice di borsa, la Commissione ha ritenuto opportuno delegare al Consiglio di borsa, da un lato, l'individuazione delle caratteristiche dell'indice di borsa oggetto di contratti uniformi a termine, individuando alcuni principi a cui

attenersi nella scelta e, dall'altro, la relativa gestione e revisione periodica. In attribuzione di tale facoltà il Consiglio di borsa ha successivamente individuato il Mib30 quale indice di riferimento del relativo contratto *future*.

## GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

### 1. *L'ANDAMENTO DEL SETTORE*

#### *L'attività di negoziazione delle Sim*

Nel corso del secondo semestre 1993, le Sim hanno trattato valori mobiliari per un controvalore complessivo pari a 1.352.300 miliardi di lire, composto da operazioni aventi ad oggetto per il 76,5 per cento titoli di Stato, per il 13,4 per cento azioni, per il 6,4 per cento obbligazioni e per il 3,7 per cento altri titoli. Nel semestre successivo, le Sim hanno trattato valori mobiliari per un controvalore complessivo pari a 1.569.600 miliardi di lire, con un aumento del 16 per cento rispetto al semestre precedente; tale controvalore riflette per il 66 per cento operazioni su titoli di Stato, per il 20,2 per cento su titoli azionari, per il 4,5 per cento su obbligazioni e per il 9,3 per cento su altri valori mobiliari.

Le Sim offrono i propri servizi di negoziazione seguendo due modalità: per conto proprio, soddisfacendo le richieste di negoziazione della clientela attingendo dal proprio portafoglio titoli, e per conto di terzi, indirizzando gli ordini dei clienti sul mercato.

La tavola IV.1 riepiloga il numero di Sim ripartite secondo l'incidenza dei volumi negoziati per conto di terzi dalle stesse rispetto al totale delle negoziazioni effettuate, cioè sia per conto di terzi che per

conto proprio, in riferimento alle azioni, alle obbligazioni ed ai titoli di Stato.

Si osserva che, in entrambi i semestri, le azioni sono state prevalentemente trattate per conto terzi (il 76 per cento degli scambi ha seguito tale modalità nel secondo semestre 1993, l'83 per cento nel semestre successivo), mentre i titoli di Stato sono stati negoziati soprattutto per conto proprio (solo il 30 per cento sono stati trattati per conto di terzi nel secondo semestre 1993 ed il 16 per cento in quello successivo). In posizione intermedia si situano le negoziazioni di obbligazioni (in entrambi i periodi la percentuale degli scambi effettuati per conto di terzi è stata pari al 56 per cento).

Questi dati mostrano che gli intermediari negoziano azioni quotate quasi esclusivamente in qualità di *brokers*; gli scambi effettuati in conto proprio, invece, sono da ricondursi prevalentemente alla gestione del portafoglio di proprietà effettuati in contropartita di altri operatori qualificati o sul mercato.

Il motivo principale che contribuisce a spiegare il permanere della prevalenza delle modalità operative in conto terzi per il comparto azionario può ritrovarsi negli obblighi di concentrazione delle negoziazioni aventi ad oggetto titoli quotati (diversi dai titoli di Stato o garantiti dallo Stato), prescritti dall'art. 11 della legge 1/91. Infatti, le operazioni di compravendita aventi ad oggetto azioni quotate di proprietà delle Sim devono sempre essere concluse sul mercato regolamentato; le Sim possono porsi in contropartita diretta della clientela solo per gli ordini aventi ad oggetto blocchi di titoli (cfr. art. 11, comma 9), tenuto conto del divieto di effettuare le operazioni fuori mercato realizzando in proprio la cosiddetta «*best execution*» (cfr. art. 11, commi 2 e 5).

Peraltro, come risulta dai dati riportati nella tavola IV.2, le negoziazioni eseguite sul mercato dei «blocchi» non hanno costituito una

quota molto rilevante delle negoziazioni su titoli azionari quotati complessivamente effettuate dalle Sim del campione.

La tavola IV.2 descrive la ripartizione, per mercato di esecuzione, delle negoziazioni poste in essere rispettivamente su azioni ed obbligazioni quotate, cioè su titoli assoggettati ai citati obblighi di concentrazione.

Tali obblighi si riflettono nell'elevata quota di negoziazioni eseguite nei mercati regolamentati: borsa e mercato ristretto hanno assorbito una quota di scambi pari al 94,4 per cento circa del totale nel secondo semestre 1993 ed al 95,6 per cento nel primo semestre 1994.

Di contro, il mercato dei blocchi su titoli azionari non ha rappresentato una porzione molto ampia delle negoziazioni: meno del 4 per cento in entrambi i semestri considerati; la circostanza si ricollega alla specializzazione delle Sim che trattano azioni quotate nell'attività di negoziazione per conto di terzi e nella mancanza di *dealers* attivi su tali titoli, intermediari, questi ultimi, che dovrebbero essere i principali utilizzatori di tale particolare modalità di negoziazione.

Per quanto concerne le azioni quotate, le negoziazioni effettuate «fuori mercato», hanno rappresentato una quota molto bassa, circa l'1 per cento delle negoziazioni nel secondo semestre 1993, percentuale che si è fortemente ridotta nel semestre successivo: presumibilmente i costi di transazione derivanti dagli obblighi di autorizzazione e di segnalazione connessi a questa modalità di negoziazione ne scoraggiano l'utilizzo.

Si rileva, poi, che l'incidenza delle negoziazioni eseguite dalle Sim nel mercato ristretto è stata inferiore all'1 per cento; dato che deve essere messo in relazione con lo scarso spessore di questo mercato.

Le negoziazioni su titoli obbligazionari quotati sono state eseguite per il 54 per cento circa del totale su mercati esteri. Un'elevata percentuale delle operazioni su obbligazioni quotate sono state eseguite fuori mercato; le negoziazioni eseguite attraverso questa modalità hanno

rappresentato il 17 per cento dei volumi negoziati complessivamente nel secondo semestre del 1993 e più del 19 per cento nel semestre successivo. Si ritiene che il fenomeno dipenda dall'esenzione dagli obblighi di concentrazione concessa nell'art. 11, ultimo comma, per i titoli della specie garantiti dallo Stato (obbligazioni ENEL, FF.SS. etc.).

La tavola IV.3 consente di valutare il grado di concentrazione tra le Sim dell'attività di negoziazione nei comparti delle azioni, delle obbligazioni e dei titoli di Stato. Si riportano le quote di volumi negoziati, per ognuna delle 3 categorie di titoli considerate, rispetto al volume complessivamente negoziato in ciascuna categoria di titoli e il numero cumulato di Sim a cui tali quote si riferiscono.

Si evince che nel comparto azionario, sia nel secondo semestre del 1993 che nel primo semestre 1994, il grado di concentrazione è stato inferiore rispetto a quello riscontrato per le negoziazioni su obbligazioni e titoli di Stato. Con riferimento al primo semestre del 1994, 15 Sim hanno effettuato il 60 per cento del totale delle negoziazioni su titoli azionari (su un totale di 94 Sim attive in tale comparto), tale livello è stato raggiunto da soli 5 operatori nel comparto di titoli obbligazionari (su un totale di 113 Sim), e da soli 6 operatori su titoli di Stato (su un totale di 116 Sim).

Si evidenzia, in particolare, che in riferimento al 30 giugno 1994 una sola Sim ha trattato il 33 per cento del totale delle negoziazioni effettuate su titoli obbligazionari, mentre alla società *leader* nelle negoziazioni su azioni e titoli di Stato sono riferibili rispettivamente il 7 per cento ed il 24 per cento del totale degli scambi effettuati sulle relative categorie di valori mobiliari.

Sul mercato dei titoli azionari si registra quindi una minore concentrazione delle imprese che trova spiegazione con la prevalenza, già evidenziata, di modalità operative tipiche dei *brokers*, ovvero di negocia-

zioni effettuate per conto di terzi, rispetto a quanto risulta per le negoziazioni su titoli di Stato e obbligazioni.

Su tali mercati, infatti, si riscontrano con più frequenza le modalità operative tipiche dei *dealers*, i quali hanno l'esigenza di finanziare un magazzino di titoli adeguato. Il fabbisogno suppletivo di capitali costituisce una barriera all'entrata per i nuovi concorrenti che contribuisce a spiegare il diverso grado di concentrazione.

#### *L'attività di gestione patrimoniale degli intermediari*

Alla data del 31 dicembre 1993, il patrimonio aggregato gestito dalle Sim (si veda la nota metodologica delle Tavv. IV.1-IV.4) era di 7.575 miliardi (pari al 5,6 per cento del totale del patrimonio gestito da Sim, banche e fiduciarie); quello gestito dagli enti creditizi di cui erano disponibili i dati era di 109.655 miliardi (81,2 per cento); il patrimonio aggregato gestito dalle fiduciarie era invece pari a 17.821 miliardi (pari al 13,1 per cento). Nel semestre successivo si è registrato un'aumento del 21 per cento del patrimonio gestito complessivamente dalle tre categorie di intermediari considerate, passato da 135.051 miliardi a 163.965 miliardi. L'incremento ha interessato soprattutto le banche, che hanno portato la loro quota di mercato all'82,7 per cento del totale, a scapito delle fiduciarie, scese all'11,8 per cento; la quota delle Sim è invece rimasta stabile.

Il patrimonio gestito medio, calcolato come rapporto tra il patrimonio gestito ed il numero di contratti di gestione è risultato essere notevolmente superiore per le Sim (pari a 518 mln. ad entrambe le date) rispetto agli enti creditizi (240 mln. al 31 dicembre 1993 e 233 mln. al 30 giugno 1994) ed alle fiduciarie (169 mln. e 152 mln.).

Nella tavola IV.4 è riportato il numero cumulato rispettivamente di Sim, banche e fiduciarie a cui si riferiscono quote percentuali crescenti del patrimonio aggregato gestito dalle stesse. Si nota che, al 30 giugno 1994, il 60 per cento della massa gestita dalle Sim è riferibile ad 11 delle Sim appartenenti al campione considerato, mentre la stessa percentuale del patrimonio gestito complessivamente dalle banche e dalle fiduciarie si riferisce rispettivamente a 18 banche e 6 fiduciarie.

La quota di mercato più elevata dell'attività di gestione di patrimoni è pari al 15 per cento circa per le Sim; all'incirca la stessa quota è riscontrabile per l'impresa *leader* delle gestioni fiduciarie. Per quanto riguarda gli enti creditizi, il valore scende al 7,7 per cento del patrimonio aggregato gestito nel comparto. Il mercato delle gestioni patrimoniali delle banche appare quindi relativamente meno concentrato rispetto a quello delle Sim e delle fiduciarie.

La tavola IV.5 descrive la composizione del patrimonio dei terzi gestito dalle Sim e dalle società fiduciarie, in riferimento alle principali tipologie di valori mobiliari, alle date del 31 dicembre 1993 e del 30 giugno 1994. Le gestioni denotano una maggior rischiosità rispetto alle fiduciarie, che si sostanzia in un maggior peso percentuale dei titoli rappresentativi di capitale, azioni e quote, rispetto al totale degli investimenti effettuati.

#### *Alcuni dati caratteristici dell'operatività*

Nel mese di novembre 1993 la Commissione ha avviato un'indagine, attraverso la richiesta di compilazione di un questionario, al fine di acquisire dagli intermediari autorizzati elementi conoscitivi circa lo stato di adempimento degli obblighi di registrazione degli ordini e delle

operazioni di cui al «sistema dati di vigilanza per la correttezza» (delibera 5389/91).

Nel corso del 1994 sono state elaborate le risposte al menzionato questionario delle quali è stato possibile ottenere un primo profilo delle caratteristiche dell'operatività posta in essere dalle varie categorie di intermediari: Sim, banche e fiduciarie.

*Occorre tuttavia precisare che le informazioni del questionario in discorso non sono idonee ad essere poste in relazione con i volumi di operatività rivenienti dalle segnalazioni di vigilanza e pertanto mancano in questa sede gli elementi per fornire una misura dell'operatività posta in essere, ad esempio, per le singole categorie di clienti, utile ad individuare il diverso peso, in termini quantitativi e qualitativi dell'attività svolta dai vari operatori.*

Una prima caratteristica si riferisce alla distribuzione della clientela per i servizi di investimento tra le varie categorie di intermediari.

Le Sim hanno ancora un ruolo, complessivamente modesto nella struttura dell'intermediazione mobiliare come emerge dal confronto sulla numerosità dei clienti (Tav. IV.6).

Dalle informazioni sulla ripartizione della clientela per alcune principali tipologie di soggetti qualificati, emerge il peso ridotto, in termini di numero, degli operatori cosiddetti qualificati (attività all'ingrosso). L'attività delle Sim è indirizzata verso questo comparto in maniera significativamente superiore rispetto a banche e fiduciarie, a conferma di un'operatività rivolta ad un numero di clienti certamente più esiguo ma di più elevata dimensione.

Peraltro, una parte dell'attività è derivante dai clienti delle banche (la maggioranza dei clienti qualificati delle Sim risulta essere di estrazione bancaria) in conseguenza delle norme di concentrazione degli affari e del divieto di operare direttamente sul mercato per le banche.

L'operatività delle fiduciarie, rivolta quasi esclusivamente a persone fisiche, risulta caratterizzata, come si vedrà meglio di seguito, da una maggiore attenzione alle esigenze della clientela.

Per quanto riguarda l'attività di raccolta ordini svolta dalle banche, si osserva che le operazioni trovano esecuzione prevalentemente sul mercato telematico e presso la Borsa Valori di Milano (complessivamente l'86,6 per cento del totale). Come già accennato, l'esecuzione di tali operazioni avviene attraverso l'attività di negoziazione svolta dalle società di intermediazione mobiliare, alle quali le banche medesime trasmettono gli ordini. Rapportando, quindi, il numero delle operazioni svolte dalle banche presso la Borsa Valori di Milano e sul mercato telematico nell'ambito dell'attività di raccolta al numero complessivo di operazioni eseguite dalle Sim nell'ambito della negoziazione, si ricava che circa il 49,6 per cento dell'attività di negoziazione delle Sim è svolta per conto di clienti di estrazione bancaria. Tale stima, peraltro, rappresenta un'approssimazione per difetto dell'attività di negoziazione svolta dalle Sim per conto delle banche in quanto, come accennato, è stato considerato solo un campione di banche tra quelle che svolgono attività di raccolta ordini.

La maggior parte (55,8 per cento) degli ordini raccolti sul mercato nazionale dalle Sim ha poi trovato esecuzione su altri mercati esteri (ciò avviene, per le banche, solamente nello 0,1 per cento dei casi). Si evidenzia, infine, una discreta presenza di operazioni *futures* su titoli tra le operazioni delle Sim (8,1 per cento; cfr. Tav. IV.7).

Con riferimento all'attività di negoziazione, si osserva che le banche operano quasi esclusivamente fuori mercato (il 90,6 per cento delle operazioni), ponendosi prevalentemente come controparte diretta, in conseguenza dei noti vincoli istituzionali (le operazioni eseguite dalle

Sim fuori mercato rappresentano invece il 7,5 per cento del totale; cfr. Tav. IV.8).

Le banche svolgono per l'86,7 per cento operazioni a contante, concernenti principalmente titoli obbligazionari, contro il 30,2 per cento delle Sim. Queste ultime svolgono principalmente attività di compravendita a termine (58,6 per cento dei casi contro lo 0,7 per cento delle banche), riferita ai titoli azionari. Si segnala, infine, la pressoché totale assenza di operazioni a premio.

*Dall'esame dei dati relativi alle operazioni eseguite nell'ambito dell'attività di gestione risulta, sia per le Sim che per le banche, una accentuata polarizzazione dell'attività di investimento effettuata per conto dei patrimoni dei clienti (Tav. IV.9). Infatti, le banche che effettuano la propria attività di negoziazione prevalentemente in proprio e fuori mercato orientano su questo tipo di operatività anche l'attività di gestione di patrimoni (l'84,5 per cento degli ordini trasmessi dai gestori delle banche è stato eseguito fuori mercato ed ha riguardato per il 95,4 per cento dei casi operazioni a contante su titoli, tipicamente titoli a reddito fisso); analogamente, per quanto riguarda le Sim, la polarizzazione si ha sulle operazioni eseguite in borsa o sul telematico (con un incidenza sul totale delle operazioni eseguite pari al 64 per cento). I dati relativi alle fiduciarie, di contro si presentano più bilanciati come mercati di esecuzione (il 43,8 per cento delle operazioni è eseguita fuori mercato e il 40,8 per cento sul mercato telematico e in borsa).*

Dalle analisi risulta, pertanto, che qualora l'attività di gestione sia svolta da un intermediario polifunzionale (banche e Sim) si evidenzia una forte corrispondenza tra le scelte di investimento operate dalla struttura di gestione e l'attività di negoziazione svolta dalla struttura di negoziazione interna. Per le banche, il fenomeno assume dimensioni tali da ipotizzare quasi un rapporto di dipendenza tra l'attività di gestione e quella di negoziazione. Ciò può essere interpretato sia come una scarsa autonomia del gestore nelle proprie scelte di investimento, malgrado esistano specifiche disposizioni per la separazione organizzativa e contabile tra le attività di gestione e di negoziazione; sia come una sorta

di integrazione verticale che si realizza presso gli intermediari polifunzionali che concentrano la propria attività di intermediazione, sia essa negoziazione che gestione di patrimoni, negli ambiti nei quali hanno sviluppato una maggiore specializzazione.

Da ultimo, si osserva che l'impiego dei parametri di prezzo, tempo, quantità ed esecuzione nel conferimento degli ordini risulta piuttosto difforme tra gli intermediari anche in relazione al tipo di attività svolta (Tav. IV.10).

Nello svolgimento dell'attività di raccolta ordini, il comportamento degli intermediari rispetto all'impiego di tali parametri è apparso omogeneo e piuttosto elevato: il parametro prezzo è stato inserito nel 78,8 per cento degli ordini impartiti dalle Sim (79,2 per cento nel caso delle banche) e quello di esecuzione nell'86,2 per cento (82,1 per cento per quanto riguarda le banche). Evidentemente, la trasmissione degli ordini ad altri intermediari per la loro esecuzione rende spesso indispensabile l'indicazione dei parametri specifici.

Diversamente, nell'ambito dell'attività di negoziazione, l'impiego dei parametri ha riguardato maggiormente le Sim rispetto alle banche, coerentemente con la predominante attività in conto proprio svolta da queste ultime, in cui il conferimento dell'ordine e l'esecuzione dell'operazione sono contestuali e le condizioni sono generalmente predefinite nell'offerta.

Con riferimento all'attività di gestione patrimoniale, infine, risulta che sono i gestori delle società fiduciarie a trasmettere gli ordini più precisi (in termini di esplicitazione di parametri per ciascuna tipologia di ordini) ai negoziatori ed ai raccoglitori di ordini rispetto ai gestori delle altre categorie di intermediari.

*La struttura del settore*

La struttura del settore degli intermediari mobiliari viene di seguito analizzata sotto tre aspetti: localizzazione geografica, tipologia dell'azionista di controllo e dimensione delle strutture operative misurate dal numero dei dipendenti.

Nella tavola IV.13 si dà conto della ripartizione regionale delle Sim.

Il raffronto con i dati relativi agli anni precedenti conferma la progressiva tendenza alla contrazione delle Sim presenti nelle regioni Lombardia, Piemonte e Lazio, mentre la situazione nelle altre regioni, pur presentando quasi sempre - ad eccezione per i dati riferiti alla Toscana - un decremento del numero di Sim aventi ivi sede, registra variazioni di scarso rilievo.

Con riferimento al 31 dicembre 1994, la presenza più consistente, in termini percentuali, delle Sim risulta in Lombardia (con il 65 per cento), nel Lazio (con il 10 per cento), nel Piemonte, nell'Emilia Romagna e nella Toscana (con il 5 per cento). Confermando i dati relativi agli anni precedenti non si rileva la presenza di Sim in talune regioni centro/meridionali (Abruzzi, Basilicata, Calabria, Marche, Molise, Sardegna, Umbria), nonché in Valle d'Aosta.

In merito, analoghe considerazioni possono essere effettuate osservando la tavola IV.14 che mostra la distribuzione regionale delle società fiduciarie. I dati evidenziano che circa il 62 per cento delle società ha sede in Lombardia, l'11 per cento in Toscana, seguono l'Emilia Romagna e il Lazio con il 9 per cento ciascuna. La regione che ha registrato il maggior numero di cancellazioni è risultata essere la Lombardia. Infatti, delle complessive 8 società fiduciarie cancellate nel 1994, 6 avevano sede in Lombardia, 1 in Piemonte e 1 in Emilia Romagna.

Nella tavola IV.15 viene riportata la ripartizione delle Sim secondo la tipologia dell'azionista di controllo alla data del 31 dicembre 1994. I dati in esame evidenziano come l'assetto azionario delle Sim, con riferimento alle partecipazioni di controllo, non ha subito nel corso del 1994 cambiamenti significativi.

Si nota una diminuzione, rispetto al 1993, dell'incidenza nell'assetto proprietario delle Sim dei gruppi bancari (italiani ed esteri) e dei gruppi assicurativi italiani. Di rilievo, la presenza di 25 società estere in qualità di soci di controllo di Sim iscritte all'Albo. Risultano invece ulteriormente diminuite, rispetto agli anni precedenti, le partecipazioni azionarie di controllo nelle Sim detenute da persone fisiche. Si conferma, infine, la progressiva tendenza alla diminuzione della presenza nella compagine azionaria degli agenti di cambio.

Anche il settore delle società fiduciarie non ha subito variazioni di rilievo rispetto agli anni precedenti (cfr. Tav. IV.16). Le società fiduciarie sono controllate per il 33 per cento da banche, per il 15 per cento da società estere e per il 17 per cento da persone fisiche.

Nella tavola IV.17 le Sim vengono ulteriormente classificate in ragione del numero dei dipendenti. Allo scopo sono state individuate 5 fasce all'interno delle quali, in relazione alla dimensione degli organici delle Sim, si individuano società con strutture più o meno complesse, da 30 a 60 dipendenti, e società con un livello minimo di risorse, da 1 a 5 dipendenti. Con riferimento alle Sim con strutture particolarmente semplici può essere utile osservare come ciò si giustifichi, in alcuni casi, con il coinvolgimento a livello operativo degli amministratori della società. Dal raffronto con i medesimi dati riferiti all'anno precedente risultano sensibilmente diminuite le Sim, appartenenti all'ultima fascia, caratterizzate da una struttura organizzativa minimale, mentre risultano

relativamente stazionarie le percentuali relative alle Sim organizzativamente più articolate.

L'analisi condotta sulla struttura organizzativa delle società fiduciarie ha evidenziato una concentrazione (circa il 75 per cento) delle società che si avvalgono di un numero di dipendenti compreso tra 1 e 10: in particolare, circa il 50 per cento presenta un organico inferiore a 5 dipendenti.

Anche per le fiduciarie, le ragioni di tale esiguo assetto organizzativo si spiegano, in parte, con il coinvolgimento a livello operativo degli amministratori ed in parte con l'utilizzo di personale in prestito da altre società appartenenti al medesimo gruppo.

## 2. *L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA*

### *Il regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare*

Con la delibera 8850 del 9 dicembre 1994 la Commissione ha adottato, d'intesa con la Banca d'Italia, il nuovo regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare.

Nell'introdurre la descrizione delle principali innovazioni e modificazioni apportate alla disciplina regolamentare, va ricordato che la legge 1/91, relativamente alle regole di comportamento, si è limitata a fissare i principi normativi generali ed ha lasciato ai regolamenti della Consob il compito di dettare la normativa attuativa ed applicativa di tali principi. Ciò in quanto il mercato mobiliare ed i servizi che sullo stesso sono offerti e prestati dagli intermediari costituiscono per loro stessa natura un settore in continua evoluzione e pongono costantemente

problemi di regolamentazione cui solo le autorità di settore possono far fronte. Lo strumento del regolamento appare, in questo campo, il più appropriato perché la disciplina ivi contenuta può essere integrata o modificata per far fronte alle evoluzioni del mercato e dell'attività degli intermediari che vi operano.

Proprio sulla base di tali presupposti, la Consob ha iniziato, sin dal 1992, un'opera di revisione, in numerosi ambiti anche con il concorso delle Associazioni rappresentative degli intermediari, della normativa emanata in attuazione della legge 1/91. In tale contesto si inserisce il nuovo regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare.

L'obiettivo a cui si è ispirata la revisione è l'eliminazione dei vincoli burocratici imposti all'attività degli intermediari.

In questo ambito si ricordano tra gli altri:

- l'abolizione delle disposizioni che imponevano agli intermediari di inserire in un apposito documento (la cosiddetta «scheda cliente») le informazioni sulla situazione finanziaria e gli obiettivi di investimento della clientela e di conservare tale documento unitamente al contratto scritto. Da tale eliminazione consegue una maggiore libertà organizzativa dell'intermediario che potrà procedere all'acquisizione, conservazione ed utilizzazione delle informazioni stesse secondo le proprie autonome scelte di organizzazione interna;
- l'ampliamento della categoria degli investitori qualificati e delle disposizioni che non trovano applicazione nei rapporti tra questi e gli intermediari autorizzati. Quanto ai primi sono stati inclusi nella categoria i fondi pensione, i fondi immobiliari, gli emittenti valori mobiliari ammessi alle negoziazioni su mercati italiani ed esteri, le società finanziarie e le persone fisiche in possesso di un'approfondita conoscenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari. Quanto alle

disposizioni regolamentari che non si applicano alle categorie degli investitori qualificati meritano di essere segnalate quelle in tema di contratto scritto tra le parti, di informazione sulle operazioni eseguite, di esecuzione degli ordini alle migliori condizioni possibili, di limiti all'investimento nell'ambito dell'attività di gestione di patrimoni in titoli non quotati, in pronti contro termine e in primi e strumenti derivati;

- la possibilità riconosciuta agli intermediari gestori di emettere ordini cumulati per conto di più clienti gestiti e di operare sul mercato dei blocchi. Tali facoltà, già in precedenza ritenute ammissibili, sono state esplicitamente previste nel testo del nuovo regolamento che contiene anche talune semplificazioni negli adempimenti amministrativi connessi alla trattazione degli ordini stessi;

- la semplificazione del contenuto del contratto con i clienti e l'eliminazione dell'obbligo di prestare il servizio di sollecitazione cosiddetto «a domicilio» esclusivamente sulla base di un apposito contratto con il cliente.

Il nuovo regolamento, oltre a semplificare, ha in numerosi casi anche innovato la disciplina, integrando le norme vigenti con quelle che l'esperienza di questi anni ha mostrato come necessarie. Così, in particolare, nel caso della disciplina delle reti di vendita, alle quali il precedente regolamento non dedicava alcuna disposizione specifica, si chiarisce che il rapporto di clientela si instaura sempre tra il risparmiatore e l'intermediario limitando l'ambito dei rapporti tra gli intermediari ed i promotori finanziari di cui si avvalgono.

Inoltre, i limiti di investimento imposti all'attività di gestione sono stati in taluni casi ulteriormente rafforzati (così, ad esempio, per ciò che attiene ai valori mobiliari non negoziati in mercati regolamentati), in taluni altri eliminati (come nel caso dei valori mobiliari emessi da Oicvm appartenenti al gruppo dell'intermediario gestore), in altri ancora (con

riferimento ai pronti contro termine, alle operazioni di vendita allo scoperto ed a quelle aventi ad oggetto premi e strumenti derivati) modificati nella natura «qualitativa» (riferiti ai valori mobiliari, alle controparti ed ai mercati), cercando nel contempo di indirizzare gli intermediari a ricorrere nello svolgimento della gestione a stretti criteri di prudenza e diligenza.

Modifiche sono state apportate altresì ai sistemi di controllo interno, dove, oltre a precisare che la normativa interna aziendale deve essere elaborata in modo da assicurare il rispetto delle disposizioni che disciplinano l'esercizio delle attività di intermediazione ed il funzionamento dei mercati, è stato introdotto l'obbligo di dotarsi di apposite procedure interne finalizzate alla ordinata e sollecita gestione ed archiviazione della corrispondenza, nonché alla pronta reperibilità della medesima. Ciò in quanto si è ritenuto che, da un lato, il giudizio sulla regolarità e correttezza di comportamento degli intermediari non possa prescindere dall'accertamento dell'adeguato disimpegno di tali incombenze aziendali e, dall'altro, l'accertamento stesso sia estremamente funzionale all'opera di controllo sia interno che delle autorità di vigilanza.

*Le norme di attuazione e gli orientamenti interpretativi della legge 1/91*

Relativamente alla legge 1/91, la Commissione ha affrontato numerose questioni interpretative e applicative, anche a seguito di quesiti specifici formulati dagli operatori.

Con riguardo, anzitutto, ai soggetti ai quali è riservato lo svolgimento in Italia delle attività di intermediazione mobiliare, la Commissione ha ribadito che l'offerta in Italia di servizi di intermediazione da parte di operatori esteri che non siano banche o società finanziarie comunita-

rie di emanazione bancaria, così come individuati nel Testo Unico bancario (d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385), deve ritenersi vietata. Il divieto in parola, si è ancora ribadito, verrebbe a spiegare i suoi effetti qualunque fosse la modalità della quale l'intermediario estero si avvalsesse per offrire in Italia il proprio servizio e, pertanto, anche se ai fini indicati ricorresse all'intervento di un intermediario autorizzato italiano.

Si è quindi ritenuto che l'apertura presso la sede sociale di una Sim di un ufficio di rappresentanza non consenta l'offerta in Italia dei servizi di intermediazione mobiliare prestati da un intermediario estero, tanto se tale attività si svolga presso l'ufficio, quanto se essa venga esercitata «fuori sede», con l'ausilio della rete di promotori finanziari facente capo alla Sim.

Nella medesima prospettiva, qualora una Sim di raccolta ordini ponga in essere con i clienti un contratto in base al quale sia l'esecuzione che il regolamento delle operazioni su titoli esteri avvengano direttamente tra il cliente della Sim e l'intermediario estero corrispondente, la Commissione ha ravvisato un'ipotesi di offerta in Italia di servizi di intermediazione da parte di un operatore estero.

La Commissione ha pertanto precisato che il rispetto, nell'offerta e nella prestazione in Italia di servizi di intermediazione mobiliare, delle disposizioni normative interne richiamate dall'art. 158 del citato d.lgs. 385/93 (T.U. bancario) è imposto, oltre alle banche e finanziarie di emanazione bancaria comunitaria, anche alle filiali estere di banche italiane.

Quanto, poi, alla nozione di valore mobiliare rilevante ai fini della legge 1/91, la Commissione ha precisato non rientrare nella medesima i contratti *futures* ed *options* su merci, compresi quelli che non prevedono la consegna materiale delle merci stesse. Diversamente, si è ritenuto che, a prescindere dalla configurazione giuridica delle accettazioni bancarie,

queste siano da ricondurre nel novero dei valori mobiliari ai fini dell'applicazione delle disposizioni di cui alla legge 1/91.

La Commissione ha, altresì, avuto modo di pronunciarsi nuovamente sulla nozione di pubblico rilevante ai fini dell'art. 2, comma 1, della legge 1/91, ribadendo che l'insieme delle società appartenenti al medesimo gruppo non costituisce "pubblico" nel senso indicato, trattandosi di categoria ben definita e circoscritta di soggetti che, pur formalmente distinti, costituiscono in senso economico una sola impresa.

Analogamente, si è confermato che l'attività di gestione patrimoniale avente ad oggetto valori mobiliari, qualora venga limitata alla realizzazione di un servizio di tesoreria accentrata delle risorse di società legate da un rapporto di gruppo, non integra la fattispecie di cui all'art. 2, comma 1, della legge 1/91, e può dunque essere svolta anche da una società non iscritta nell'albo delle Sim.

Per quel che attiene all'attività di negoziazione di valori mobiliari, sono state fornite indicazioni in materia di concentrazione delle operazioni sui mercati regolamentati. Le disposizioni in parola, si è precisato, non impediscono il soddisfacimento delle ragioni della clientela, mediante operazioni eseguite fuori mercato, in presenza di errori compiuti dagli intermediari stessi nell'esecuzione degli ordini.

La Commissione, in relazione alle recenti operazioni di privatizzazione, ha poi avuto modo di pronunciarsi circa il comportamento che deve tenere l'intermediario collocatore, in occasione di offerte pubbliche di sottoscrizione o di vendita, nei confronti dei risparmiatori i quali, non avendo già in essere un contratto di intermediazione mobiliare, presentino richieste di acquisto di valori mobiliari oggetto delle predette offerte.

Nella specie, si è ritenuto che, una volta che il cliente abbia sottoscritto il modulo recante il contratto di collocamento (oltre che, naturalmente, la scheda di sottoscrizione o di acquisto), l'intermediario,

ai sensi dell'art. 1327 c.c., possa procedere alla immediata acquisizione della domanda di adesione all'offerta pubblica, senza necessità di attendere la formale accettazione da parte della struttura a ciò preposta, che pure dovrà seguire nei tempi tecnici necessari. Restano, in tal modo, evitate alterazioni nell'ordine cronologico delle adesioni alle offerte pubbliche a scapito degli investitori che non siano clienti abituali dell'intermediario collocatore.

Con riferimento all'attività di gestione patrimoniale, la Commissione ha, principalmente, escluso la possibilità per gli intermediari gestori di delegare lo svolgimento dell'attività, anche solo limitatamente ad alcune categorie di valori mobiliari, ad intermediari terzi, italiani od esteri.

Quanto, poi, alle modalità di svolgimento dell'attività in oggetto, la Commissione ha confermato la possibilità che un cliente conferisca ad una Sim un mandato a gestire un conto ed un *dossier* titoli aperti a suo nome presso una banca, impartendo a quest'ultima le disposizioni relative alle operazioni da effettuare. Si è, peraltro, precisato che gli obblighi di informazione e rendicontazione della clientela gestita incombono esclusivamente sull'intermediario che intrattiene il rapporto di gestione con il cliente. Ne consegue che la Sim può avvalersi della banca depositaria per ciò che attiene alla predisposizione ed all'invio della documentazione in parola, ma è comunque tenuta a verificarne il contenuto e ad operare in modo che la documentazione medesima sia ad essa stessa società chiaramente imputabile.

Analogamente, la Commissione ha ammesso la possibilità, per un cliente, di conferire ad una Sim un mandato a gestire un conto e un dossier titoli intestati fiduciariamente ad una società non iscritta nella sezione speciale dell'albo di cui all'art. 3 della legge 1/91. In tal caso,

nell'esecuzione delle disposizioni impartite dalla Sim di gestione è consentita, alla fiduciaria, la sola movimentazione dei titoli e dei fondi.

Quanto al contratto di gestione previsto dall'art. 8, comma 1, lett. d), della legge 1/91, si è ritenuto che una corretta applicazione della disciplina impedisca di inserire pattuizioni comportanti l'assoggettamento del diritto di recesso dei clienti ad un obbligo di preavviso. Il recesso costituisce infatti un'ipotesi di recesso straordinario, tale da incidere, quindi, anche su rapporti a tempo determinato, per evidenti ragioni di tutela del cliente, tesa a favorire lo scioglimento immediato ed incondizionato del vincolo che il cliente stesso non ritenga più opportuno conservare.

La Commissione si è anche pronunciata in tema di società fiduciarie non iscritte all'albo delle Sim, ammettendo che le stesse possano concludere contratti per la negoziazione di valori mobiliari con intermediari autorizzati all'esercizio di tale attività al fine di eseguire operazioni coerenti con l'impegno contrattuale di procedere alla mera amministrazione di valori appartenenti alla clientela.

Per quel che attiene all'attività di raccolta di ordini di acquisto e vendita di valori mobiliari, e con specifico riferimento alle operazioni da eseguire in mercati esteri, la Commissione ha evidenziato come nulla imponga che l'intermediario raccogliitore debba obbligatoriamente fungere da tramite nel trasferimento dei valori mobiliari e dei fondi che il cliente deve consegnare all'intermediario negoziatore ovvero ricevere dal medesimo.

L'intermediario raccogliitore potrà dunque concordare la modalità operativa di regolamento delle operazioni ritenuta più opportuna, all'unica condizione che detta modalità non configuri un meccanismo di offerta in Italia dei servizi dell'intermediario negoziatore estero in violazione dei divieti posti dall'ordinamento italiano.

Chiarimenti sono stati forniti anche in relazione all'attività di vendite a domicilio di valori mobiliari di cui all'art. 1, comma 1, lett. f), della legge.

In particolare, la Commissione ha poi precisato che la garanzia, in forma assicurativa o fideiussoria, prevista dall'art. 18 *ter* della legge 216/74 e dall'art. 16 del regolamento 5386/91 deve essere stipulata a copertura dei danni che possono essere cagionati ai clienti non solo dai promotori finanziari ma in generale da chi, a qualunque titolo, opera nell'interesse dell'intermediario autorizzato all'esercizio dell'attività in parola, e cioè da chi svolge mansioni riconnesse non solo all'esercizio dell'attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. f), ma anche all'esercizio di attività consentite all'intermediario per effetto dell'autorizzazione rilasciatagli, tra le quali quelle concernenti il collocamento di prodotti e servizi diversi dai valori mobiliari e dai servizi di intermediazione mobiliare.

Inoltre qualora l'attività di promozione dei servizi di intermediazione abbia luogo esclusivamente a mezzo di messaggi pubblicitari e, pertanto, senza alcun contatto personale con il cliente, la Commissione ha ritenuto non applicabili le disposizioni di cui alla legge 1/91 ed ai relativi regolamenti di attuazione in tema di offerta dei propri servizi di intermediazione fuori della propria sede e di promotori finanziari.

### 3. *L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA E I CONTROLLI*

#### *L'autorizzazione all'operatività*

Nel corso del 1994 ha trovato piena applicazione la disciplina

regolamentare emanata dalle Autorità di controllo in attuazione delle disposizioni di cui alla legge 1/91.

Il 31 dicembre 1993, infatti, ha avuto termine il periodo transitorio, previsto dall'art. 2, comma 3, del regolamento emanato dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, il 2 luglio 1991, utile ai fini dell'adeguamento dei minimi di capitale versato dalle Sim per lo svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare.

In vista di tale scadenza, come anche accennato nella precedente Relazione annuale, nel mese di dicembre 1993 è stata avviata una indagine ricognitiva al fine di accertare il possesso del requisito del capitale minimo da parte delle Sim e delle società fiduciarie autorizzate all'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare.

Dall'esame delle comunicazioni pervenute alla Consob in riscontro di quanto richiesto è risultato che agli inizi del 1994 il 17,4 per cento circa degli intermediari autorizzati (57 su di un totale complessivo di 326 soggetti) non aveva proceduto ad adeguare il proprio capitale sociale ai livelli minimi richiesti dalla normativa vigente.

Alla data del 31 dicembre 1993 risultavano iscritte all'Albo 267 Sim, di cui 218 con capitale adeguato e 49 con capitale inadeguato, e 59 società fiduciarie di cui 52 con capitale adeguato e 7 con capitale inadeguato.

Con riferimento alle società con capitale inferiore ai minimi regolamentari occorre, peraltro, tenere conto del fatto che, a quella data, per talune di esse (8 Sim e 1 società fiduciaria) la Consob aveva avviato il procedimento di cancellazione dall'Albo.

Poiché il possesso, da parte degli intermediari in discorso, di un adeguato livello di capitale sociale costituisce, ai sensi dell'art. 3, comma 2, lett. a), della legge 1/91, requisito indispensabile per il mantenimento dell'iscrizione all'Albo Sim, nei confronti delle 48 società sottocapitalizza-

te (escludendo ovviamente quelle in corso di cancellazione) è stata attivata la procedura di cancellazione.

Detta norma, come noto, prevede che la Consob sentiti gli amministratori delle società, fissi un termine non superiore a 6 mesi per la ricostituzione del requisito mancante, irrogando se del caso, la sanzione della sospensione.

La disposizione in esame stabilisce inoltre che venga disposta la cancellazione dall'Albo della società in questione nel caso in cui quest'ultima lasci decorrere inutilmente il termine fissato. Delle società in questione 2 non hanno provveduto ad adeguare il capitale sociale ai minimi regolamentari entro i termini fissati dalla Commissione: per entrambe si è proceduto alla cancellazione dall'Albo Sim. Il provvedimento di cancellazione è stato peraltro avviato. In 7 casi la cancellazione è stata formalizzata nel corso dell'anno, mentre in 1 caso il provvedimento è stato adottato nei primissimi giorni del 1995.

La maggior parte delle società risultate sottocapitalizzate, per un totale di 41 soggetti (circa l'83 per cento) ha comunque provveduto all'adeguamento del capitale sociale entro il termine fissato dalla Commissione.

In concomitanza dell'indagine ricognitiva sugli esiti della quale si è appena riferito, si è inoltre proceduto a richiedere alle Sim, che alla fine del 1993 risultavano inattive o parzialmente attive, di fornire ogni utile chiarimento in merito ai programmi di avvio delle attività non ancora rese operative con particolare riguardo ai tempi previsti per la realizzazione dei medesimi.

Al riguardo è opportuno soggiungere che nel vigente sistema normativo il mancato esercizio, da parte dei soggetti autorizzati, delle attività di intermediazione mobiliare non costituisce motivo di revoca delle autorizzazioni rilasciate.

Ciò premesso, al 31 dicembre 1994 soltanto il 41 per cento circa delle Sim iscritte all'Albo risultava totalmente operativo, mentre il 54 per cento risultava aver parzialmente avviato l'attività ed il 5 per cento circa risultava non operativo.

Con riferimento al numero complessivo delle società che al 31 dicembre 1994 risultavano iscritte all'Albo Sim, sotto un profilo generale, può osservarsi come nel corso dell'anno in commento si sia confermata la tendenza, peraltro già nettamente emersa nei periodi precedenti, alla diminuzione del numero dei soggetti iscritti all'Albo medesimo.

Rispetto al 31 dicembre 1993 si è infatti registrata una contrazione dei soggetti iscritti pari all'11 per cento. Passando a considerare il primo anno di attività degli intermediari in questione la diminuzione, in termini percentuali, si attesta intorno al 16 per cento.

Di contro si è registrato un aumento, seppure relativamente contenuto se confrontato con i dati relativi all'anno precedente, del numero delle società nei confronti delle quali è stata disposta la cancellazione dall'Albo Sim.

Nell'anno in rassegna sono state adottate 12 delibere di iscrizione all'Albo in rapporto alle 16 adottate nel 1993 (cfr. Tav. IV.19).

Nei confronti di 32 società, quattro in più rispetto al 1993, è stata invece disposta la cancellazione dall'Albo Sim.

Al riguardo si sottolinea che tale ultimo dato, comprensivo anche dei provvedimenti di cancellazione di cui sopra si è riferito, esclude i 9 casi nei quali la cancellazione è stata disposta a cura della Consob in esito a decreto emanato dal Ministro del tesoro, ai sensi dell'art. 13, comma 5, della legge 1/91.

Ciò posto, i dati relativi alle cancellazioni dall'Albo Sim (per un totale complessivo di 41 soggetti), intervenute nel corso del 1994, riguardano, oltre ai 9 casi già menzionati, 23 casi di cancellazione, su

istanza di parte, in esito alla decisione degli organi societari di procedere allo scioglimento anticipato della società ovvero alla modifica della forma giuridica e/o dell'oggetto sociale, 5 casi di cancellazione a seguito di fusioni con altre Sim, ovvero in esito a conferimento ad altri intermediari autorizzati dei rami aziendali riguardanti l'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare, 5 casi di cancellazione intervenuti a seguito di procedure sanzionatorie avviate dalla Consob.

Oltre ai provvedimenti di iscrizione e di cancellazione di Sim dal relativo Albo dei quali si è appena riferito, nel corso dell'anno la Commissione ha deliberato in merito a ulteriori 46 istanze presentate dalle società di intermediazione mobiliare aventi ad oggetto richieste di estensione dell'autorizzazione all'esercizio di ulteriori attività (30) e richieste di revoca dell'autorizzazione allo svolgimento di attività già autorizzate (16).

Relativamente al tipo di attività di intermediazione mobiliare svolte dalle Sim i dati riportati nella tavola IV.21 evidenziano come nel 1994, a differenza degli anni precedenti, l'attività di raccolta di ordini di cui all'art. 1, comma 1, lett. d), della legge 1/91, abbia rappresentato l'attività di intermediazione in assoluto più significativa con riferimento al numero delle Sim dalle quali viene esercitata.

Dal raffronto dei dati in questione con quelli relativi ai periodi precedenti (cfr. Tav. IV.12) emerge inoltre una netta diminuzione (stimabile intorno al 18 per cento) del numero delle Sim autorizzate, tra l'altro, all'esercizio dell'attività di negoziazione.

Infatti, al 31 dicembre 1994 risultano autorizzati, tra l'altro, alla negoziazione 137 soggetti rispetto ai 168 soggetti censiti al 31 dicembre 1992.

Da un esame più approfondito dei dati a disposizione, riferiti al 1994, risulta la presenza di un numero relativamente consistente di Sim

autorizzate alla raccolta di ordini (pari all'80 per cento circa del totale delle Sim iscritte all'Albo) e, immediatamente dopo, di Sim autorizzate allo svolgimento dell'attività di consulenza in materia di valori mobiliari (pari al 61 per cento circa delle Sim iscritte). L'autorizzazione a queste attività non è comunque esclusiva, ma raccolta ordini e consulenze sono da considerarsi attività accessorie rispetto alle altre.

Un diverso ordine di tendenza, di contro, emerge dal confronto tra i dati in commento e quelli riferiti agli enti creditizi autorizzati dalla Banca d'Italia all'attività di negoziazione riportati nella tavola IV.11.

Nel periodo di riferimento risultano infatti essere state autorizzate, rispetto al 1992, 28 ulteriori banche italiane.

La progressiva diminuzione dei soggetti iscritti all'Albo Sim può essere motivata, in parte, considerando l'elevata incidenza dei costi di struttura, che non sempre i ricavi da commissioni sono in grado di coprire.

Occorre altresì considerare che l'obbligo di adeguamento del capitale sociale ai limiti minimi regolamentari ha comportato per alcune società la rinuncia all'esercizio dell'attività; in altri casi la rinuncia è stata la conseguenza di riassetti organizzativi determinatisi all'interno di gruppi societari, finalizzati al raggiungimento di una migliore razionalizzazione dei costi di gestione, nonché di una maggiore competitività sul mercato.

Per le stesse motivazioni, nel corso del 1994, 5 società fiduciarie hanno chiesto la cancellazione dalla sezione speciale dell'Albo (Tav. IV.20).

Nella tavola IV.20 è stato altresì riportato il numero dei provvedimenti di cancellazione adottati con decreto del Ministro del tesoro nei confronti di società fiduciarie, a seguito della conclusione di procedimenti sanzionatori aperti nel corso del 1994.

Al 31 dicembre 1994, non essendo pervenute domande di nuove

iscrizioni, risultavano iscritte, alla sezione speciale dell'Albo, 51 società fiduciarie. Di queste società, alla medesima data, 1 non aveva ancora avviato l'attività.

Inoltre, con riguardo all'attività svolta, si rappresenta che nella relazione per l'anno 1993, si è riferito in merito al processo di dismissione, da parte delle società fiduciarie iscritte alla sezione speciale dell'Albo delle Sim, degli incarichi di amministrazione fiduciaria tradizionale (cosiddetta statica) conferiti dalla clientela anteriormente all'entrata in vigore della legge 1/91.

Con il 1994 tale processo di dismissione ha trovato piena attuazione, ad eccezione del caso di una sola società fiduciaria che nel corso dell'anno in esame risultava non aver estinto l'unico contratto di amministrazione fiduciaria ancora in essere.

#### *L'attività ispettiva e sanzionatoria nei confronti degli intermediari*

Nel corso del 1994, la Commissione ha disposto complessivamente 75 accertamenti ispettivi nei confronti di soggetti sottoposti alla potestà ispettiva della Commissione stessa. Al riguardo va sottolineato che oltre la metà degli accertamenti ha interessato gli intermediari mobiliari.

Inoltre, a seguito di un protocollo d'intesa stipulato con l'Ufficio italiano dei cambi, gli accertamenti ispettivi di carattere generale nei confronti degli intermediari si sono estesi alle eventuali violazioni alle disposizioni in materia di antiriciclaggio. In questi casi l'attività ispettiva si è svolta con la collaborazione dei funzionari dell'Ufficio italiano dei cambi.

Nel corso del 1994 sono iniziati 60 accertamenti. La tavola IV.22 riporta l'attività ispettiva per categorie di soggetti negli anni 1993 e 1994.

Gli accertamenti ispettivi hanno riguardato pressoché lo stesso numero di soggetti tra gli operatori non bancari mentre si sono indirizzati fortemente sulle banche che nel corso del 1993 non erano stato oggetto di verifica ispettiva da parte della Consob.

L'attività ispettiva ha avuto carattere prevalentemente specifico pur essendo aumentato il numero di ispezioni effettuate con carattere generale.

Le ispezioni effettuate presso gli agenti di cambio hanno, ad esempio, avuto carattere generale in due casi nei quali si è proceduto ad accertare il complesso dell'organizzazione amministrativa e contabile nonché la corretta tenuta dei rapporti con la clientela. Negli altri casi si è trattato di ispezioni destinate all'accertamento di fatti specifici che hanno riguardato in modo particolare la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni di negoziazione effettuate per conto della clientela ed i rapporti operativi intrattenuti con alcune società di intermediazione mobiliare.

Le indagini ispettive effettuate nei confronti delle Sim e delle società fiduciarie hanno avuto il duplice scopo di accertare, in via generale, la conformità delle modalità di svolgimento delle attività autorizzate alle disposizioni normative, ed in particolare singole situazioni attinenti perlopiù lo svolgimento dell'attività di gestione di patrimoni. In due casi si è inoltre proceduto ad accertare la predisposizione dei dati e delle informazioni previsti dal sistema dati di vigilanza per la correttezza di cui alla delibera Consob 5389/91 e successive disposizioni integrative.

Le ispezioni effettuate presso le banche hanno riguardato per la maggior parte delle indagini (9 banche) la verifica del regolare svolgimento di operazioni di offerta pubblica di vendita.

Nei confronti delle restanti 5 banche, le verifiche ispettive disposte

hanno riguardato le modalità di svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare ed i rapporti intrattenuti dalle banche con le Sim ed i clienti.

A seguito dei suddetti accertamenti ispettivi, diversi sono stati i provvedimenti adottati dalla Commissione. Relativamente a 2 agenti di cambio la Commissione ha provveduto ad inviare formale lettera di contestazione a seguito di irregolarità emerse nel corso dell'attività ispettiva effettuata nei confronti dei suddetti.

Per quanto riguarda le società fiduciarie per 2 di esse la Commissione ha provveduto ad inoltrare al Ministro del tesoro la proposta di adozione di sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'art. 13, comma 3, della legge 1/91.

Nei confronti delle banche, in 7 casi la Commissione ha provveduto a contestare le irregolarità riscontrate, in un caso invece, a seguito di 2 diverse e successive verifiche ispettive, si è provveduto ad inoltrare al Ministro del tesoro, ai sensi dell'art. 13, comma 3, della legge 1/91, la proposta di adozione di sanzione amministrativa pecuniaria nonché l'invio di denuncia penale per ipotesi di violazione dell'art. 5, comma 2, del d.lgs. 86/92, per aver commercializzato in Italia azioni o quote di Oicvm non autorizzati.

Con riferimento all'attività ispettiva svolta nei confronti delle società di intermediazione mobiliare in due casi la Commissione ha disposto l'inoltro di altrettante denunce penali all'Autorità giudiziaria (cfr. Tav. IV.23).

Nella tavola IV.24 è riportata una sintesi dei procedimenti svoltisi nel periodo 1992 - 1994 che hanno comportato l'adozione di provvedimenti cautelari e di sanzioni amministrative nei confronti degli intermediari autorizzati.

In seguito all'avvio di procedimenti sanzionatori, in esito a

verifiche ispettive iniziate anche nel corso dell'anno precedente nei confronti degli intermediari autorizzati, la Commissione ha adottato nel 1994, 9 provvedimenti di sospensione cautelare della durata di sessanta giorni, ai sensi dell'art. 13, comma 2, della legge 1/91, nei riguardi di 8 Sim e 1 fiduciaria.

Nel dicembre del 1994 il Presidente della Commissione ha adottato un provvedimento urgente di sospensione cautelare di una Sim, ai sensi dell'art. 13, comma 1, della più volte citata legge 1/91.

Inoltre, congiuntamente all'adozione dei suddetti provvedimenti cautelari, la Commissione ha proposto al Ministro del tesoro lo scioglimento degli organi amministrativi ai sensi dell'art. 13, comma 6, lett. b), della citata legge 1/91. Con il provvedimento di scioglimento il Ministro del tesoro ha contestualmente nominato i commissari incaricati della gestione delle società in sostituzione dei disciolti organi amministrativi.

In 3 casi di accertate gravi irregolarità nella gestione delle società, su proposta della Consob, il Ministro del tesoro ha disposto la sospensione dall'Albo per un periodo di 4 mesi delle società stesse (di cui 2 Sim e 1 fiduciaria), ai sensi del comma 4 dell'art. 13 della legge 1/91.

Nel corso dell'anno la Commissione in due casi ha proposto al Ministro del tesoro lo scioglimento degli organi amministrativi delle società e la nomina di un commissario incaricato della gestione delle stesse senza adottare contestualmente un provvedimento di natura cautelare.

La Consob ha da ultimo provveduto, ai sensi del comma 5 del citato art. 13, alla cancellazione dall'Albo di 11 intermediari autorizzati (di cui 8 Sim e 3 fiduciarie), su disposizioni del Ministro del tesoro, a conclusione di procedimenti sanzionatori già avviati. In un caso la cancellazione è avvenuta di diritto, a seguito della dichiarazione

d'insolvenza della società.

*Le crisi di insolvenza degli intermediari*

I casi di commissariamento verificatesi nel corso del 1993 e del 1994 presentano alcuni aspetti comuni che hanno caratterizzato le crisi all'interno del settore dell'intermediazione mobiliare non bancaria.

Un primo aspetto riguarda l'attività di intermediazione mobiliare svolta dai soggetti sottoposti a procedura commissariale. L'attività che ha causato maggiori problemi è stata l'attività di gestione di patrimoni. In effetti, in più della metà dei casi gli intermediari commissariati sono stati sottoposti a procedimenti sanzionatori per le gravi irregolarità riscontrate nell'esercizio dell'attività di gestione. Negli altri casi si è trattato di Sim autorizzate all'attività di raccolta ordini e di sollecitazione al pubblico risparmio che, di fatto, svolgevano nei confronti della clientela attività di gestione di patrimoni. Questa ultima fattispecie è ancora più grave se si considera che l'attività di gestione patrimoniale simulata elude tutta la normativa regolamentare e di legge posta a maggiore tutela dei clienti in gestione, quali ad esempio rendicontazione trimestrale obbligatoria e le modalità di deposito dei beni dei terzi.

Un secondo elemento comune riguarda la tipologia dell'intermediario. La maggior parte dei soggetti commissariati ha svolto la propria attività nei confronti di clientela privata e gestito piccoli patrimoni. Una stima del valore medio gestito, effettuabile naturalmente solo prendendo in considerazione i soggetti effettivamente autorizzati all'attività di gestione, si attesta tra un minimo di 43 milioni ed un massimo di 88. Con tali ammontari l'attività di gestione risulta estremamente limitata a meno di non ricorrere ad investimenti del patrimonio in titoli non

quotati o di gestire in monte i beni affidati dalla clientela.

Dai dati su menzionati si evince che i soggetti entrati in crisi sono intermediari marginali all'interno del settore della gestione di patrimoni esercitata da intermediari non bancari; caratteristica comune a tutte le Sim e fiduciarie prese in considerazione è la loro esistenza, sempre in posizione marginale, nell'ambito dell'attività di intermediazione mobiliare precedentemente alla legge 1/91. In effetti i soggetti in questione sono stati prima della legge 1/91: commissionarie in titoli, commissionarie di borsa, fiduciarie dinamiche che sollecitavano il pubblico risparmio o società facenti capo a soggetti su menzionati. Il controllo azionario di queste Sim e fiduciarie è sempre riconducibile a persone fisiche che ricoprono anche incarichi amministrativi e che proprio in virtù della precedente esperienza nell'ambito dell'intermediazione mobiliare hanno ottenute quei requisiti di professionalità richiesti dalla legge e che costituiscono una delle deboli barriere all'entrata per l'iscrizione all'Albo.

L'esame delle modalità operative, che hanno portato alla crisi finanziaria dell'intermediario ed alla conseguente perdita dei patrimoni da parte dei risparmiatori, evidenzia anch'esso caratteristiche comuni tra i vari casi di commissariamento.

Se si escludono alcuni casi di gestione fraudolenta, intesa come appropriazione indebita dei mezzi finanziari dei clienti attraverso investimenti mai eseguiti o attraverso lo svolgimento di attività parallele da parte della Sim che da un lato effettuava la raccolta presso i risparmiatori e dall'altro destinava le risorse ad attività del tutto estranee all'intermediazione mobiliare, è possibile tipizzare l'operatività irregolare, posta in essere da questi intermediari, che ha portato alla crisi finanziaria.

L'obiettivo della menzionata operatività irregolare è quello di utilizzare i beni affidati da clienti (titoli e somme di denaro) all'intermediario per finanziarie società appartenenti al gruppo della Sim ovvero

società con le quali si sono stabiliti rapporti di affari. Lo strumento utilizzato per realizzare questo obiettivo è stato l'investimento in titoli emessi dal gruppo ovvero in titoli esteri emessi da soggetti collegati alla Sim da rapporti di affari. Si tratta evidentemente di titoli non quotati o trattati su circuiti esteri per i quali i requisiti di ammissione alla trattazione non garantiscono la qualità del titolo.

Il fattore determinante la crisi finanziaria verificatasi è pertanto l'indebitamento che queste Sim presentano nei confronti dei clienti. Tale indebitamento si genera a seguito dei contratti di deposito sottoscritti dalla clientela e diventa motivo di crisi in relazione a due aspetti dell'operatività: il mancato rispetto delle norme di separazione dei beni di pertinenza della clientela rispetto ai beni di proprietà dell'intermediario; l'impiego dei beni della clientela in titoli di scarso valore al fine di favorire terze parti generalmente connesse ai soggetti controllanti la Sim. Questo secondo aspetto è tipico delle crisi relative alle società fiduciarie dove la normativa è più rigida nei confronti della separazione dei beni dei clienti.

Nei casi in esame, qualora si fossero tenuti distinti i depositi di denaro e di titoli dei clienti da quelli di proprietà dell'intermediario, la crisi finanziaria determinata dalla difficile esigibilità dei crediti verso società del gruppo si sarebbe risolta con la liquidazione della società di intermediazione volontaria o forzata ma con conseguenze sui clienti limitate alla cattiva gestione, cioè ai soli investimenti di patrimonio in titoli di difficile realizzo, e non connesse alla indebita appropriazione di tutti gli altri beni affidati.

Un'ultima considerazione si può fare con riguardo alle ripercussioni che le crisi delle società di intermediazione mobiliare hanno provocato sul mercato finanziario. Nel complesso si può affermare che le conseguenze sono state molto modeste; sia perché non si è trattato di

intermediari negoziatori che presentando obbligazioni rispetto ad altre controparti di mercato avrebbero potuto porre problemi di equilibrio finanziario ad altri operatori, sia perché questi intermediari sono esposti finanziariamente nei confronti del sistema bancario in maniera molto esigua.

In esito alle dichiarazioni di insolvenza sopra menzionate è da segnalare l'intervento del Fondo nazionale di garanzia istituito, come noto, dall'art. 15 della legge 1/91 a tutela dei crediti vantati dai clienti nei confronti delle Sim e degli altri soggetti autorizzati in conseguenza dell'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare dagli stessi posta in essere.

Preliminarmente all'esposizione degli interventi effettuati dal Fondo si ritiene opportuno osservare come, dal punto di vista operativo, detti interventi, subordinati alla dichiarazione di insolvenza da parte dell'intermediario, sono soggetti agli specifici limiti previsti dalla normativa vigente (art. 15 della legge 1/91 e decreti del Ministro del tesoro del 30 settembre 1991 e del 25 marzo 1992).

Infatti, secondo quanto stabilito dall'art. 5, commi 3 e 4, del citato d.m. del 30 settembre 1991, il pagamento del Fondo è limitato al 25 per cento del credito complessivo di ciascun cliente, comprensivo degli interessi maturati alla data dell'accertamento dello stato di insolvenza. Il Fondo, inoltre, per ciascuna insolvenza, non rimborsa più del 40 per cento del valore del proprio patrimonio.

Ciò premesso, la tavola IV.26 riassume gli interventi che dovrebbero essere effettuati dal Fondo a seguito delle insolvenze verificatesi successivamente all'inizio dell'operatività del medesimo (1 settembre 1992). Dai dati in questione risulta che i crediti ammessi relativamente alle insolvenze ammontano a circa 215 miliardi e si riferiscono a circa 3.400 clienti. Gli interventi del Fondo dovranno commisurarsi a circa 45

miliardi a fronte di un patrimonio disponibile, alla data dell'1 gennaio 1995, al netto degli interventi indicati pari a circa 6 miliardi.

*Il controllo sull'attività di sollecitazione attraverso i promotori*

Anche il 1994 ha rappresentato un anno di intensa attività da parte della Consob e delle Commissioni regionali nel settore dei promotori di servizi finanziari.

In particolare, nell'anno in esame è proseguito lo stretto rapporto di collaborazione con le commissioni regionali per l'albo dei promotori, le quali hanno assicurato un costante ed efficace espletamento dei compiti e delle funzioni alle stesse attribuite dalla normativa vigente.

Al 31 dicembre 1994 risultavano iscritti all'Albo unico nazionale 21.390 promotori di cui 4.464 sono stati iscritti nel corso dell'anno in esame.

Le tavole da IV.27 a IV.29 riassumono, per tipo di provvedimento, l'attività svolta dalla Consob.

Con riferimento alla distribuzione territoriale, la tavola IV.30 mostra come la Lombardia e il Lazio continuino ad essere le regioni in cui si concentra il maggior numero di promotori. In Lombardia risulta iscritto il 16 per cento circa dei promotori, nel Lazio il 14.6 per cento. La Campania, l'Emilia Romagna, il Piemonte e il Veneto evidenziano percentuali che vanno dal 9 all'8 per cento, seguono la Puglia, la Sicilia e la Toscana che hanno registrato un numero di iscritti intorno al 6 per cento.

Nel 1994 la Consob ha assunto complessivamente 798 provvedimenti di cancellazione dall'albo. Una parte significativa dell'attività riguarda i provvedimenti di cancellazione adottati per mancato esercizio

dell'attività per oltre un anno, nonché per omesso pagamento del diritto annuo.

A partire dal 1993, le commissioni regionali, in esecuzione dei compiti alle stesse attribuiti, hanno svolto sia i controlli diretti ad accertare, con il promotore interessato, la sussistenza del giustificato motivo per non operare, sia quelli volti a verificare l'avvenuto pagamento del diritto annuo. In questa ultima ipotesi le commissioni regionali hanno anche provveduto a diffidare al versamento l'interessato, prima di segnalarne il nominativo alla Consob per la cancellazione.

Gli esiti delle verifiche condotte hanno comportato l'assunzione, nel corso del 1994, di 157 provvedimenti di cancellazione (19,6 per cento sul totale) per mancato esercizio dell'attività, contro i 16 adottati nell'anno precedente. Gli accertamenti sull'omissione del versamento del diritto annuo hanno comportato l'assunzione di 140 provvedimenti, rispetto ai 22 adottati nel 1993.

Il numero dei provvedimenti di cancellazione adottati su domanda dell'interessato (259) non ha subito forti variazioni rispetto al 1993 e rappresenta il 32,4 per cento sul totale delle cancellazioni, disposte nel corso dell'anno in esame.

Per quanto concerne l'attività di vigilanza condotta dalla Consob sul rispetto, da parte dei promotori, delle regole di comportamento stabilite con il regolamento in commento, nel 1994 sono stati aperti 127 procedimenti di contestazione finalizzati all'eventuale adozione di sanzioni disciplinari e amministrative pecuniarie, in relazione a presunti comportamenti illeciti di promotori di servizi finanziari.

Come negli anni passati, tali procedimenti hanno avuto origine da segnalazioni pervenute dai risparmiatori, dalle commissioni regionali, dalle società di intermediazione nonché dall'attività ispettiva svolta dalla Consob nei confronti di intermediari iscritti all'Albo delle Sim. Rispetto

all'anno precedente si è registrato un aumento, di circa il 28 per cento, nel numero dei procedimenti aperti. La tavola IV.28 riepiloga tutti i provvedimenti sanzionatori assunti dalla Consob negli ultimi 3 anni.

I casi più frequenti di illeciti riscontrati fanno riferimento all'esercizio dell'attività di promotore per conto di un intermediario non autorizzato allo svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare, all'esercizio dell'attività per conto di più intermediari mobiliari ed all'accettazione dal cliente di mezzi di pagamento, destinati all'investimento sottoscritto, aventi caratteristiche difformi da quelle previste dall'art. 14, comma 9 del regolamento Consob 5388/91.

Sempre in relazione ai provvedimenti adottati nel corso dell'anno in esame, la Consob, in osservanza al disposto di cui all'art. 5, comma 8, lettera g), che prevede l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria a carico dei promotori che si rendano responsabili di violazioni delle regole di presentazione e comportamento, ha irrogato tale sanzione nei confronti di 41 promotori per importi compresi tra 1 e 48 milioni.



## LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

Nel corso del 1994 la Consob, come già avvenuto negli anni precedenti ha fornito il proprio apporto tecnico alle istituzioni comunitarie (e alle istituzioni nazionali in sede di recepimento delle direttive) ed ha partecipato attivamente alle numerose iniziative dello *IOSCO*, a gruppi di lavoro dell'*OCSE* ed ai tradizionali incontri di *Wilton Park* organizzati da *HM Treasury* del Regno Unito per discutere della repressione di comportamenti illeciti sui mercati mobiliari.

### 1. L'UNIONE EUROPEA

L'attività del legislatore UE nel corso del 1994 è stata, essenzialmente, diretta a proseguire il disegno già iniziato negli anni precedenti di completamento dell'opera di armonizzazione della legislazione in materia di intermediari e mercati mobiliari al fine di garantire agli investitori un adeguato livello di protezione, assicurare la stabilità degli intermediari e predisporre per gli operatori dei diversi Stati membri un *level playing field* e rimuovere gli ostacoli che ancora rimangono ad una piena applicabilità dei principi del mutuo riconoscimento e del controllo del paese di origine, indicati, già nel 1985, quale fondamento del mercato unico europeo dal «Libro Bianco per la realizzazione del mercato interno» della Commissione CEE.

Rientrano nell'ambito della predetta attività, innanzitutto, le proposte di direttiva che si pongono come completamento della

disciplina stabilita nella direttiva 22/93/CEE del 10 maggio 1993 sui servizi di investimento: la proposta di direttiva cosiddetta BCCI, sulla quale è stata raggiunta una posizione comune (CE/24/94 del 6 giugno 1994) e la proposta di direttiva sui sistemi di indennizzo degli investitori (proposta modificata del 22 settembre 1993).

Accanto a queste va menzionata la proposta di direttiva di modifica della direttiva base di armonizzazione degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari o Oicvm (proposta modificata del 20 luglio 1994) intesa ad ampliare il novero degli Oicvm ammessi ad operare liberamente nell'ambito della UE.

Nell'ambito della disciplina del mercato di borsa va invece segnalata l'adozione della direttiva 94/18/CEE del 30 maggio 1994 (di modifica della direttiva 80/390/CEE sul prospetto di ammissione a quotazione) destinata ad agevolare la cosiddetta «quotazione multipla» di emittenti di dimensioni internazionali riducendo i costi connessi alla documentazione da presentare per l'ammissione alle negoziazioni.

Oltre all'attività immediatamente rilevante in termini di produzione normativa, va ricordata anche l'attività dei gruppi di lavoro costituiti dalla Commissione CEE per esaminare i problemi connessi al recepimento della normativa europea sull'intermediazione nei diversi stati membri.

Appare evidente che l'attività del legislatore dell'Unione si configura, generalmente, quale attività di produzione di norme per fasi successive di approssimazione.

La necessità di enucleare i principi base che devono costituire oggetto di raccordo seppur, come espressamente riconosciuto nel Libro Bianco, sulla base di una armonizzazione minimale, tra le regolamentazioni dei diversi paesi dell'Unione, talvolta difformi anche con riguardo alla struttura stessa dell'ordinamento giuridico (basti pensare alla

contrapposizione tra sistemi basati sulla *common law* e sistemi a diritto codificato), rende quasi obbligato un tale *modus operandi*.

La stessa nozione di armonizzazione minimale si presenta con contenuti altamente indefiniti che hanno favorito lo svilupparsi di un acceso dibattito tra i partecipanti al procedimento legislativo europeo. Da un lato vi sono i fautori dell'orientamento favorevole alla concorrenza tra sistemi normativi capace, in virtù del libero agire delle forze di mercato di condurre ad una sostanziale uniformità delle diverse regolamentazioni; dall'altro i sostenitori di un più deciso intervento di coordinamento normativo al fine di assicurare l'integrità dei mercati e la tutela degli investitori.

Le norme contenute nelle direttive in materia di intermediazione mobiliare rappresentano sovente un primo compromesso tra questi approcci che postula necessariamente ulteriori interventi correttivi da parte del legislatore europeo.

La direttiva sui servizi di investimento reca diverse disposizioni nelle quali si riconosce espressamente la necessità di un ulteriore intervento di armonizzazione (così come in materia di regole di comportamento e fondi di indennizzo) o si prevede, altrettanto esplicitamente, la possibilità di assoggettare a revisione norme contenute nella direttiva medesima (ad esempio, le parti relative alle imprese persone fisiche, gli articoli sulla trasparenza delle transazioni su mercati regolamentati).

La direttiva sui requisiti patrimoniali degli intermediari (93/6/CEE del 15 marzo 1993) prevede una clausola di revisione globale che impegna, entro 3 anni dalla data di entrata in vigore, la Commissione a presentare proposte per una modifica della disciplina stabilita nella stessa in base all'esperienza acquisita nella sua applicazione avuto riguardo

all'evoluzione del mercato e agli sviluppi in sede di cooperazione internazionale fra autorità competenti (art. 14).

Inoltre, anche nell'UE come spesso accade negli ordinamenti interni, l'adozione di nuove discipline, di modifica di regole appena adottate, segue il verificarsi nella realtà di eventi particolari. Il fallimento della banca BCCI ed altri scandali finanziari hanno dimostrato che un'attività di supervisione limitata alla considerazione del solo intermediario autorizzato, seppur basata su stringenti norme che regolano l'accesso e le modalità di esercizio dell'attività non sono sufficienti ad evitare situazioni di possibile crisi indotte da rapporti all'interno del gruppo.

Questa constatazione ha condotto le autorità comunitarie a presentare la già ricordata proposta di direttiva nota, appunto, come BCCI i cui obiettivi principali consistono:

- nell'aumentare la discrezionalità degli organi competenti nell'esercizio delle funzioni di autorizzazione e vigilanza sugli intermediari finanziari che devono avere riguardo dell'intero insieme di imprese cui l'intermediario appartiene;
- nell'incrementare il flusso informativo a disposizione dei predetti organi di controllo sia consentendo loro di richiedere all'istante qualsiasi informazione ritenuta necessaria sia imponendo stringenti obblighi di cooperazione tra le autorità di vigilanza preposte ai diversi segmenti del mercato finanziario e alla vigilanza delle società in generale oltre che imponendo ai revisori legali un onere di segnalazione di fatti rilevanti, violazioni di norme, etc..

Nel caso in cui vi siano, nell'ambito del gruppo, soggetti sottoposti ad ordinamenti di paesi terzi, la valutazione dell'organo di controllo deve spingersi a verificare che il complesso di disposizioni normative cui gli stessi sono sottoposti, inteso come atti e come prassi applicative, non

appaia tale da ostacolare l'effettivo esercizio della funzione di vigilanza. Si tratta di disposizioni particolarmente rilevanti se solo si pensa ai problemi che, nell'ambito dell'internazionalizzazione dei mercati finanziari, si pongono nel caso di intermediari aventi legami di controllo con soggetti stabiliti in ordinamenti cosiddetti «a bassa regolamentazione» oppure ad ordinamenti cosiddetti non cooperativi ed ai rapporti intrattenuti con gli stessi.

La proposta di direttiva che ha introdotto la nozione di impresa finanziaria (nella quale sono ricompresi enti creditizi, imprese di investimento, imprese di assicurazione e Oicvm, tutti armonizzati ai sensi delle rispettive direttive di settore) costituisce, presumibilmente, soltanto un primo passo verso l'adozione di una normativa europea in materia di vigilanza prudenziale sulle conglomerate finanziarie, gruppi di imprese la cui attività consiste principalmente nella prestazione di servizi finanziari.

Un gruppo di lavoro costituito presso la Commissione sta, infatti, esaminando i possibili contenuti di una disciplina che consenta di attrarre nell'area delle attività soggette a vigilanza anche quelle che vengono svolte, all'interno della conglomerata, da imprese non sottoposte a controlli. In particolare, si stanno studiando i requisiti di capitale da imporre ai singoli appartenenti alla conglomerata ed alla conglomerata considerata come complesso unitario, soprattutto al fine di evitare i cosiddetti fenomeni di duplicazione nell'utilizzo dei mezzi propri, impiegati più volte all'interno del gruppo per far fronte ai requisiti di stabilità.

Rientra nell'attività di completamento della direttiva servizi di investimento anche la proposta di direttiva sui sistemi di indennizzo degli investitori che costituisce un elemento necessario per assicurare la più ampia applicabilità ai già ricordati principi di libertà di stabilimento

e prestazione dei servizi. In base a tali principi, infatti, il sistema d'indennizzo dello Stato di origine dovrebbe estendersi anche all'attività svolta nello Stato ospitante o in regime di libera prestazione di servizi.

L'art. 12 della direttiva servizi di investimento prevede espressamente l'adozione di una normativa armonizzata in materia e, fino ad allora stabilisce un regime transitorio in base al quale l'intermediario è tenuto a dichiarare al cliente, «prima di entrare in relazioni d'affari», se è previsto l'intervento di un fondo d'indennizzo e qual'è il regime del medesimo.

La regolamentazione dei sistemi di indennizzo, che in alcuni Stati membri non sono peraltro previsti, costituisce - così come avviene per i sistemi di garanzia dei depositi bancari (94/19/CEE del 30 maggio 1994) - una forma diretta di tutela del cliente dell'intermediario nel caso in cui lo stesso non sia più in grado di far fronte alle proprie obbligazioni.

Lo strumento in questione, pertanto, è studiato per assicurare ai piccoli investitori una copertura minima mentre è lasciata alla discrezionalità degli Stati membri l'eventuale estensione delle garanzie anche a favore di operatori professionali.

Divergenze sull'ambito delle disposizioni da armonizzare e sulla funzione del fondo (meramente restitutoria o, come in Italia, risarcitoria), unitamente alle discussioni sul regime applicabile agli enti creditizi al fine di evitare duplicazioni con la già ricordata direttiva sulla garanzia dei depositi, hanno impedito, fino ad oggi, l'adozione della direttiva.

Rientrano nell'ambito dell'attività di revisione della normativa europea i gruppi di lavoro per l'esame dei problemi nascenti dal recepimento delle direttive comunitarie. In tale ambito, particolare attenzione viene dedicata alle numerose riserve avanzate da taluni stati membri sulla direttiva 93/6/CEE, soprattutto con riguardo alle modalità

adottate di copertura dei rischi ed ai requisiti imposti agli intermediari bancari. Costituiranno oggetto di valutazione anche le posizioni che potrà assumere il Gruppo di Basilea orientato a consentire alle banche, in alternativa all'adozione dei metodi di calcolo dei requisiti prudenziali stabiliti dalla direttiva, propri modelli di controllo interni riconosciuti dalle autorità di vigilanza di settore.

La proposta modificata di direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari rientra, come si è già accennato, nell'ambito di un disegno volto ad ampliare il novero degli Oicvm che operano in un ambito normativo armonizzato e seguito dalle applicazioni della direttiva 85/611/CEE e che, in quanto tali, possono liberamente operare nell'intero territorio comunitario usufruendo della cosiddetta autorizzazione unica, del mutuo riconoscimento del prospetto informativo. Il vincolo per questi operatori permarrrebbe soltanto relativamente al rispetto delle modalità di commercializzazione delle quote o, nel caso di società di investimento, delle azioni previste nei singoli Stati dell'UE nei quali le stesse sono offerte.

Ove la direttiva fosse adottata, sarebbero ricondotti tra gli Oicvm armonizzati anche figure a tutt'oggi sconosciute all'ordinamento nazionale quali i *cash funds*, i *feeder funds*, i *funds of funds* ed i *money market funds*. Questi tipi di Oicvm si distinguono (tra loro e nei confronti degli Oicvm tradizionali già armonizzati), essenzialmente, in funzione della peculiare tipologia di prodotti finanziari nei quali investono tutte le proprie disponibilità. Rispettivamente, infatti, essi investono in depositi bancari, in quote di un unico Oicvm, in quote di altri Oicvm, e strumenti del mercato monetario.

Non vi è, tuttavia, accordo tra gli Stati membri sull'opportunità di ricomprendere tutti i tipi di Oicvm citati tra quelli che possono rientrare nell'ambito di applicabilità della direttiva 85/611/CEE e deve ancora

essere raggiunto un adeguato consenso sull'individuazione degli elementi essenziali, all'interno di ciascuna delle figure citate, che debbono comunque costituire oggetto di armonizzazione. Da questo punto di vista particolari problemi pongono i *feeder funds* per evitare che gli stessi possano operare quale strumento di elusione della normativa nazionale dei singoli stati membri in materia fiscale e per assicurare una adeguata trasparenza ed un'efficace regolamentazione dei conflitti di interesse.

La proposta di direttiva, inoltre, prevede la possibilità di ampliare, anche per gli Oicvm tradizionali, gli strumenti (in particolare consente un più ampio ricorso ai prodotti derivati) nei quali possono investire le proprie disponibilità.

Si deve poi aggiungere, che la proposta di direttiva intende al contempo liberalizzare anche il servizio di deposito del patrimonio degli Oicvm. Partendo dall'assunto che l'attività di depositario può considerarsi armonizzata se prestata da intermediari autorizzati ai sensi delle direttive banche e servizi di investimento, la Commissione CEE ritiene debba essere rimosso il vincolo che obbliga l'Oicvm a scegliere un depositario stabilito nel proprio paese di origine. Assunto, peraltro, contrastato da numerosi Stati membri che preferirebbero mantenere la disciplina attualmente vigente posto che il depositario di attivi degli Oicvm svolge anche funzioni ulteriori rispetto al mero servizio di deposito quali la verifica della regolarità delle operazioni compiute dal gestore.

Il disegno di liberalizzazione non sembra, invece, possa compiersi per quanto attiene i cosiddetti *pension funds*. Non apparendo superabili le divergenze tra gli Stati membri e tra questi e le istituzioni comunitarie tale proposta è stata ritirata.

Le iniziative in corso, cui si è accennato, e l'intenzione manifestata dalla Commissione CEE di procedere alla definizione di un testo consolidato della disciplina sui valori mobiliari, (comprendente direttive

in materia di quotazione nelle borse valori, acquisto e cessione di partecipazioni rilevanti in società quotate, *insider trading*) hanno ormai originato un vero e proprio corpo di norme speciali relative ai valori mobiliari e ai soggetti che operano sui mercati finanziari. Infatti, esistono ormai norme armonizzate sui soggetti, le attività di intermediazione, l'offerta al pubblico di valori mobiliari e la quotazione in borsa. Rimane escluso dall'ambito della normativa europea, ad eccezione della definizione di mercato regolamentato, tutto quanto attiene la struttura dei mercati stessi, le modalità di contrattazione dei titoli, le modalità di liquidazione dei contratti, il *clearing* ed il *settlement*. La specialità della normativa sui valori mobiliari rispetto alla disciplina di carattere generale, e la necessità che tutto quanto ha attinenza con gli stessi sia trattato nell'ambito della normativa di settore, è stata ulteriormente confermata in relazione alle disposizioni sui contratti a distanza. La proposta di direttiva, nella sua ultima versione, prevede l'esclusione dei contratti aventi ad oggetto valori mobiliari dall'ambito di applicabilità delle disposizioni in questione.

Per le stesse ragioni, nell'ambito del gruppo che esamina la proposta modificata di direttiva, del 16 ottobre 1992, relativa alle modalità di «trattamento» e di circolazione dei dati relativi a persone fisiche - cosiddetta *data protection* - si sta discutendo sulla necessità di esentare dagli obblighi previsti dalla proposta di direttiva i dati in possesso delle Autorità di controllo per l'esercizio delle funzioni di vigilanza (ivi compresi quelle attinenti il rispetto delle regole di comportamento da parte dell'intermediario).

Infine, si deve segnalare, poiché rientra nell'ambito della politica di liberalizzazione del mercato dei servizi finanziari, seppur a livello mondiale, anche l'attività di negoziato condotta a livello europeo nell'ambito del cosiddetto *Uruguay Round* che ha portato alla sottoscrizione, il 15 aprile 1994, di un accordo (tra 124 Paesi e l'UE) relativo, tra

l'altro, all'istituzione dell'Organizzazione Mondiale del Commercio (*WTO* - *World Trade Organisation*) e comprensivo del cosiddetto *GATS* (Accordo Generale sugli Scambi di Servizi). L'accordo, che è stato negoziato per i Paesi aderenti all'Unione Europea direttamente dalla Commissione CEE, rappresenta per quanto rileva in questa sede un primo passo per la liberalizzazione a livello mondiale della prestazione dei servizi finanziari.

## 2. Lo IOSCO

La cooperazione in ambito *IOSCO* ha conosciuto significativi incrementi nel corso dell'anno con riguardo sia alla cooperazione bilaterale tra aderenti sia alla partecipazione alle ormai numerose attività dell'organizzazione.

Lo *IOSCO* che riunisce a livello mondiale le Commissioni di valori mobiliari tratta, seppur con esiti e funzioni diversi, dovuti al diverso *status* giuridico dell'organizzazione rispetto all'UE, problematiche analoghe a quelle oggetto di discussione e di disciplina armonizzata europea.

In particolare, le numerose attività dello *IOSCO* e dei gruppi di lavoro costituiti nell'ambito del Comitato Tecnico, manifestano chiaramente l'intento di impegnare gli aderenti, attraverso lo strumento della «raccomandazione», a conformare le proprie regolamentazioni ad una serie di principi di carattere generale.

E' necessario, infatti, anche a livello sovranazionale di realizzare una minimale convergenza tra gli aderenti su punti essenziali per un adeguato sviluppo dei mercati mobiliari internazionali ed incrementare la cooperazione tra organismi di vigilanza. Si deve infatti evitare che l'internazionalizzazione degli intermediari e la globalizzazione dei mercati

si traducano in una diminuzione delle garanzie di tutela che gli Stati membri accordano agli investitori e, più in generale, in un impedimento ad una adeguata cooperazione.

Nel corso della Conferenza Annuale, svoltasi quest'anno a Tokyo, pertanto, è stata adottata una risoluzione sul rispetto della cooperazione e l'assistenza reciproca e si è discusso, tra l'altro, dello stato di attuazione delle raccomandazioni già adottate dall'organizzazione e della effettiva disponibilità e capacità degli aderenti di prestare la necessaria cooperazione.

Accanto a queste attività periodiche viene svolta, su base continuativa, dai gruppi di lavoro del Comitato Tecnico, cui partecipano soltanto una parte degli stati membri dell'organizzazione, un'attività di studio e ricerca finalizzata ed enucleare principi comuni possibile oggetto di future raccomandazioni. Nel corso del 1994 particolare enfasi è stata posta nella individuazione di possibili forme di accordo tra gli aderenti in relazione alle discipline delle emissioni multinazionali, degli Oicvm, delle conglomerate finanziarie e dei requisiti prudenziali necessari per la copertura dei rischi relativi alla detenzione di prodotti derivati.

Il gruppo sulle emissioni multinazionali si propone di individuare una normativa sia per quanto attiene gli obblighi di trasparenza sia per quanto attiene i principi contabili che presiedono alla predisposizione dei bilanci. Gli emittenti sono oggi infatti chiamati a predisporre sostanzialmente la stessa documentazione (prospetto e bilanci) in base alle diverse regolamentazioni vigenti su ciascun mercato nazionale con un aumento dei costi. Fino ad oggi, è stata formalmente adottata la raccomandazione relativa al principio contabile internazionale numero 7 sul rendiconto finanziario (*IAS7 cash flow statement*).

Rivestono grande interesse anche i lavori svolti nell'ambito del gruppo di lavoro sugli organismi di investimento collettivo che ha già

definito un nucleo di principi comuni, relativi alla struttura, alla trasparenza, alle regole di comportamento, alla vigilanza, intesi a facilitare la commercializzazione delle quote su base transfrontaliera.

In materia di conglomerate finanziarie l'obiettivo principale del gruppo di lavoro, così come nell'ambito dell'UE, è individuare criteri di vigilanza tali da garantire non solo la stabilità ma anche la trasparenza dell'attività svolta dalle conglomerate; oggetto di discussione è anche la possibilità di attribuire in via principale ad un'unica Autorità di vigilanza, definita come *lead regulator*, la responsabilità del controllo della conglomerata.

Il medesimo gruppo di lavoro si occupa, inoltre, delle modalità di valutazione dei prodotti derivati, specie quelli non negoziati su mercati regolamentati (cosiddetti *over the counter*), detenuti dagli intermediari. A questo proposito, si deve aggiungere che nel corso dell'anno lo *IOSCO* ed il Comitato di Basilea per la regolamentazione bancaria hanno emanato un comunicato congiunto sulle modalità di gestione dei rischi derivanti dalla detenzione in portafoglio da parte degli intermediari mobiliari di prodotti derivati trattati al di fuori di mercati regolamentati.

### 3. GLI ACCORDI CON LE AUTORITÀ ESTERE

L'attività di cooperazione bilaterale viene prestata e ricevuta dalla Consob sia con controparti appartenenti all'UE sia con autorità di vigilanza di paesi terzi.

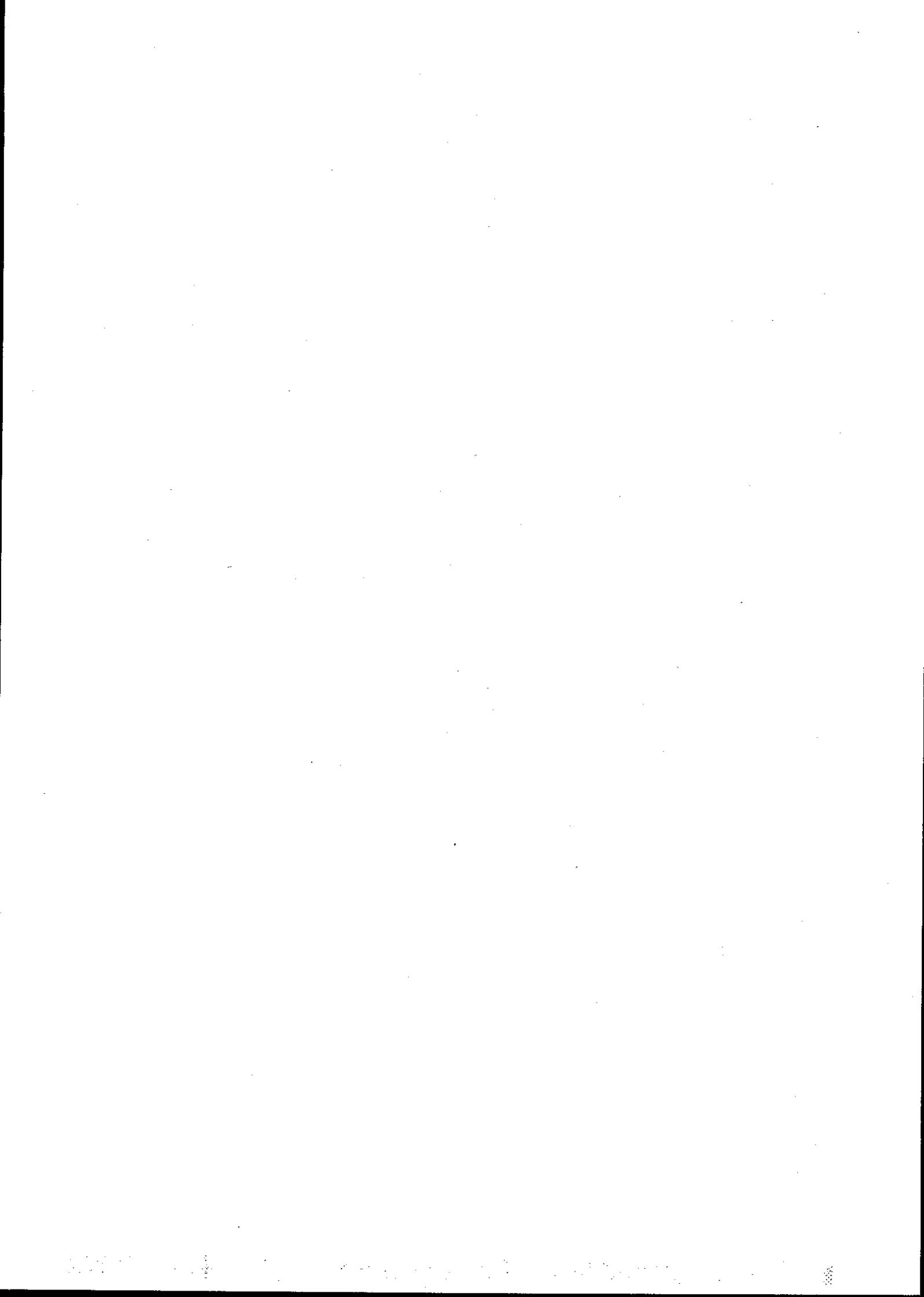
Nel primo caso, l'attività in questione si svolge sia nel quadro degli obblighi di assistenza reciproca stabiliti dalle direttive di settore sia, per quanto non previsto dalle stesse, in base a specifici accordi. La coopera-

zione con autorità di paesi terzi, invece può avvenire soltanto nell'ambito di specifici accordi a condizione di reciprocità.

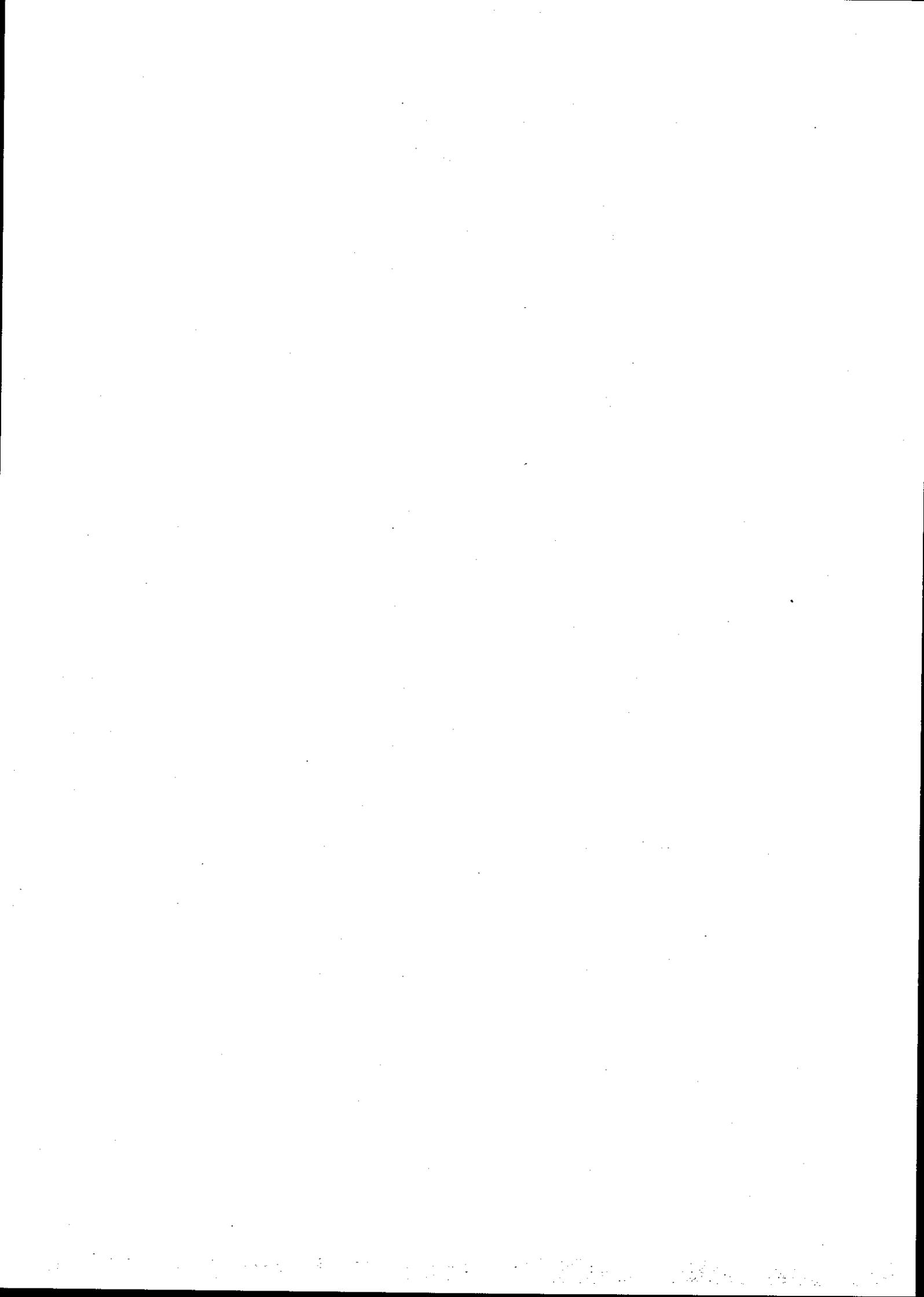
Lo sviluppo di questa attività è ormai significativo: le richieste di cooperazione pervenute alla Consob nel corso del 1994 assommano a 23 e hanno riguardato, principalmente operazioni di sollecitazione abusive del pubblico risparmio, violazioni delle disposizioni sulle partecipazioni rilevanti, un caso di *insider trading* ed un caso di manipolazione dei mercati.

La Consob ha invece sollecitato la cooperazione di altre autorità in 47 casi relativi soprattutto allo svolgimento di attività di abusiva sollecitazione del pubblico risparmio, violazioni delle disposizioni sulle partecipazioni rilevanti, operazioni compiute sui mercati regolamentati.

Nel corso dell'anno è stato, inoltre, stipulato un accordo di cooperazione con la *Ontario Securities Commission*.



## **C - L'AMMINISTRAZIONE E IL BILANCIO**



## L'ORGANIZZAZIONE E LA GESTIONE FINANZIARIA

### 1. LA STRUTTURA

Fin dal suo insediamento nel 1992, la Commissione ha ravvisato la necessità di procedere a una riforma fondamentale dell'assetto organizzativo dell'Istituto, al fine di eliminare alcuni elementi di criticità funzionale, di rafforzare l'efficacia dell'azione istituzionale, di aumentare l'efficienza dei processi operativi e di valorizzare le professionalità presenti nell'Istituto.

Un primo passo verso la riorganizzazione è stato compiuto con le decisioni assunte nel luglio 1993 (cfr. Tav. VI.1).

Nel giugno del 1994 la Commissione ha approvato un progetto di massima di riorganizzazione consistente nella riduzione del numero dei livelli organizzativi da 3 (aree, servizi, uffici) a 2 (divisioni e uffici). Il progetto ha previsto, inoltre, l'istituzione della figura del Funzionario generale per la riforma, con l'incarico di seguire le attività operative necessarie per la realizzazione della nuova struttura organizzativa e alcuni progetti speciali di natura «orizzontale».

Un secondo passo fondamentale nel ridisegno delle modalità di funzionamento è stato attuato con la revisione del regolamento di organizzazione e funzionamento della Consob.

La struttura del nuovo regolamento presenta un carattere fortemente innovativo per quanto attiene alla devoluzione ad atti *sub* regolamentari della disciplina di attuazione dei principi d'ordine generale contenuti nel regolamento stesso. E' apparsa evidente, infatti, l'inidoneità del

precedente regolamento del 1986, che contemplava modelli organizzativi e norme procedurali in maniera eccessivamente specifica, ad essere la fonte regolatrice di situazioni che, per la loro natura, possono richiedere modifiche del quadro normativo anche frequenti ed in via di urgenza.

Il nuovo regolamento approvato con delibera 8674 del 17 novembre 1994, adottato con decreto della Presidenza del Consiglio del 25 novembre, inoltre ha introdotto nuove disposizioni per tener conto degli effetti della disciplina della legge 241 del 1990 e i provvedimenti conseguenti. Infatti, le norme della menzionata legge e del d.P.R. 352 del 1992, che stabiliscono i principi della partecipazione dei privati al procedimento amministrativo e dell'accesso ai documenti amministrativi, hanno comportato la necessità per la Commissione di porre i presupposti, nella propria disciplina regolamentare, per l'attuazione dei principi in questione.

Realizzata la riforma del Regolamento di organizzazione e funzionamento, la Commissione ha completato il disegno organizzativo con le delibere del gennaio 1995 riguardanti le competenze delle divisioni e degli uffici e i compiti dei responsabili degli stessi. La tavola VI.2 sintetizza la nuova organizzazione della Consob in vigore dal 1 febbraio 1995.

Il 1994 è stato il primo anno di attività dei neo istituiti ufficio relazioni con il pubblico ed ufficio di controllo interno.

L'ufficio di controllo interno, istituito con la finalità di verificare l'imparzialità, l'efficacia, l'efficienza e l'economicità dell'azione amministrativa, ha svolto nel corso del 1994 la propria attività nei settori del controllo delle procedure e della corretta gestione delle risorse. Ai fini di un puntuale svolgimento delle attribuzioni è stata vagliata la disciplina normativa del controllo interno alle pubbliche amministrazioni.

In relazione alla verifica delle procedure si evidenzia che l'ufficio ha iniziato un'indagine concernente la regolarità e la correttezza di procedimenti autorizzatori e sanzionatori afferenti intermediari assoggettati al controllo della Consob.

In ordine alla verifica dell'economicità della gestione amministrativo-contabile l'ufficio ha esaminato la composizione e la consistenza di alcune spese correnti appostate in bilancio sotto la voce «Retribuzioni ed oneri accessori per il personale di ruolo». Inoltre, con riguardo alla disposizione contenuta nell'art. 21, comma 2, del regolamento adottato dalla Commissione con delibera 5388, del 2 luglio 1991, si è proceduto ad un'analisi dei costi sostenuti dalla Consob per la gestione dell'Albo e per l'attività dei promotori finanziari. Nel corso del 1994 l'Ufficio ha altresì analizzato i costi ed i benefici connessi all'utilizzo di un sistema di comunicazione e trasmissione in tempo reale di immagini, dati e voci tra le diverse sedi dell'Istituto.

L'art. 12 del decreto legislativo 3 febbraio 1993, n. 29 ha, com'è noto, previsto - al fine di dare attuazione alla legge 7 agosto 1990, n. 241, sulla cosiddetta «trasparenza amministrativa» - l'istituzione presso le amministrazioni pubbliche di uffici per le relazioni con il pubblico. A tali uffici la stessa norma attribuisce competenze per quanto attiene: all'esercizio da parte degli interessati del diritto di partecipazione ai procedimenti amministrativi; all'informativa all'utenza relativa agli atti ed allo stato dei procedimenti; all'attività di ricerca ed analisi finalizzata alla formulazione di proposte sugli aspetti organizzativi e logistici del rapporto con l'utenza; all'attivazione di iniziative di comunicazione di pubblica utilità al fine di assicurare la conoscenza di normative, servizi e strutture dell'amministrazione di appartenenza.

L'Ufficio relazioni con il pubblico ha intrapreso la propria attività operativa nel settembre 1993, ponendo in essere una serie di iniziative funzionali a dare progressivamente attuazione al disposto di legge.

Nel corso del 1994 l'Ufficio ha fornito riscontro a 505 richieste formali di accesso ad informazioni e documentazioni varie sull'attività dell'Istituto, svolgendo in numerosi altri casi la funzione di ufficio di contatto tra utenti esterni ed istituto (cfr. Tav. VI.3).

E' stata, inoltre, assicurata risposta alle numerose richieste telefoniche di informazioni varie in ordine all'attività istituzionale della Consob rivolte dagli utenti (in media, nel corso dell'anno, 70 al giorno).

Oltre ciò, sempre in corso d'anno, sono state definite talune iniziative di più ampio respiro, funzionali ad assicurare una più immediata ed agevole conoscibilità all'esterno dell'attività della Consob e del relativo quadro normativo di riferimento.

In tale contesto va annoverata l'avvenuta predisposizione di una raccolta di normativa concernente la Consob - oggetto di periodico aggiornamento - contenente i testi integrati delle disposizioni di legge e regolamentari più rilevanti nell'ambito delle attività istituzionali. Sono state inoltre predisposte le basi documentali utili ai fini del riscontro delle richieste di informazioni più ricorrenti (movimentazione albi tenuti dalla Consob, comunicazioni di carattere interpretativo di maggiore rilevanza, elenco degli Oicvm autorizzati, Opa effettuate dall'entrata in vigore della legge 149/92, ecc.).

Nel corso dell'anno si è, altresì, proceduto alla realizzazione di un notiziario di informazione sull'attività e sulle decisioni di più ampia e generale rilevanza assunte dalla Commissione, da diffondersi con cadenza settimanale, sia in forma cartacea che mediante collegamento telematico. Il primo numero di tale notiziario è stato pubblicato il 9 gennaio 1995.

La diffusione di tale notiziario, denominato «Consob Informa», si inserisce in un più ampio contesto di iniziative, elaborate in corso d'anno e che dovrebbero trovare una prima attuazione durante il 1995, funzionali alla attivazione di un «Servizio Informazioni Consob» per gli utenti. Nell'ambito di tale servizio si procederà, tra l'altro, alla progressiva costituzione di una banca dati telematica in cui verranno inseriti il notiziario settimanale «Consob Informa», il Bollettino mensile dell'Istituto e le relative Edizioni speciali, nonché la Raccolta di normative concernente la Consob.

Il lungo e complesso processo di riassetto organizzativo interno consentirà ora di pervenire anche alla formale adozione dei provvedimenti afferenti l'individuazione, per ciascun procedimento amministrativo di competenza Consob, dell'unità organizzativa responsabile del procedimento e del relativo termine di conclusione, nonché delle norme sull'accesso, per la cui formulazione, peraltro, non potrà non tenersi conto dei vincoli di segretezza imposti dal quadro normativo di riferimento.

Si ritiene, con l'adozione dei provvedimenti testé indicati e con altre iniziative di comunicazione di pubblica utilità per la cui concretizzazione sono in corso i necessari approfondimenti, di percorrere con sempre maggiore decisione la strada che porta ad un dialogo più diretto ed efficace tra l'Istituzione e chi, in qualità di operatore del mercato o di cittadino-utente, sia interessato ad avere conoscenza dell'attività da essa svolta.

La strada della trasparenza, che la Consob persegue per proprio fine istituzionale con riguardo al mercato mobiliare, dovrà riguardare sempre più l'attività, interna ed esterna, delle pubbliche autorità, in coerenza con quanto previsto dalla citata legge 241/90.

## 2. *IL PERSONALE*

Anche nel 1994 è proseguito il rafforzamento della struttura operativa della Consob tramite l'assunzione di nuovo personale e un'articolata attività di formazione.

Nel corso dell'anno sono stati immessi nelle funzioni 18 dipendenti di ruolo, in seguito alla realizzazione di 3 concorsi pubblici. Sono stati inoltre banditi altri tre concorsi pubblici, per complessive 15 posizioni, che saranno completati nel corso del 1995. Sono stati altresì stipulati venti contratti di lavoro subordinato a tempo determinato, sulla base di un ampio processo di selezione volto ad accertare l'esistenza dei richiesti requisiti di professionalità, e 5 contratti sono stati rinnovati.

L'attività di formazione ha visto la partecipazione di 55 dipendenti a 102 corsi di aggiornamento in materie attinenti l'attività istituzionale e di 65 dipendenti a 88 corsi di formazione in materia informatica. E' stata inoltre organizzata un'attività di formazione interna tramite la realizzazione di seminari e incontri di studio aperti a tutto il personale.

Al 31 dicembre 1994 il personale complessivamente in servizio presso la Consob era pari a 341 unità, di cui 230 dipendenti immessi in ruolo e 111 dipendenti con contratto di lavoro a tempo determinato, con un aumento di 23 unità rispetto al 31 dicembre del 1993. La crescita dell'organico ha accompagnato l'evoluzione del ruolo della Consob nel corso degli ultimi 10 anni (cfr. Tav. VI.5): il numero dei dipendenti è aumentato di 2 volte e mezzo dal 1986 al 1994, parallelamente all'ampliamento delle funzioni e alla precisazione dei compiti operativi.

Rispetto alla pianta organica definita nella legge 66/92, risultano ancora da coprire 134 posizioni, delle quali 120 per dipendenti di ruolo, equamente divisi tra carriera direttiva e carriera operativa, e 14 per dipendenti con contratto a tempo determinato. (cfr. Tav. VI.6)

In seguito alla realizzazione della riforma organizzativa, si è proceduto alla ridefinizione della composizione delle diverse unità organizzative per adeguarle alla nuova ripartizione delle competenze. Nella tavola VI.7 viene fornito il quadro complessivo della ripartizione del personale per qualifica e per unità organizzativa all'1 febbraio 1995, data di entrata in vigore del nuovo assetto organizzativo.

### 3. LA GESTIONE FINANZIARIA

La Consob è dotata di autonomia nella gestione delle spese relative al proprio funzionamento, a norma dell'art. 1/2, comma 7, della legge 216/74 istitutiva della stessa Commissione. La norma citata stabilisce anche che la gestione delle spese deve svolgersi «nei limiti del fondo stanziato a tale scopo nel bilancio dello Stato» (cap. 4505 dello stato di previsione della spesa del Ministero del tesoro). Ovviamente tale vincolo non sussiste laddove l'acquisizione di entrate ulteriori rispetto allo stanziamento dello Stato derivi da previsioni legislative (come nel caso della legge 1/91 per quanto attiene ai promotori di servizi finanziari o come nel caso di accrediti di interessi attivi previsti da norme di legge) o da previsioni contenute nel «Regolamento per l'amministrazione e la contabilità» della Consob approvato dalla Commissione e reso esecutivo con d.p.m. del 16 maggio 1987.

La gestione finanziaria si svolge sulla base del bilancio di previsione approvato dalla Commissione entro il 31 dicembre dell'anno precedente a quello cui il bilancio si riferisce. A consuntivo, il rendiconto della gestione finanziaria è approvato dalla Commissione ed è soggetto al controllo della Corte dei Conti.

Il bilancio di previsione, formulato in termini finanziari di competenza, ed il conto consuntivo della gestione sono redatti secondo schemi approvati dalla Commissione con riferimento ai principi generali di contabilità pubblica di cui al d.P.R. 696/79.

Per l'esercizio finanziario 1994, conformemente ai principi normativi di riferimento, le spese previste sono risultate contenute entro i limiti dell'apposito fondo stanziato nel Bilancio dello Stato e delle ulteriori entrate rappresentate, essenzialmente, dai «contributi da promotori di servizi finanziari». Una sintesi della gestione finanziaria degli esercizi 1993 e 1994 è riportata nella tavola VI.8.

## **APPENDICE**



## TAVOLE STATISTICHE

### LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E LE SOCIETÀ QUOTATE

- Tav. II.1 Le offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione nel 1994
- » II.2 L'offerta al pubblico di titoli quotati
  - » II.3 Operazioni sul capitale eseguite da società quotate
  - » II.4 Le offerte pubbliche di acquisto su titoli quotati realizzate nel 1994
  - » II.5 Privatizzazioni effettuate mediante trattativa privata diretta
  - » II.6 Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio realizzate ai sensi della legge 149/92
  - » II.7 Tipologia delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio realizzate ai sensi della legge 149/92
  - » II.8 L'attività di controllo sull'offerta di quote Oicvm
  - » II.9 Gli Oicvm presenti sul mercato
  - » II.10 Le società di gestione per numero di fondi gestiti
  - » II.11 Le operazioni di collocamento di titoli quotati
  - » II.12 Il collocamento di titoli azionari quotati
  - » II.13 Collocamento di azioni quotate: peso del sovrapprezzo sul controvalore nominale per tipologia di azione
  - » II.14 Destinatari delle offerte di collocamento di titoli azionari quotati
  - » II.15 L'attività di controllo sull'informativa assembleare
  - » II.16 Oggetto delle delibere assunte nelle assemblee straordinarie
  - » II.17 Richiesta di informazioni complementari sugli eventi rilevanti nel 1994
  - » II.18 Modifiche rilevanti dell'azionariato delle società quotate nel 1994
  - » II.19 La struttura proprietaria delle società quotate - Quota della capitalizzazione di borsa detenuta dalle diverse tipologie di investitori
  - » II.20 I patti di sindacato su società quotate: quadro analitico
  - » II.21 I patti di sindacato su società quotate: quadro sintetico
  - » II.22 Partecipazione alle assemblee societarie (principali società per capitalizzazione; assemblee per approvazione del bilancio 1993)
  - » II.23 La distribuzione degli incarichi negli organi societari

- » II.24 Infrazioni agli obblighi informativi sull'azionariato e sui possessori delle società quotate
- » II.25 Denunce all'autorità giudiziaria penale
- » II.26 Sanzioni pecuniarie legge 216/74 nel 1994
- » II.27 Il controllo sui bilanci certificati delle società quotate
- » II.28 I bilanci consolidati
- » II.29 L'attività di revisione sui bilanci 1993
- » II.30 Il conferimento degli incarichi alle società di revisione
- » II.31 Il controllo sulle società di revisione
- » II.32 Distribuzione incarichi società di revisione
- » II.33 Albo speciale delle società di revisione al 31.12.1994
- » II.34 Denunce all'autorità giudiziaria penale nel 1994

#### I MERCATI

- Tav. III.1 Società quotate - Confronto internazionale
- » III.2 Ammissioni a quotazione - Confronto internazionale
- » III.3 Borsa valori: principali indicatori
- » III.4 Riepilogo scambi su titoli quotati al mercato ufficiale
- » III.5 Scambi sul mercato alle grida - Borsa di Milano
- » III.6 Scambi sul mercato telematico ufficiale
- » III.7 Mercato ufficiale - Scambi sui titoli liquidati a contante (mld. di lire)
- » III.8 Mercato ufficiale - Scambi sui titoli liquidati a contante (valori percentuali)
- » III.9 Mercato dei blocchi
- » III.10 Mercato *best execution*
- » III.11 Mercato delle spezzature
- » III.12 Distribuzione dei titoli per dimensione degli scambi medi giornalieri
- » III.13 Mercato ristretto: principali indicatori
- » III.14 Scambi sul mercato ristretto
- » III.15 Obblighi informativi su eventi di rilievo nell'andamento delle società
- » III.16 Infrazioni agli obblighi informativi su eventi di rilievo nell'andamento delle società - anno 1994

- » III.17 Diffusione di statistiche e studi concernenti valori mobiliari o emittenti
- » III.18 Società quotate - Ammissioni e revoche dal 1986
- » III.19 Numero società e titoli quotati dal 1986
- » III.20 Interventi sulla quotazione nel 1994
- » III.21 Ammissioni a quotazione nel 1994
- » III.22 Revoche dalla quotazione nel 1994
- » III.23 Variazioni del listino nel 1994
- » III.24 Regolamentazione dei mercati
- » III.25 Deleghe al Consiglio di borsa

#### GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

- Tav. IV.1 Scambi di valori mobiliari delle Sim - Ripartizione delle Sim secondo l'incidenza degli scambi per conto terzi sul totale degli scambi
  - » IV.2 Ripartizione per mercato di negoziazione
  - » IV.3 Concentrazione delle negoziazioni
  - » IV.4 Gestioni patrimoniali di Sim, banche e fiduciarie - Concentrazione dell'attività
  - » IV.5 Gestioni patrimoniali di Sim e società fiduciarie - Composizione del patrimonio di terzi in gestione
  - » IV.6 I clienti delle attività di intermediazione mobiliare
  - » IV.7 Raccolta ordini: modalità di esecuzione delle operazioni
  - » IV.8 Negoziazione: modalità di esecuzione delle operazioni
  - » IV.9 Gestioni di patrimoni: modalità di esecuzione delle operazioni
  - » IV.10 Attribuzione di parametri agli ordini della clientela
  - » IV.11 Intermediari autorizzati
  - » IV.12 Operatori abilitati per attività di intermediazione
  - » IV.13 Distribuzione territoriale delle Sim
  - » IV.14 Distribuzione territoriale delle società fiduciarie
  - » IV.15 Ripartizione delle Sim secondo la tipologia dell'azionista di controllo
  - » IV.16 Ripartizione delle società fiduciarie secondo la tipologia dell'azionista di controllo
  - » IV.17 Dimensione secondo il numero dei dipendenti
  - » IV.18 Dimensione secondo il numero dei dipendenti e l'attività autorizzata

- » IV.19 Albo Sim - Istanze presentate e delibere adottate
- » IV.20 Società fiduciarie - Istanze presentate e delibere adottate
- » IV.21 Sim iscritte all'albo per attività autorizzata
  
- » IV.22 Attività ispettiva  
Accertamenti ispettivi - Categorie di soggetti
- » IV.23 Denunce all'autorità giudiziaria penale
- » IV.24 Attività di vigilanza - Provvedimenti sanzionatori
- » IV.25 Sanzioni pecuniarie ai sensi della legge 1/91
- » IV.26 Le crisi degli intermediari
- » IV.27 Promotori: provvedimenti di cancellazione dall'albo
- » IV.28 Provvedimenti sanzionatori nei confronti dei promotori
- » IV.29 Promotori: provvedimenti di iscrizione all'albo  
Promotori: sanzioni amministrative pecuniarie
- » IV.30 Provvedimenti di iscrizione all'albo dei promotori suddivisi per regione

#### L'ORGANIZZAZIONE E LA GESTIONE FINANZIARIA

- Tav. VI.1 Organigramma della Consob - 1994
- » VI.2 Organigramma della Consob - 1995
- » VI.3 Richieste di documentazione ed informazioni sull'attività della Consob riscontrate nell'anno 1994
- » VI.4 Dati sull'attività della Commissione
- » VI.5 La pianta organica 1986-1994
- » VI.6 La pianta organica al 31.12.1994
- » VI.7 La distribuzione del personale per qualifica e per unità organizzativa - Situazione all'1 febbraio 1995
- » VI.8 Entrate e spese - Schema semplificato
- » VI.9 Quadro riassuntivo dell'attività legale - I ricorsi contro gli atti della Consob

## LE OFFERTE PUBBLICHE DI VENDITA E DI SOTTOSCRIZIONE NEL 1994

VOCI	NUMERO OPERAZIONI	AMMONTARE (mld. di lire)
Offerte pubbliche di vendita di azioni	12	8651
Offerte pubbliche di sottoscrizione (1)	22 (1)	5230
di cui:		
– azioni	18	2111
– obbligazioni	11	2647
– obbligazioni convertibili	3	472
<i>Totale</i>	<i>34</i>	<i>13881</i>

(1) Il totale delle offerte pubbliche di sottoscrizione non corrisponde alla somma delle operazioni distinte per tipologia di titolo offerto (32) in quanto ogni operazione può comprendere diverse tipologie di titoli.

Fonte: Elaborazioni Consob.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

## L'OFFERTA AL PUBBLICO DI TITOLI QUOTATI

VOCI	1992		1993		1994	
	Numero operazioni	Ammontare (mld. di lire)	Numero operazioni	Ammontare (mld. di lire)	Numero operazioni	Ammontare (mld. di lire)
Offerte pubbliche di vendita di azioni	1	707	2	1855	6	7062
Offerte pubbliche di sottoscrizione	9	5199	10	5620	11	3113
di cui:						
– azioni	3	1722	--	--	4	570
– obbligazioni	5	3365	3	3500	4	2071
– obbligazioni convertibili	1	112	7	2120	3	472
<i>Totale</i>	<i>10</i>	<i>5906</i>	<i>12</i>	<i>7475</i>	<i>17</i>	<i>10175</i>

Fonte: Consob e elaborazioni su dati Mediobanca.

## OPERAZIONI SUL CAPITALE ESEGUITE DA SOCIETA' QUOTATE (mld. di lire)

VOCI	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Aumenti di capitale gratuiti	1253	1342	986	621	1681	211	65	158	293
Aumenti di capitale a pagamento (valore nominale)	7311	3215	1597	3281	4030	1920	1424	9047	6456
<i>Totale aumenti di capitale (valore nominale)</i>	<i>8564</i>	<i>4557</i>	<i>2583</i>	<i>3902</i>	<i>5711</i>	<i>2131</i>	<i>1489</i>	<i>9205</i>	<i>6749</i>
Sovrapprezzi	6748	2654	1731	4294	4934	2949	1722	7144	8493
Raccolta denaro fresco	14059	5869	3328	7575	8964	4869	3146	16191	14949

Fonte: Consob e Consiglio di borsa.

LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO SU TITOLI QUOTATI REALIZZATE NEL 1994

SOCIETA' OFFERENTE	NATURA OFFERTA	AZIONI OGGETTO DELL'OPA	AZIONI RICHIESTE			QUOTA POSSEDUTA DALL'OFFERENTE		ESITO OFFERTA	
			Prezzo	Numero (migliaia)	Capitale sociale (1)	Prima dell'OPA (1)	Dopo l'OPA (1)	Quota (2)	Valore (mln. lire)
Quattrode	Successiva	Teknecomp ord.	720	23.500	23,50	23,50	81,63	247,36	41.852
Nestlé c.v.	Successiva	Fin. Italgel ord.	1.583	171.910	37,88	62,12	95,54	88,24	240.193
Banca d'America e d'Italia	Successiva	Banca Popolare Lecco ord.	18.244	18.576	41,93	58,07	98,09	95,45	323.475
CR Parma e Piacenza	Successiva	Credito Commerciale ord.	6.400	37.075	34,89	65,11	98,89	96,82	229.744
Banca d'America e d'Italia	Residuale	Banca Popolare Lecco ord.	18.420	845	1,91	98,09	99,40	68,56	10.665
INA	Residuale	Fata Assicurazioni ord.	20.860	206	1,03	98,97	99,64	64,71	2.779
Gedeam Inc.	Successiva	Acqua Marcia ord.	179	98.717	37,40	62,60	63,20	1,60	283
F. Cinzano & C.	Residuale	Buton ord.	6.000	125	0,48	99,52	99,79	56,51	423
Siemens AG	Successiva	Teleco Cavi ord.	9.892	14.990	49,97	50,03	91,02	82,03	121.629
RCS Ed.	Volontaria	RCS Libri priv.	4.700	20.000	77,82	22,18	97,09	97,29	91.449
Credito Emiliano	Successiva	Euro mobiliare ord.	2.800	13.034	43,38	56,41	56,50	0,20	72
Sagrit	Successiva	Fin. CBD ord.	1.134	171.910	37,88	62,12	92,02	78,95	153.901
Sheraton Int. Inc.	Successiva	Ciga ord.	1.102	366.957	35,25	35,25	70,32	99,48	402.272
CR Parma e Piacenza	Residuale	Credito Commerciale ord.	6.770	918	0,86	99,14	99,70	64,39	4.004
Gruppo UAP Italia	Volontaria	L'Abelle ord.	79.000	746	25,00	75,00	96,10	80,35	47.386
Sivio Berlusconi Ed.	Residuale	Mondadori ord.	15.405	825	0,64	95,33	98,58	38,38	4.872
Nestlé	Residuale	Fin. Italgel ord.	1.560	17.081	3,07	96,24	99,31	81,68	21.829
Zinc	Successiva	Dataconsyst ord.	2	4.208	47,99	52,01	60,78	18,29	2
General Electric	Successiva	Nuovo Pignone ord.	7.149	44.166	30,67	69,33	78,30	29,26	92.384

(1) Valori in percentuale. (2) Percentuale rispetto alla quantità richiesta.

## PRIVATIZZAZIONI EFFETTUATE MEDIANTE TRATTATIVA PRIVATA DIRETTA

SOCIETA'	ACQUIRENTE	DATA CESSIONE MEDIANTE TRAT- TATIVA PRIVATA (1)	QUOTA CEDUTA	PREZZO (2)	DIFFERENZA CON PREZZO PERIODO PRECEDENTE (3)	DATA OPA SUCCESSIVA
Nuovo Pignone	General Electric Company	22.12.1993	69.33	7000	27.8	5.07 - 18.08.1994
Fin. Italgel	Nestlé	22.09.1993	62.12	1529	0.9	25.03 - 9.05.1994
Fin. Cirio - Bertolli - De Rica	Sagrit	15.10.1993	62.12	1102	-9.7	15.09 - 14.10.1994
SME (GS - Autogrill - Atena)	Benetton - Del Vecchio Movenpick - Crediop	4.11.1994	32.00	4847	25.2	Da effettuare

(1) La data si riferisce alla stipula del contratto. (2) Il prezzo di cessione è comprensivo del conguaglio unitario, positivo o negativo, determinato sulla base di parametri patrimoniali non disponibili al momento della stipula del contratto, ad eccezione della SME per la quale l'entità del conguaglio non è ancora nota. (3) Variazioni percentuali rispetto ad una media calcolata sull'intervallo temporale compreso tra il ventesimo ed il trentesimo giorno precedente la cessione mediante trattativa privata. La media è ponderata con il controvalore degli scambi giornalieri.

## LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E DI SCAMBIO REALIZZATE AI SENSI DELLA LEGGE 149/92

VOCI	1992		1993		1994		TOTALE	
	Numero operazioni	Ammontare (mld. di lire)						
Offerte pubbliche di acquisto	4	79	11	1625	19	1789	34	3493
Offerte pubbliche di scambio	1	1033	1	1109	--	--	2	2142
Offerte pubbliche di acquisto e scambio	1	56	--	--	--	--	1	56
<i>Totale</i>	<b>6</b>	<b>1168</b>	<b>12</b>	<b>2734</b>	<b>19</b>	<b>1789</b>	<b>37</b>	<b>5691</b>

Fonte: Elaborazioni Consob.

## TIPOLOGIA DELLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E DI SCAMBIO REALIZZATE AI SENSI DELLA LEGGE 149/92

VOCI	1992		1993		1994		TOTALE	
	Numero operazioni	Ammontare (mld. di lire)						
Volontaria	4	1146	2	1646	2	139	8	2931
Preventiva	--	--	2	1051	--	--	2	1051
Incrementale	--	--	--	--	--	--	--	--
Successiva	2	22	3	24	11	1605	16	1651
Residuale	--	--	5	13	6	45	11	58
<i>Totale</i>	6	1168	12	2734	19	1789	37	5691

Fonte: Elaborazioni Consob.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

**L'ATTIVITA' DI CONTROLLO SULL'OFFERTA DI QUOTE DI OICVM**

<b>VOCI</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>
<b>Numero prospetti pubblicati</b>	<b>314</b>	<b>223</b>
<b>Numero annunci pubblicitari autorizzati</b>	<b>334</b>	<b>687</b>
<b>Numero offerte di Oicvm armonizzati</b>	<b>36</b>	<b>59</b>

## GLI OICVM PRESENTI SUL MERCATO

VOCI	1993 (1)			1994 (1)		
	Fondi	Sicav	Altri (2)	Fondi	Sicav	Altri (2)
Di diritto italiano	292	--	--	353	--	--
Di diritto estero	21	11	4	32	21	6

(1) Situazione al 31 dicembre. (2) SICAF (Società di investimento a capitale fisso) e Unit Trusts.

## LE SOCIETA' DI GESTIONE PER NUMERO DI FONDI GESTITI

VOCI	1993 (1)	1994 (1)
1 fondo	3	2
Da 1 a 5 fondi	24	20
Da 6 a 10 fondi	21	21
Da 11 a 15 fondi	4	10
<i>Totale</i>	<i>52</i>	<i>53</i>

(1) Situazione al 31 dicembre.

## LE OPERAZIONI DI COLLOCAMENTO DI TITOLI QUOTATI

VOCI	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Azioni</b>					
Numero operazioni	61	47	23	43	56
Importo (mld. di lire)	9165	5292	5211	19165	19217
<b>Obbligazioni</b>					
Numero operazioni	8	10	2	10	24
Importo (mld. di lire)	1217	4739	813	4487	6277
<b>Totale</b>					
Numero operazioni	69	57	25	53	80
Importo (mld. di lire)	10382	10031	6024	23652	25494

Si veda la sezione Note metodologiche.

## IL COLLOCAMENTO DI TITOLI AZIONARI QUOTATI

VOCI	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Ordinarie</b>					
Numero operazioni	45	32	16	34	49
Importo (mld. di lire)	7111	4831	4680	17226	18649
<b>Privilegiate</b>					
Numero operazioni	4	4	1	2	--
Importo (mld. di lire)	145	47	86	762	--
<b>Risparmio</b>					
Numero operazioni	10	10	5	7	6
Importo (mld. di lire)	570	385	443	1177	539
<b>Risparmio convertibili</b>					
Numero operazioni	2	1	1	--	1
Importo (mld. di lire)	1339	29	2	--	29
<b>Totale</b>					
Numero operazioni	61	47	23	43	56
Importo (mld. di lire)	9165	5292	5211	19165	19217

Si veda la sezione Note metodologiche.

**COLLOCAMENTO DI AZIONI QUOTATE: PESO DEL SOVRAPPREZZO SUL  
CONTROVALORE NOMINALE PER TIPOLOGIA DI AZIONE (1)**

VOCI	1990	1991	1992	1993	1994
Ordinarie	110.5	165.3	65.1	80.4	151.4
Privilegiate	210.3	120.7	150.0	100.3	--
Risparmio	141.7	174.1	199.9	110.7	396.7
Risparmio convertibili	210.9	1100.0	1040.0	--	50.0
<i>Totale</i>	<i>124</i>	<i>166.5</i>	<i>72.8</i>	<i>82.8</i>	<i>154.7</i>

(1) Valori in percentuale.

Si veda la sezione Note metodologiche.

**DESTINATARI DELLE OFFERTE DI COLLOCAMENTO DI TITOLI AZIONARI  
 QUOTATI**

VOCI	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Azionisti</b>					
Numero operazioni	41	34	19	36	41
Importo (mld. di lire)	6593	3857	2909	16063	11571
<b>Dipendenti</b>					
Numero operazioni	2	2	1	4	3
Importo (mld. di lire)	35	1	1	282	387
<b>Pubblico</b>					
Numero operazioni	6	9	2	2	10
Importo (mld. di lire)	147	436	2232	1756	7094
<b>Non attribuibile</b>					
Numero operazioni	12	2	1	1	2
Importo (mld. di lire)	2390	998	69	1064	165
<b>TOTALE</b>					
Numero operazioni	61	47	23	43	56
Importo (mld. di lire)	9165	5292	5211	19165	19217

Si veda la sezione Note metodologiche.

**L'ATTIVITA' DI CONTROLLO SULL'INFORMATIVA ASSEMBLEARE**

<b>VOCI</b>	<b>ASSEMBLEA ORDINARIA Progetti di bilancio</b>	<b>ASSEMBLEA STRAORDINARIA Relazione illustrativa degli amministratori</b>
Numero richieste di integrazione documenti	73	31
Numero opposizioni alle richieste di diffondere ulteriori informazioni	5	1
– di cui numero opposizioni accolte	3	1

Si veda la sezione Note metodologiche.

**OGGETTO DELLE DELIBERE ASSUNTE NELLE ASSEMBLEE STRAORDINARIE**

VOCI	NUMERO DELIBERE		
	1992	1993	1994
Fusioni	34	25	27
Emissioni obbligazioni	3	1	13
Emissioni obbligazioni convertibili	2	8	9
Operazioni sul capitale	25	38	52
Modifiche oggetto sociale o denominazione sociale	17	27	10

**RICHIESTA DI INFORMAZIONI COMPLEMENTARI SUGLI EVENTI RILEVANTI  
NEL 1994**

NATURA DELL'EVENTO	NUMERO RICHIESTE
Piani di ristrutturazione di imprese in crisi	8
Effetti di acquisizioni o cessioni rilevanti	4
Altro	3
<i>Totale</i>	<i>15</i>

Si veda la sezione Note metodologiche.

**MODIFICHE RILEVANTI DELL'AZIONARIATO DELLE SOCIETA' QUOTATE  
NEL 1994**

Numero società quotate di cui è variato l'azionariato	245
Numero azionisti che hanno variato le partecipazioni	490
– di cui: numero nuovi azionisti	90
Numero medio azionisti per società	4.9
Quota media detenuta dal primo azionista (1)	53.6
Quota media detenuta dai primi tre azionisti (1)	63.8
Flottante medio (1)	33.5

(1) Valori percentuali.

Si veda la sezione Note metodologiche.

**LA STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETA' QUOTATE – Quota della capitalizzazione di borsa detenuta dalle diverse tipologie di investitori (1)**

VOCI	1993	1994
Investitori istituzionali	8.8	11.0
di cui:		
– fondi comuni	5.7	7.2
– gestioni patrimoniali	1.4	1.9
– assicurazioni (ramo vita)	1.7	1.9
Estero e società appartenenti a gruppi esteri	4.9	5.2
Stato e società non bancarie controllate dallo Stato	27.9	26.8
Banche	9.7	10.2
Altre imprese private non bancarie	31.7	30.6
Famiglie e partite non classificabili	17.0	16.2

(1) Valori percentuali.

Si veda la sezione Note metodologiche.

## I PATTI DI SINDACATO SU SOCIETA' QUOTATE: QUADRO ANALITICO (1)

SOCIETA' OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	CAPITALE SOCIALE SINDACATO (2)	NUMERO ADERENTI AL PATTO
Fabbrica Milanese Conduttori	Blocco	31.12.2000	74.00	2
Falck	Blocco	30.06.1997	27.50	30
Generali	Blocco	31.12.2001	10.74	2
Impregilo	Blocco	Indefinita	20.20	11
Smi	Blocco	31.12.1995	65.05	4
Sme	Blocco	Indefinita	32.00	3
BNA	Consultazione	Indefinita	21.45	2
Acquedotto Nicolay	Blocco, consultazione	26.06.1994	50.22	2
Aedes	Blocco, consultazione	19.06.1995	62.88	2
Ausiliare	Blocco, consultazione	Indefinita	79.48	5
Banca di Roma	Blocco, consultazione	30.11.1995	23.52	2
Banco Ambrosiano Veneto	Blocco, consultazione	30.01.1996	68.26	8
Europa Metalli LMI	Blocco, consultazione	25.05.1996	60.72	2
Fiat	Blocco, consultazione	30.06.1999	30.00	5
Gemina	Blocco, consultazione	Bilancio 1994	46.47	9
Gim	Blocco, consultazione	31.12.1997	63.15	11
Istituto Bancario San Paolo	Blocco, consultazione	Bilancio 1994	76.32	7
Istituto Italiano di Credito Fondiario	Blocco, consultazione	Indefinita	50.10	2
La Gaiana	Blocco, consultazione	Bilancio 1996	75.59	4
Mediobanca	Blocco, consultazione	30.06.2001	50.00	21
Milano Assicurazioni	Blocco, consultazione	31.12.1998	76.39	2
Pirelli & C. S.p.a.	Blocco, consultazione	31.12.1995	51.52	12
Riva Finanziaria	Blocco, consultazione	Bilancio 1996	39.54	27
Rodriquez	Blocco, consultazione	Indefinita	82.70	2
Sai	Blocco, consultazione	31.12.1997	52.50	2
Saes Getters	Blocco, consultazione	31.12.1999	76.67	
Sci	Blocco, consultazione	31.03.1997	55.75	2
Simint	Blocco, consultazione	30.04.2002	49.58	3
Terme Demaniali di Acqui	Blocco, consultazione	Indefinita	63.99	2
Unicem	Blocco, consultazione	25.06.1996	56.52	17
BNA	Blocco, consultazione, voto	31.12.1996	58.97	43
Cofide	Blocco, consultazione, voto	30.06.1995	46.58	7
Costa Crociere	Blocco, consultazione, voto	Indefinita	50.29	5
Credito Fondiario Industriale	Blocco, consultazione, voto	31.03.1995	52.60	2
Marangoni	Blocco, consultazione, voto	30.06.1995	51.00	5
Necchi	Blocco, consultazione, voto	30.09.1996	42.35	7
Olivetti	Blocco, consultazione, voto	31.12.1997	20.12	6
Sirti	Blocco, consultazione, voto	6.05.1996	53.00	3

(1) Situazione aggiornata al 31.12.1994, l'elenco comprende i soli patti relativi a società quotate al mercato ufficiale. (2) Valori in percentuale.

Si veda la sezione Note metodologiche.

## I PATTI DI SINDACATO SU SOCIETA' QUOTATE: QUADRO SINTETICO (1)

TIPO PATTO	NUMERO PATTI	NUMERO MEDIO SOGGETTI ADERENTI AL PATTO	MEDIA DEL CAPITALE SOCIALE SINDACATO (2)	CAPITALIZZ. DELLE SOCIETA' SINDACATE (mld. di lire)	INCIDENZA SOCIETA' SINDACATE SU CAPITALIZZ. DI BORSA (2)
Blocco	6	9	33.7	33406	11.4
Consultazione	1	2	21.5	984	0.3
Blocco e consultazione	23	7	57.9	45091	15.4
Blocco, consultazione e voto	8	10	46.9	7497	2.5
<i>Totale</i>	<i>38</i>	<i>7</i>	<i>40.0</i>	<i>86978</i>	<i>29.7</i>

(1) Situazione aggiornata al 31.12.1994. (2) Valori in percentuale.

Si veda la sezione Note metodologiche.

**PARTECIPAZIONE ALLE ASSEMBLEE SOCIETARIE (principali società per capitalizzazione; assemblee per l'approvazione del bilancio 1993)**

SOCIETA' QUOTATA	NUMERO AZIONISTI			QUOTA IN ASSEMBLEA (1)		
	Totale	Presenti in assemblea	Deleganti	Totale	Primi tre azionisti	Diffusa (2)
Alleanza	24200	64	13	99.9	97.6	2.3
AME (Mondadori)	830	14	4	98.5	98.5	..
Assitalia	....	....	....	92.7	92.7	..
Banca di Roma	22300	86	2	88.1	88.0	0.1
Banca Fideuram	13700	26	14	80.4	79.8	0.6
Banco Ambroveneto	51250	110	50	72.1	42.8	29.3
Banco di Napoli	15570	50	9	86.0	85.0	1.0
Benetton	6750	20	16	72.2	71.3	0.9
BNA	42850	91	79	68.9	50.7	18.1
CIR	30684	162	149	50.7	32.4	18.3
COMIT	39470	142	41	59.0	56.8	2.2
Credit	56737	329	....	23.1	8.0	15.1
Edison	7400	27	20	81.5	55.4	26.1
Ferfin	46150	55	36	48.5	23.0	25.5
Fiat	147000	212	113	49.4	32.7	16.8
Finmeccanica	15069	36	3	88.1	86.6	1.5
Fondiarìa	8498	85	38	63.3	43.3	20.1
Gemina	37700	45	24	53.1	38.1	15.0
Generali	144304	2602	2385	31.6	19.2	12.4
Ifil	9250	45	22	62.4	58.4	3.9
Italcementi	8900	62	31	53.5	52.3	1.1
Italgas	32000	44	35	50.0	49.1	0.9
La Fondiaria	4158	44	21	91.7	65.3	26.5
Mediobanca	53500	164	71	52.9	25.0	27.9
Montedison	93600	82	49	44.6	34.0	10.6
Olivetti	31300	95	59	51.7	36.2	15.5
Parmalat	2000	26	....	56.4	51.0	5.4
Pirelli Spa	34830	43	....	56.2	56.2	..
RAS	49000	44	4	54.3	53.5	0.8
Rinascete	14000	33	5	37.1	36.6	0.5
SAI	24200	62	23	60.5	57.2	3.3
Saipem	2500	6	6	80.2	80.1	0.1
Sip (Telecom)	76500	144	81	61.5	60.6	0.9
Sirti	14820	36	16	56.7	54.1	2.6
SME	16130	21	--	63.3	63.3	..
SNIA BPD	20700	35	11	61.5	60.9	0.6
Stet	38090	148	62	62.0	58.7	3.3
San Paolo di Torino	70000	95	23	77.7	77.1	0.6
Toro Assicurazioni	23400	62	34	63.1	60.7	2.4
<i>Totali</i>	<i>1329340</i>	<i>5450</i>	<i>3549</i>			
<i>Valori medi con Generali</i>	<i>34982</i>	<i>143</i>	<i>104</i>	<i>64.2</i>	<i>56.2</i>	<i>8.0</i>
<i>Valori medi senza Generali</i>	<i>32028</i>	<i>77</i>	<i>34</i>			

(1) Valori percentuali. (2) Differenza tra la quota presente in assemblea e la quota dei primi tre azionisti

## LA DISTRIBUZIONE DEGLI INCARICHI NEGLI ORGANI SOCIETARI

NUMERO INCARICHI	NUMERO AMMINISTRATORI	NUMERO SINDACI
1	1545	713
Da 2 a 5	324	198
Più di 5	17	7
<i>Totale</i>	<i>1886</i>	<i>918</i>

Si veda la sezione Note metodologiche.

## INFRAZIONI AGLI OBBLIGHI INFORMATIVI SULL'AZIONARIATO E SUI POSSESSI DELLE SOCIETA' QUOTATE

### - AZIONARIATO DELLE SOCIETA' QUOTATE -

TIPOLOGIE DI VIOLAZIONE	NUMERO VIOLAZIONI	NUMERO SOGGETTI	NUMERO SOCIETA' OGGETTO DELLA VIOLAZIONE
Omessa comunicazione	17	16	15
Ritardo superiore a trenta giorni	14	11	14
Ritardo inferiore a trenta giorni	16	13	16

### - POSSESSI DELLE SOCIETA' QUOTATE -

TIPOLOGIE DI VIOLAZIONE	NUMERO VIOLAZIONI	NUMERO SOGGETTI	NUMERO SOCIETA' OGGETTO DELLA VIOLAZIONE
Omessa comunicazione	--	--	--
Ritardo superiore a trenta giorni	40	19	40
Ritardo inferiore a trenta giorni	74	17	74

Si veda la sezione Note metodologiche.

## DENUNCE ALL'AUTORITA' GIUDIZIARIA PENALE

- EX LEGE 216/1974 -

TIPO DI SOGGETTO DENUNCIATO	NUMERO	NORMA VIOLATA (Articolo)
Società con titoli quotati	1	1/3
Società con titoli quotati	2	1/4
Sim	1	1/4
Società finanziarie di cui all'art. 19 della legge 216/74	66	1/4
Società a responsabilità limitata	1	1/4 bis
Società con titoli quotati	21	1/5
Persone fisiche	15	1/5
Sim	12	1/5
Società per azioni	6	1/5
Società a responsabilità limitata	4	1/5
Fiduciarie iscritta all'Albo Speciale Sim	1	1/5
Società di diritto estero	1	1/5
Società in accomandita per azioni	1	1/5
Fondazioni	1	1/5
Società per azioni	3	1/5 bis
Società in accomandita per azioni	1	1/5 bis
Società con titoli quotati	1	1/5 bis
Società di diritto estero	3	1/5 bis
Persone fisiche	1	1/5 bis
Sim	1	1/5 bis
Fiduciarie iscritte all'Albo Speciale Sim	1	1/5 bis
Persone fisiche (amm.ri e sindaci di società con titoli quotati)	131	1/17
Società per azioni	1	1/18 quinquies
Società di diritto estero	1	1/18 quinquies

Si veda la sezione Note metodologiche.

## SANZIONI PECUNIARIE LEGGE 216/74 NEL 1994

VOCI	NUMERO NOTIFICAZIONI	
	Totale	Di cui hanno usufruito del pagamento in misura ridotta (1)
Illeciti amministrativi ex art. 1/5 quinquies (ritardo comunicazioni art. 5)	80	72
Numero di notificazioni degli estremi di illeciti amministrativi ex art. 1/17 (ritardo comunicazioni variazioni partecipazioni e compensi)	90	37
Numero di notificazioni degli estremi di illeciti amministrativi ex art. 1/18 e 1/18 ter (violazione della disciplina della sollecitazione al pubblico risparmio)	--	--

(1) Il soggetto a cui è contestato un illecito amministrativo può optare per il pagamento in misura ridotta che è fissato in 2 milioni di lire più le spese di notifica.

Si veda la sezione Note metodologiche.

**IL CONTROLLO SUI BILANCI CERTIFICATI DELLE SOCIETA' QUOTATE**

ANNI	NUMERO INTERVENTI NEI CONFRONTI DI SOCIETA' DI REVISIONE			NUMERO INTERVENTI NEI CONFRONTI DI SOCIETA' EMITTENTI		
	Richieste informazioni	Ispezioni	Lettere di richiamo	Richieste informazioni	Ispezioni	Lettere di richiamo
1993	46	2	--	17	1	4
1994	37	2	5	30	1	2

**I BILANCI CONSOLIDATI**

<b>ANNI</b>	<b>NUMERO BILANCI CONSOLIDATI ESAMINATI</b>	<b>QUOTE SOCIETA' CON BILANCIO CONSOLIDATO (1)</b>	<b>NUMERO SOCIETA' QUOTATE CONSOLIDATE</b>
<b>1993</b>	<b>185</b>	<b>77.7</b>	<b>197</b>
<b>1994</b>	<b>189</b>	<b>81.5</b>	<b>202</b>

(1) Quota in percentuale del numero totale di società quotate.

Si veda la sezione Note metodologiche.

## L'ATTIVITA' DI REVISIONE SUI BILANCI 1993

VOCI	SOCIETA' QUOTATE	SOCIETA' AL RISTRETTO	SIM
<b>1. Numero bilanci esaminati</b>	<b>386</b>	<b>39</b>	<b>330</b>
– singoli	218	39	320
– consolidati	168	--	10
<b>2. Numero certificazioni rilasciate con riserva</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>20 (1)</b>
Tipologia delle riserve:			
– eccezioni	4	6	11
– scope limitation	2	--	3
– incertezze	--	--	8
– going concern	6	--	2
<b>3. Numero certificazioni con richiamo di informativa</b>	<b>176</b>	<b>15</b>	<b>81</b>
<b>4. Numero certificazioni non rilasciate</b>	<b>10</b>	<b>6</b>	<b>21</b>
Tipologia dei motivi:			
– impossibilità ad esprimere giudizio	7	4	14
– giudizio avverso	3		3
– gravi limitazioni relative al procedimento di revisione	--	2	4

(1) La somma delle riserve eccede il numero di certificazioni, in quanto in alcuni casi sono state sollevate più riserve.

Si veda la sezione Note metodologiche.

## IL CONFERIMENTO DEGLI INCARICHI ALLE SOCIETA' DI REVISIONE

ANNI	NUMERO CONFERIMENTI	NUMERO RIFIUTI		NUMERO REVOCHE	
		Carenze procedurali	Inidoneità tecnica	Giusta causa	D'ufficio
1992	325	20	1	1	--
1993	229	9	1	4	1
1994	170	6	--	3	1

## IL CONTROLLO SULLE SOCIETA' DI REVISIONE

ANNI	ISPEZIONI	LETTERE DI RICHIAMO	SOSPENSIONI SOCIO (art. 11 d.P.R. 136/75)	SOSPENSIONI SOCIETA'	CANCELLA- ZIONI ALBO	DENUNCE PENALI (art. 14 d.P.R. 136/75)
1992	1	14	--	--	--	1
1993	6	2	--	--	--	2
1994	7	13	5	--	--	1

Si veda la sezione Note metodologiche.

## DISTRIBUZIONE INCARICHI SOCIETA' DI REVISIONE

TIPOLOGIA DI GRUPPO	FATTURATO (1) (mld di lire)		NUMERO INCARICHI LEGALI		NUMERO INCARICHI VOLONTARI		NUMERO DIPENDENTI	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993
I Gruppo	419,4	456,1	555	520	8.904	9.980	2.552	2.714
II Gruppo	35,0	38,4	97	84	1.593	1.781	295	254
III Gruppo	8,6	10,4	9	11	598	629	109	115
<i>Totale</i>	<i>463,0</i>	<i>504,9</i>	<i>661</i>	<i>615</i>	<i>11.095</i>	<i>12.390</i>	<i>2.956</i>	<i>3.083</i>

(1) Il fatturato delle società di revisione per l'esercizio 1993 si riferisce anche a lavori di revisione espletati dalle medesime nel corso del 1992.

Si veda la sezione Note metodologiche.

## ALBO SPECIALE DELLE SOCIETA' DI REVISIONE AL 31.12.1994

NUMERO	DELIBERA CONSOB (1)		RAGIONE / DENOMINAZIONE SOCIALE E SEDE
	Numero	Data	
1	6582 (1423) (687)	3.11.1992 (26.01.1984) (26.04.1980)	ARTHUR ANDERSEN & C. sas, con sede in Milano
2	2262	18.06.1986	AUDIREVI sas di Mario Rendina & C., con sede in Roma
3	5917	14.01.1992	AXIS sas di Franco Marchini & C., con sede in Reggio Emilia
4	781	23.10.1980	BOMPANI AUDIT sas di Bruno Dei & C., con sede in Firenze
5	1134 (689)	23.09.1982 (26.04.1980)	CONSULAUDIT sas di A. Arietti & C., con sede in Torino
6	1136 (694)	23.09.1982 (26.04.1980)	COOPERS & LYBRAND sas di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C., con sede in Milano
7	6585 (1496) (883)	3.11.1992 (21.06.1984) (6.05.1981)	CZ Revisione snc di Paolo Martinotti & C., con sede in Milano
8	6584 (3850) (1572) (1482) (690)	3.11.1992 (10.01.1989) (8.11.1984) (23.05.1984) (26.04.1980)	DELOITTE & TOUCHE Snc di Adolfo Mamoli & C., con sede in Milano
9	5152	22.01.1991	EURO REVISIONE sas di Maurizio Sordini, Guido Zaffaroni & C. con sede in Milano (2) (3)
10	6358	22.07.1992	GUERARD VIALA sas di Vincenzo Miceli & C., con sede in Milano
11	7771 (1534) (1135) (698)	23.02.1994 (11.09.1984) (23.09.1982) (26.04.1980)	HODGSON LANDAU BRANDS sas di Lorenzo Penca e C., con sede in Milano
12	696	26.04.1980	HORWATH & HORWATH ITALIA sas di Massimo de Rosa & C., con sede in Roma
13	7916	6.04.1994	IFIREVI sas di Umberto Giacometti & C., con sede in Verona
14	697	26.04.1980	ITALAUDIT spa Società italiana di revisione e certificazione, con sede in Milano

(Segue)

## ALBO SPECIALE DELLE SOCIETA' DI REVISIONE AL 31.12.1994

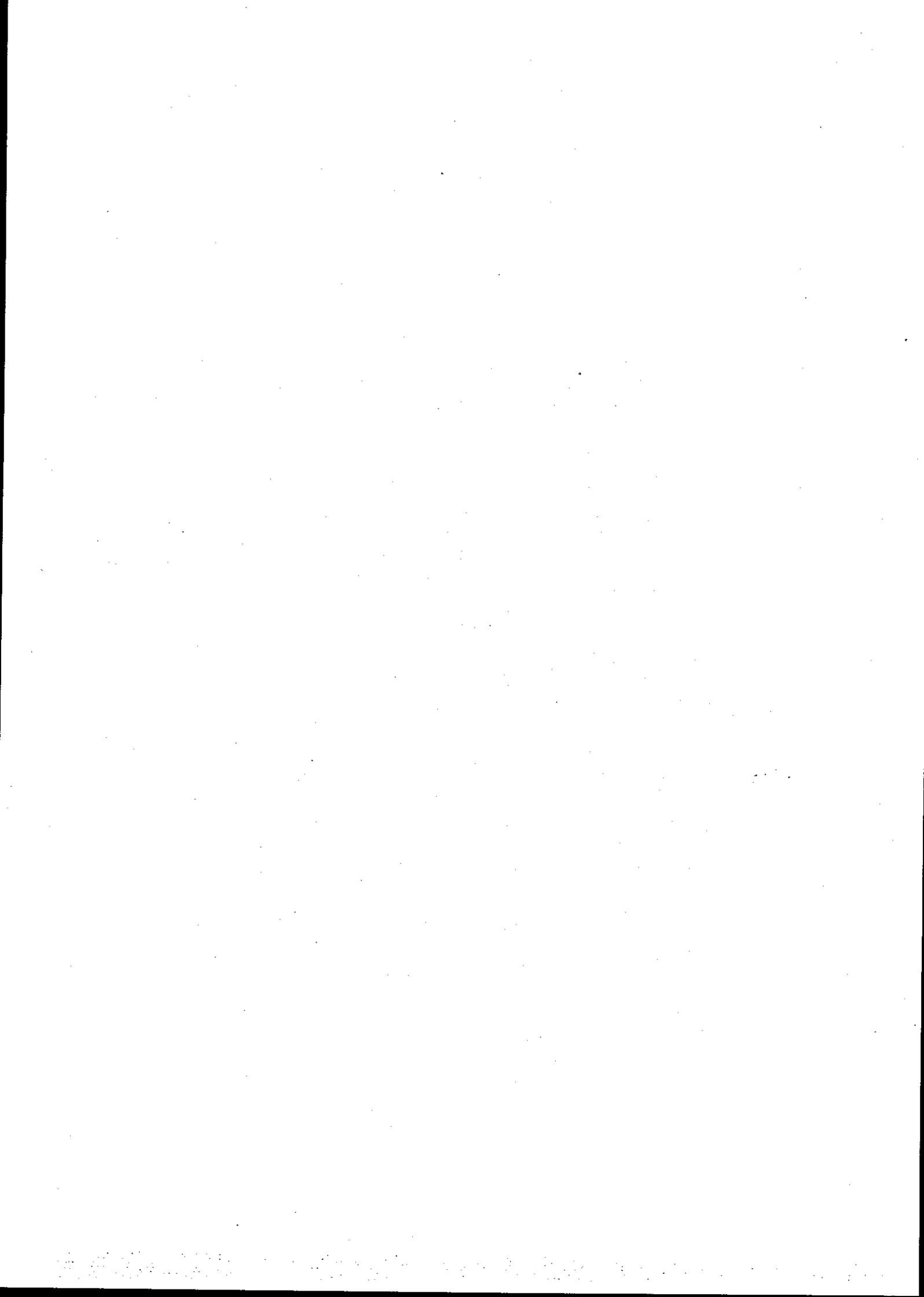
NUMERO	DELIBERA CONSOB (1)		RAGIONE / DENOMINAZIONE SOCIALE E SEDE
	Numero	Data	
15	2379 (1116)	9.09.1986 (7.07.1982)	MOORE, STEPHENS & Co. sas Revisori contabili di Giancarlo Rossi & C., con sede in Milano
16	4104 (3677) (699)	29.08.1989 (27.09.1988) (26.04.1980)	KPMG Peat Marwick Fides snc di Giuseppe Angiolini & C., con sede in Milano
17	829	27.01.1981	PRICE WATERHOUSE sas di Giuseppe De Carolis, Roberto Matteo Dunatov, Andrea Gargiulo, Renzo Latini, Denis O'Kelly, Paul McMahon, Emilio Palma, Marko Rus, Terry Peter Ryan e Benito Soave in forma abbreviata: Price Waterhouse sas di Renzo Latini & C., con sede in Milano
18	6583 (688)	3.11.1992 (26.04.1980)	RECONTA ERNST & YOUNG sas di Bruno Gimpel & C., con sede in Roma
19	7499	3.11.1993	REVISA di Hansjorg Verdofer & Co. sas in lingua italiana e REVISA des Hansjorg Verdofer & C. KG in lingua tedesca, con sede in Bolzano
20	6004 (5041)	25.02.1992 (11.12.1990)	RIA & MAZARS sas di G. Scala, A. Trevese & C., con sede in Milano (2) (4)
21	6115 (1317) (715)	22.04.1992 (25.05.1983) (7.05.1980)	Sala Scelsi Farina BDO – Società di revisione di Paolo Scelsi, Giorgio Farina & C. sas, con sede in Milano
22	7772 (824)	23.02.1994 (22.01.1981)	S.E.R.C.A. Organizzazione e Revisione Contabile snc di Giovanni Brondi, Giuliano Pacchiani & C., con sede in Brescia
23	1133 (703)	23.09.1982 (26.04.1980)	Società Generale di Revisione e Certificazione di Mario Augusto Barranco & C., con sede in Milano
24	782	23.10.1980	SOFIRESA sas – Società di Revisione di Vittorio Salvi & C., con sede in Milano

(1) In parentesi sono indicati gli estremi delle delibere concernenti l'originaria iscrizione all'Albo speciale con diversa ragione/denominazione sociale e/o sede, nonché le successive variazioni. (2) Ragione/denominazione sociale diversa da quella risultante nell'Albo speciale in attesa della conclusione dell'iter istruttorio in corso presso la Consob. (3) Ragione sociale al 31.12.1994: EURO REVISIONE sas di Maurizio Sordini, Piero Chiesa & C. – Società di organizzazione e revisione. (4) Ragione sociale al 31.12.1994: RIA & MAZARS sas di G. Aita, M. Amenta, F. Belloni, C. Bugolotti, S.L. Cerioli, M. Finicelli, F. Gallassi, G. Pizzocaro, A. Travesse, R. Vercelloni, R. Vogliotti.

**DENUNCE ALL'AUTORITA' GIUDIZIARIA PENALE NEL 1994**

<b>TIPO DI SOGGETTO</b>	<b>NUMERO</b>	<b>NORMA VIOLATA</b>	<b>FONTE DELLA NOTITIA CRIMINIS</b>
Società di revisione	1	art. 14 d.P.R. 136/75	Ispezione
Società quotate	1	art. 2621, n. 1, c.c.	Segnalazione uffici Consob
Società quotate	1	art. 2631 c.c.	Segnalazione uffici Consob

Si veda la sezione Note metodologiche.



## SOCIETA' QUOTATE - CONFRONTO INTERNAZIONALE

BORSA	DOMESTICHE		STRANIERE		TOTALI	
	1989	1993	1989	1993	1989	1993
Italia	235	218	--	4	235	222
NYSE	1633	1788	87	158	1720	1946
Tokyo	1597	1667	116	108	1713	1775
Germania	408	426	233	229	641	655
Francia	462	472	223	205	685	677
Londra	1955	1646	604	479	2559	2125
Buenos Aires	183	165	1	--	184	165

Fonte: Dati FIBV.

Si veda la sezione Note metodologiche.

## AMMISSIONI A QUOTAZIONE – CONFRONTO INTERNAZIONALE (1)

BORSA	1991	1992	1993	1994
Francia	28 (6)	13 (2)	15 (2)	38
Germania	52 (33)	34 (26)	68 (59)	....
Hong Kong	60 (9)	64 (6)	68 (2)	....
Italia	8 (2)	4 (1)	4 (1)	8
Tokyo	21 (3)	15	22	19
Madrid	17 (1)	11	9 (1)	....
Johannesburg	....	12	15 (2)	....
Londra	138 (20)	93 (11)	186 (6)	273
NYSE	162 (12)	251 (17)	306 (37)	200

(1) I dati tra le parentesi indicano le società estere e sono un di cui del totale. Per il 1994, dati provvisori riferiti alle sole società domestiche.

Fonte: Dati FIBV e bollettini delle singole Borse valori.

## BORSA VALORI: PRINCIPALI INDICATORI

ANNI	SOCIETA' QUOTATE (numero)	TITOLI AZIONARI QUOTATI (numero)	CAPITALIZ- ZAZIONE (mld. di lire)	SCAMBI (mld. di lire)	RAPPORTO DI TURNOVER	AUMENTI DI CAPITALE (mld. di lire)	VARIAZIONE INDICE MIB (1)
1986	202	301	190472	66661	46.2	14488	64
1987	225	336	140721	41967	25.3	5277	- 32
1988	228	338	176827	41269	26.0	3011	21.3
1989	235	348	215244	53410	27.2	7356	16.5
1990	229	340	168135	50700	26.4	9408	- 25.1
1991	231	342	177917	31057	17.9	4854	- 2.2
1992	229	342	173080	34649	19.7	3027	- 11.7
1993	222	329	232005	103501	50.8	16192	37.4
1994	223	324	293488	189925	72.1	14949	3.29

(1) Valori in percentuale.

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

## RIEPILOGO SCAMBI SU TITOLI QUOTATI AL MERCATO UFFICIALE

VOCI	1993 (mld. di lire)	1994 (mld. di lire)
<b>Scambi sul mercato:</b>		
– alle grida	33904.6	1504.3
– al telematico	69596.5	188421.0
<i>Totale</i>	<i>103501.1</i>	<i>189925.3</i>
<b>Scambi fuori mercato:</b>		
– ai blocchi	12894.4	13462.6
– best execution	744.6	1091.8
– spezzature (1)	....	82.2
<i>Totale</i>	<i>13639</i>	<i>14636.6</i>
<i>Totale generale</i>	<i>117140.1</i>	<i>204561.9</i>

(1) Dati disponibili dal mese di ottobre 1994.

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa.

## SCAMBI SUL MERCATO ALLE GRIDA – BORSA DI MILANO (mld. di lire)

PERIODI	TITOLI AZIONARI	WARRANT	OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI	DIRITTI	TOTALE MERCATO
<i>1993</i>	<i>33904.6</i>	<i>3368.8</i>	<i>551.2</i>	<i>1073.9</i>	<i>38898.5</i>
Gennaio 1994	206.3	120.3	61.8	39.8	428.2
Febbraio	449.5	3.0	86.2	12.6	551.3
Marzo	405.5	2.4	66.4	49.2	523.5
Aprile	443.0	7.0	77.5	37.1	564.7
Maggio	--	--	--	--	--
Giugno	--	--	--	--	--
Luglio	--	--	--	--	--
Agosto	--	--	--	--	--
Settembre	--	--	--	--	--
Ottobre	--	--	--	--	--
Novembre	--	--	--	--	--
Dicembre	--	--	--	--	--
<i>1994</i>	<i>1504.3</i>	<i>132.7</i>	<i>291.9</i>	<i>138.7</i>	<i>2067.6</i>

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

## SCAMBI SUL MERCATO TELEMATICO UFFICIALE

PERIODI	TITOLI AZIONARI (mld. di lire)	NUMERO CONTRATTI	WARRANT (mld. di lire)	OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI (mld. di lire)	DIRITTI (mld. di lire)	TOTALE MERCATO (mld. di lire)
<i>1993</i>	<i>69596.5</i>	<i>2839354</i>	<i>....</i>	<i>---</i>	<i>---</i>	<i>69596.5</i>
Gennaio 1994	13282.1	529993	405.5	---	---	13687.6
Febbraio	19334.2	788129	938.1	---	---	20272.3
Marzo	19688.9	779474	1150.8	---	---	20839.7
Aprile	25879.6	1090569	1843.8	70.6	26.8	27820.8
Maggio	24806.6	886946	1593.7	175.7	109.2	26685.1
Giugno	14851.1	493873	752.0	83.6	54.3	15741.0
Luglio	12484.4	387073	531.9	64.2	63.2	13143.6
Agosto	11568.8	381381	496.9	61.1	169.5	12296.3
Settembre	13018.8	405402	560.7	72.3	180.6	13832.4
Ottobre	11997.9	447549	472.6	129.3	86.9	12686.7
Novembre	10464.8	476290	483.9	118.5	325.7	11392.9
Dicembre	11043.9	446096	487.9	171.7	309.3	12012.7
<i>1994</i>	<i>188421.0</i>	<i>7112775</i>	<i>9717.7</i>	<i>947.0</i>	<i>1325.4</i>	<i>200411.1</i>

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa.

**MERCATO UFFICIALE  
SCAMBI SUI TITOLI LIQUIDATI A CONTANTE (mld. di lire)**

PERIODI	TITOLI AZIONARI	WARRANT	OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI	DIRITTI	TOTALE
<i>1993</i>	—	—	<i>533.6</i>	—	<i>533.6</i>
Gennaio 1994	12.9	407.1	57.3	3.4	480.7
Febbraio	33.9	941.1	78.7	12.6	1066.3
Marzo	28.6	1153.2	61.1	49.2	1292.1
Aprile	67.9	1850.8	75.2	64.0	2057.9
Maggio	42.4	1593.7	18.6	109.2	1763.9
Giugno	27.6	752.0	1.9	54.3	835.8
Luglio	165.3	531.9	3.8	63.2	764.2
Agosto	253.9	496.9	7.8	169.5	928.1
Settembre	338.8	560.7	20.5	180.6	1100.6
Ottobre	281.9	472.6	13.3	86.9	854.7
Novembre	254.2	483.9	13.6	325.7	1077.4
Dicembre	239.4	487.9	30.4	309.3	1067.0
<i>1994</i>	<i>1746.8</i>	<i>9731.8</i>	<i>382.2</i>	<i>1427.9</i>	<i>13288.7</i>

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa.

**MERCATO UFFICIALE  
SCAMBI SUI TITOLI LIQUIDATI A CONTANTE (valori percentuali)**

PERIODI	TITOLI AZIONARI		WARRANT	OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI		DIRITTI	TOTALE
	Sul totale azionario	Sul totale a contante	Sul totale a contante	Sul totale obbligazionario	Sul totale a contante	Sul totale a contante	Sul totale a contante
<i>1993</i>	—	—	—	<i>96.81</i>	<i>100.00</i>	—	<i>0.49</i>
Gennaio 1994	0.10	2.68	84.69	92.72	11.92	0.70	3.41
Febbraio	0.17	3.18	88.27	91.30	7.38	1.18	5.12
Marzo	0.14	2.21	89.25	92.02	4.73	3.81	6.05
Aprile	0.26	3.30	89.94	50.78	3.65	3.11	7.25
Maggio	0.17	2.40	90.35	10.59	1.05	6.19	6.61
Giugno	0.19	3.30	89.96	2.27	0.23	6.50	5.31
Luglio	1.32	21.63	69.61	5.92	0.50	8.27	5.81
Agosto	2.19	27.36	53.55	12.77	0.84	18.26	7.55
Settembre	2.60	30.79	50.95	28.35	1.86	16.41	7.96
Ottobre	2.35	32.99	55.30	10.29	1.56	10.17	6.74
Novembre	2.43	23.59	44.91	11.48	1.26	30.23	9.46
Dicembre	2.17	22.43	45.72	17.71	2.85	28.98	8.88
<i>1994</i>	<i>0.92</i>	<i>13.14</i>	<i>73.24</i>	<i>30.83</i>	<i>2.87</i>	<i>10.74</i>	<i>6.56</i>

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa.

## MERCATO DEI BLOCCHI

PERIODI	NUMERO TITOLI	NUMERO BLOCCHI TRATTATI	SCAMBI  (mld. di lire)	VALORE MEDIO BLOCCO (mld. di lire)	INCIDENZA DEI BLOCCHI  (1)
<i>1993</i>	<i>9</i>	<i>3700</i>	<i>12894.4</i>	<i>3.5</i>	<i>12.4</i>
Gennaio 1994	13	473	991.9	2.1	7.3
Febbraio	15	546	1057.8	1.9	5.3
Marzo	15	649	1735.5	2.7	8.6
Aprile	23	863	1659.9	1.9	6.3
Maggio	18	724	2038.6	2.8	8.2
Giugno	12	496	2502.7	5.0	16.8
Luglio	5	131	974.2	7.4	7.8
Agosto	2	64	252.8	4.0	2.2
Settembre	4	97	437.7	4.5	3.4
Ottobre	2	60	261.9	4.4	2.2
Novembre	5	117	661.2	5.7	6.3
Dicembre	4	89	888.3	10.0	8
<i>1994</i>	<i>10</i>	<i>4309</i>	<i>13462.6</i>	<i>3.1</i>	<i>7.1</i>

(1) Misurata rispetto agli scambi sul mercato azionario ufficiale; valori percentuali.

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa.

## MERCATO BEST EXECUTION

PERIODI	NUMERO TITOLI	NUMERO OPERAZIONI TRATTATE	SCAMBI (mld. di lire)	VALORE SINGOLA OPERAZIONE (mld. di lire)	INCIDENZA DELLE OPERAZIONI (1)
<i>1993</i>	<i>9</i>	<i>3038</i>	<i>744.6</i>	<i>0.2</i>	<i>0.7</i>
Gennaio 1994	8	239	256.3	1.1	1.9
Febbraio	8	242	74.9	0.3	0.4
Marzo	9	254	61.4	0.2	0.3
Aprile	10	276	135.5	0.5	0.5
Maggio	10	255	102.5	0.4	0.4
Giugno	8	206	79.6	0.4	0.5
Luglio	8	186	136.6	0.7	1.1
Agosto	4	94	65.0	0.7	0.6
Settembre	4	116	32.1	0.3	0.2
Ottobre	5	94	37.4	0.4	0.3
Novembre	3	75	28.8	0.4	0.3
Dicembre	10	236	81.6	0.3	0.7
<i>1994</i>	<i>7</i>	<i>2273</i>	<i>1091.8</i>	<i>0.5</i>	<i>0.6</i>

(1) Valori percentuali rispetto agli scambi sul mercato.

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa.

## MERCATO DELLE SPEZZATURE

PERIODI	NUMERO CONTRATTI	SCAMBI (mld. di lire)	VALORE MEDIO SINGOLA OPERAZIONE (mln. di lire)	INCIDENZA DELLE SPEZZATURE (1)
Ottobre 1994	17694	19.1	1	0.3
Novembre	49549	44.3	0.9	0.4
Dicembre	30802	18.7	0.6	0.4
1994	98045	82.2	0.8	0.4

(1) Valori percentuali rispetto agli scambi sul mercato.

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa.

**DISTRIBUZIONE DEI TITOLI PER DIMENSIONE DEGLI SCAMBI MEDI GIORNALIERI**

SCAMBI MEDI	1993			1994		
	NUMERO AZIONI	SCAMBI		NUMERO AZIONI	SCAMBI	
		Miliardi	Incidenza (1)		Miliardi	Incidenza (1)
Fino a 100	174	1350.3	1.3	141	1070.6	0.6
Da 100 a 500	81	4219.1	4.1	103	5924.7	3.1
Da 500 a 10000	79	48785.5	47.1	92	60247.6	31.7
Oltre 10000	8	49146.2	47.5	16	122682.4	64.6

(1) Valori in percentuale.

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

## MERCATO RISTRETTO: PRINCIPALI INDICATORI

PERIODI	TITOLI QUOTATI A FINE ANNO			CAPITALIZ- ZAZIONE (mld. di lire)	SCAMBI (mld. di lire)	RAPPORTO DI TURNOVER	AUMENTI DI CAPITALE (mld. di lire)
	AZIONI		ALTRI TITOLI				
	BANCHE	ALTRI					
1986	24	9	1	9753.0	304.1	3.5	312.9
1987	28	8	—	10211.0	356.6	3.6	310.6
1988	29	8	—	10331.0	332.2	3.2	180.4
1989	28	9	1	13360.0	808.4	6.8	596.1
1990	27	12	—	14520.0	1202.4	8.6	647.1
1991	26	17	1	13930.8	626.5	4.4	785.0
1992	22	18	1	12377.6	513.1	3.9	185.3
1993	21	18	—	14497.2	1339.4	9.9	593.6
1994	14	23	1	8169.8	1462.1	12.9	991.1

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

## SCAMBI SUL MERCATO RISTRETTO

PERIODI	INDICE	CONTROVALORE (mld. di lire)
<i>1993 (1)</i>	<i>18.3</i>	<i>868.6</i>
Gennaio 1994	0.5	173.7
Febbraio	2.4	183.7
Marzo	2.4	149.8
Aprile	6.5	220.8
Maggio	-1.3	258
Giugno	-2.4	117.3
Luglio	-0.2	55.7
Agosto	-2.2	40.3
Settembre	-2.5	53.3
Ottobre	-1.2	67.8
Novembre	2.9	75
Dicembre	2.1	67.1
<i>1994 (1)</i>	<i>6.7</i>	<i>1462.4</i>

(1) Variazione percentuale rispetto ai dodici mesi precedenti.

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa.

**OBBLIGHI INFORMATIVI SU EVENTI DI RILIEVO NELL'ANDAMENTO DELLE SOCIETA'**

ANNI	NUMERO COMUNICAZIONI PERVENUTE	NUMERO INFRAZIONI RILEVATE	NUMERO SOGGETTI CHE HANNO COMMESSO L'INFRAZIONE	NUMERO SOGGETTI RECIDIVI	SANZIONI EROGATE
1992	960	--	--	--	--
1993	1577	--	--	--	--
1994	2080	3	3	--	1

Fonte: Adempimenti agli obblighi informativi di cui alla delibera 5553/92, art. 5.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

**INFRAZIONI AGLI OBBLIGHI INFORMATIVI SU EVENTI DI RILIEVO  
NELL'ANDAMENTO DELLE SOCIETA' - ANNO 1994**

TIPOLOGIA	NUMERO INFRAZIONI RILEVATE	NUMERO SOGGETTI CHE HANNO COMMESSO L'INFRAZIONE	NUMERO SOGGETTI RECIDIVI	SANZIONI EROGATE
Omessa comunicazione	2	2	--	1
Ritardata comunicazione	1	2	--	--
Falsa comunicazione	--	--	--	--

Fonte: Adempimenti agli obblighi informativi di cui alla delibera 5553/91, art. 5.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

**DIFFUSIONE DI STATISTICHE E STUDI CONCERNENTI VALORI MOBILIARI  
O EMITTENTI**

VOCI	NUMERO SOGGETTI CHE REALIZZANO GLI STUDI	NUMERO STUDI REALIZZATI	INDAGINI ED ACCERTAMENTI	RISCONTRO DEI DATI DEGLI STUDI CON QUELLI DELL'INFORMATIVA SOCIETARIA	
				Positivi	Negativi
1993	44	741 (1)	12	35	--
1994	49	1050 (2)	7	50	--

(1) Di cui 550 sono note che riportano tra le altre notizie anche informazioni su singoli titoli, 192 sono documenti specifici su singoli titoli. (2) Di cui 800 sono note che riportano tra le altre notizie anche informazioni su singoli titoli, 250 sono documenti specifici su singoli titoli.

Fonte: Obblighi informativi di cui alla delibera 5553/91, art. 15.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

## SOCIETA' QUOTATE -- AMMISSIONI E REVOCHE DAL 1986

ANNI	SOCIETA' ITALIANE			STRANIERE	TOTALE	SOCIETA' ITALIANE QUOTATE A LONDRA
	Revocate	Ammesse	Quotate			
1986	5	42	202	..	202	—
1987	--	23	225	..	225	—
1988	11	14	228	..	228	—
1989	--	7	235	..	235	11
1990	10	4	229	..	229	14
1991	6	6	229	2	231	19
1992	7	4	226	3	229	20
1993	11	3	218	4	222	21
1994	16	8 (1)	219	4	223	23

(1) A tale dato occorre aggiungere le 9 società precedentemente quotate presso le altre borse.

Fonte: Dati Consob, Consiglio di borsa, FIBV.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

## NUMERO SOCIETA' E TITOLI QUOTATI DAL 1986

SETTORI	1986		1990		1994	
	Società	Titoli	Società	Titoli	Società	Titoli
Alimentari e agricole	6	10	4	5	2	2
Assicurative	16	23	19	29	17	26
Bancarie	17	22	20	28	28	37
Cartarie-Editoriali	6	10	7	11	6	9
Cemento-Ceramiche e materiali da costruzione	5	9	8	12	8	12
Chimiche Idrocarburi e Gomma	23	37	25	38	19	29
Commercio	3	8	2	5	2	5
Comunicazioni	8	12	10	14	10	15
Elettriche-Elettroniche	5	6	6	7	5	6
Finanziarie	52	81	60	97	55	83
Immobiliari-Edilizie	13	16	13	17	19	33
Meccaniche-Automobilistiche	21	35	28	45	25	42
Minerarie-Metallurgiche	8	10	5	6	4	5
Tessili	13	18	15	21	14	20
Diverse	6	9	7	10	5	8
<i>Totale</i>	<i>202</i>	<i>306</i>	<i>229</i>	<i>345</i>	<i>219</i>	<i>332</i>
Warrant	—	4	—	22	—	40
Titoli esteri	—	—	—	—	4	4

Fonte: Dati Consob, Consiglio di borsa.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

## INTERVENTI SULLA QUOTAZIONE NEL 1994

PERIODI	NUMERO SOSPENSIONI			
	Orarie	Giornaliere 1 giorno	Temporanee più giorni	Totale
Gennaio	--	--	1	1
Febbraio	1	1	1	3
Marzo	--	--	2	2
Aprile	--	1	1	2
Maggio	2	4	4	10
Giugno	--	--	5	5
Luglio	--	--	2	2
Agosto	--	--	1	1
Settembre	2	2	--	4
Ottobre	1	--	1	2
Novembre	1	1	2	4
Dicembre	--	--	1	1
<i>Anno</i>	7	9	21	37

Si veda la sezione Note metodologiche.

## AMMISSIONI A QUOTAZIONE NEL 1994

SOCIETA'	PROVVEDIMENTO		CAPITALE SOCIALE (mld. di lire)
	Numero	Data	
IMI	7661	29.12.93 (1)	3000
Credito Bergamasco	7775	22.03.94	60
Gruppo Bancario Credito Romagnolo	7793	2.03.94	182.2
Banca Piccolo Credito Valtellinese	7794	2.03.94	24
Banca Popolare di Milano	8008	28.04.94	206
INA	8096	2.06.94	400
Finanza e Futuro Holding	8125	6.06.94	60
Banca Agricola Mantovana	8563	24.10.94	7.5

(1) Con decorrenza 9.02.1994.

## REVOCHE DALLA QUOTAZIONE NEL 1994

SOCIETA'	PROVVEDIMENTO		MOTIVI DELLA REVOCA
	Numero	Data	
Ferrovie Torino Nord	7989	20.04.94	Fallimento
Finanziaria Ernesto Breda	8161	20.06.94	Liquidazione coatta amministrativa
Auschem	8290	27.07.94	Messa in liquidazione
Buton	8366	6.09.94	Opa residuale
Fata Assicurazioni	8367	6.09.94	Opa residuale
Mandelli	8501	11.10.94	Amministrazione straordinaria
Fornara	8502	11.10.94	Amministrazione straordinaria
Scotti Finanziaria	8503	11.10.94	Liquidazione volontaria
Credito Commerciale	8504	11.10.94	Opa residuale
Patrimonio F. Pozzi Ginori	8507	11.10.94	Trasformazione in S.r.l.
RCS Libri e Grandi Opere	8851	13.12.94	Opa residuale

## VARIAZIONI DEL LISTINO NEL 1994

SOCIETA' EMITTENTE	TIPOLOGIA AZIONI	OGGETTO DELL'INTERVENTO	DECORRENZA
Kernel Italiana	Ord.	Revoca	03.01.94
	Risp.	Revoca	03.01.94
Fidenza Vetraria	Ord.	Revoca	03.01.94
Banco Lariano	Ord.	Revoca	03.01.94
Gifim	Risp.	Revoca	17.01.94
Finanziaria Pozzi Ginori	Risp.	Revoca	17.01.94
IMI	Ord.	Ammissione	09.02.94
Credito Bergamasco	Ord.	Ammissione	07.03.94
Credito Valtellinese	Ord.	Ammissione	17.03.94
Credito Romagnolo	Ord.	Ammissione	17.03.94
Ciga Hotels - Ciga	Ord.	Cambio denominazione	05.04.94
	Risp.	Cambio denominazione	05.04.94
Ferrovie Torino Nord	Ord.	Revoca	02.05.94
Banca Popolare di Milano	Ord.	Ammissione	17.05.94
Finanza e Futuro Holding	Ord.	Ammissione	01.07.94
INA	Ord.	Ammissione	06.07.94
Saes Getters	Ord.	Ammissione	18.07.94
Breda Finanziaria	Ord.	Revoca	28.06.94
Sasib	Priv.	Revoca	28.06.94
Edison	Rnc	Revoca	18.07.94
Auschem	Ord.	Revoca	01.08.94
	Rnc	Revoca	01.08.94
Italcable	Ord.	Revoca	18.08.94
	Rnc	Revoca	18.08.94
Sip (Telecom)	Ord.	Cambio denominazione	18.08.94
	Risp.	Cambio denominazione	18.08.94
Fata Assicurazioni	Ord.	Revoca	12.09.94
Buton	Ord.	Revoca	12.09.94
Credito Commerciale	Ord.	Revoca	14.10.94
Finanziaria Pozzi Ginori	Ord.	Revoca	17.10.94
Fornara	Ord.	Revoca	17.10.94
	Priv.	Revoca	17.10.94
Mandelli	Ord.	Revoca	17.10.94
Scotti Finanziaria	Ord.	Revoca	17.10.94
Pacchetti	Ord.	Revoca	17.10.94
Banca Agricola Mantovana	Ord.	Ammissione	10.11.94
RCS Libri & Gr. Op.	Priv.	Revoca	19.12.94
Cogefar Impresit (Impresit)	Ord.	Cambio denominazione	15.12.94
	Rnc	Cambio denominazione	15.12.94

Fonte: Dati Consob, Consiglio di borsa.

## REGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI

MERCATO	REGOLAMENTO PER L'ORGANIZZAZIONE ED IL FUNZIONAMENTO		ULTIMO PROVVEDIMENTO DI MODIFICA AL REGOLAMENTO	
	Numero delibera	Data	Numero delibera	Data
Sistema telematico delle borse valori	5564 (1)	20.11.1991	8954	27.12.1994
Mercato ristretto	233	24.06.1977	4808	24.07.1990
MOT – Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato	8221	17.07.1994	--	--
MSP – Mercato delle spezzature	8510 (2)	11.10.1994	8954	27.12.1994
IDEM – Mercato italiano dei derivati	8625	2.11.1994	8938	19.12.1994
Mercati nazionali di valori mobiliari non quotati in borsa e non negoziati nel mercato ristretto	8469	30.09.1994	--	--

(1) Sostituito con delibera 8221 del 17.07.1994. (2) Delibera di integrazione del regolamento 8221/94.

## DELEGHE AL CONSIGLIO DI BORSA

AREE DI FUNZIONI E DI POTERI DELEGATI	NUMERO DELIBERA	DATA	CONTROLLI SULLE ATTIVITA' DELEGATE
Accertamento contratti conclusi e rilevamento prezzi.	6800	26.01.1993	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Compilazione listino ufficiale.	6800	26.01.1993	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Variazione quantitativi minimi in caso di raggruppamento o frazionamento titoli.	6800	26.01.1993	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Determinazione dell'ordine di chiamata dei titoli.	6800	26.01.1993	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Fissazione calendario per quotazione e liquidazione dei diritti d'opzione o di assegnazione e fissazione relativi prezzi di compenso e prezzi medi.	6800	26.01.1993	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Funzioni di polizia nell'ambito della borsa.	6800	26.01.1993	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Accertamento della cauzione prescritta per l'esercizio della professione di agente di cambio, tenuta e aggiornamento dei relativi ruoli.	6800	26.01.1993	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Rilascio dei certificati di correttezza professionale e commerciale.	6800	26.01.1993	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Gestione dei comunicati da diffondere al pubblico, di cui alle delibere 283/87, 5827/91 e 6430/92.	6800	26.01.1993	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Accertamento, liquidazione ed amichevole componimento delle insolvenze.	6800	26.01.1993	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Compiti precedentemente assegnati ai Comitati dei mercati ristretti.	6801	26.01.1993	-----
Fissazione quantitativi minimi dei diritti d'opzione negoziabili in borsa e nel mercato ristretto.	7008	21.04.1993	-----
Fissazione del prezzo di compenso e dell'entità della decurtazione da applicare alle basi dei contratti a premio.	7554	30.11.1993	-----

(Segue)

## DELEGHE AL CONSIGLIO DI BORSA

AREE DI FUNZIONI E DI POTERI DELEGATI	NUMERO DELIBERA	DATA	CONTROLLI SULLE ATTIVITA' DELEGATE
Determinazione importi minimi negoziabili in borsa.	7914	30.03.1994	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Determinazione controvalore minimo dei blocchi.	8012	4.05.1994	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Gestione interruzioni delle negoziazioni causate da disfunzioni del sistema.	8069	18.05.1994	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Cancellazione dei contratti conclusi tramite il sistema di contrattazione continua su richiesta dei contraenti.	8069	18.05.1994	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Individuazione della tempistica degli orari di contrattazione.	8069	18.05.1994	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Fissazione dei prezzi di compenso per i titoli quotati in borsa e negoziati a contante.	8294	1.08.1994	Trasmissione provvedimenti adottati
Definizione caratteristiche indice di borsa oggetto del contratto uniforme a termine, sua gestione e diffusione.	8442	27.09.1994	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta
Sospensione temporanea contrattazioni.	8570	25.10.1994	Relazione attività svolta
Variazione delle percentuali di scostamento del prezzo di un contratto dal prezzo di riferimento del giorno precedente e del prezzo tra due contratti consecutivi.	8570	25.10.1994	Relazione attività svolta
Determinazione numero massimo dei lotti negoziabili con la modalità "esegui comunque" e per le sue proposte al prezzo di apertura.	8570	25.10.1994	Relazione attività svolta
Sospensione temporanea dell'intermediario dal sistema telematico.	8570	25.10.1994	Relazione attività svolta
Cancellazione dei blocchi e dei fuori mercato erroneamente segnalati.	8570	25.10.1994	Relazione attività svolta
Determinazione degli importi minimi negoziabili per i titoli ammessi al ristretto.	8937	19.12.1994	Trasmissione provvedimenti adottati Relazione attività svolta

**SCAMBI DI VALORI MOBILIARI DELLE SIM – Ripartizione delle Sim secondo l'incidenza degli scambi per conto terzi sul totale degli scambi**

INCIDENZA DEGLI SCAMBI PER CONTO TERZI SUL TOTALE (1)		NUMERO SIM					
		AZIONI		OBBLIGAZIONI		TITOLI DI STATO	
Da	A	2° sem. 93	1° sem. 94	2° sem. 93	1° sem. 94	2° sem. 93	1° sem. 94
	0	11	12	27	27	27	29
0	10	0	2	6	4	11	12
10	50	7	5	8	9	14	16
50	80	14	12	19	20	19	15
80	90	13	8	7	9	8	6
90	99	30	34	26	18	15	9
100		20	21	26	26	25	29
<i>Totale</i>		<i>95</i>	<i>94</i>	<i>119</i>	<i>113</i>	<i>119</i>	<i>116</i>
Incidenza aggregata (%)							
per conto terzi		76	83	56	56	30	16
per conto proprio		24	17	44	44	70	84

(1) Valori percentuali.

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

## RIPARTIZIONE PER MERCATO DI NEGOZIAZIONE (1)

MERCATI DI NEGOZIAZIONE	AZIONI		OBBLIGAZIONI	
	2° sem. 93	1° sem. 94	2° sem. 93	1° sem. 94
Borsa Valori	93.6	94.9	27.7	26.5
Mercato ristretto	0.9	0.7	—	—
Mercato dei blocchi	3.9	3.5	1.3	1.6
Mercato estero	0.6	0.4	54.0	52.5
Fuori mercato	1.0	0.5	17.0	19.4
<i>Totale</i>	<i>100.0</i>	<i>100.0</i>	<i>100.0</i>	<i>100.0</i>

(1) Valori percentuali.

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

## NEGOZIAZIONI DI SIM – CONCENTRAZIONE DELL'ATTIVITA'

QUOTA SUL TOTALE DELLE NEGOZIAZIONI (1)		NUMERO SIM CUMULATO					
		AZIONI		OBBLIGAZIONI		TITOLI DI STATO	
Da	A	2° sem. 93	1° sem. 94	2° sem. 93	1° sem. 94	2° sem. 93	1° sem. 94
0	20	2	3	0	0	0	0
0	40	8	8	1	1	3	2
0	60	14	15	6	5	8	6
0	80	26	26	20	18	22	18
<i>Totale</i>		<i>95</i>	<i>94</i>	<i>119</i>	<i>113</i>	<i>119</i>	<i>116</i>

(1) Valori percentuali.

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia.  
Si veda la sezione Note metodologiche.

**GESTIONI PATRIMONIALI DI SIM, BANCHE E FIDUCIARIE -  
 CONCENTRAZIONE DELL'ATTIVITA'**

QUOTA SUL TOTALE DEL PATRIMONIO GESTITO (1)		NUMERO CUMULATO					
		SIM		BANCHE		FIDUCIARIE	
Da	A	31.12.93	30.06.94	31.12.93	30.06.94	31.12.93	30.06.94
0	20	1	1	2	3	1	1
0	40	4	5	9	8	3	3
0	60	10	11	20	18	6	6
0	80	18	20	40	39	14	13
<i>Totale</i>		<i>60</i>	<i>67</i>	<i>140</i>	<i>143</i>	<i>53</i>	<i>48</i>
Patrimonio gestito (2)		7575	8966	109655	135808	17821	19344

(1) Valori percentuali. (2) Valori in miliardi di lire.

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia.  
 Si veda la sezione Note metodologiche.

**GESTIONI PATRIMONIALI DI SIM E SOCIETA' FIDUCIARIE – Composizione del patrimonio di terzi in gestione (1)**

TIPOLOGIA TITOLI	SIM		FIDUCIARIE	
	31.12.93	30.06.94	31.12.93	30.06.94
Titoli di Stato	39.6	36.9	55.4	53.6
Titoli obbligazionari	20.6	21.0	17.9	15.4
Titoli obbligazionari esteri	6.3	3.7	4.4	3.8
Azioni e quote	12.1	20.6	8.8	10.8
Parti di Oicvm	14.7	15.8	12.5	15.3
Altri valori mobiliari	6.7	2.0	1.0	1.1
<i>Totale</i>	<i>100.0</i>	<i>100.0</i>	<i>100.0</i>	<i>100.0</i>

(1) Valori percentuali.

Fonte: Dati Consob.

## I CLIENTI DELLE ATTIVITA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

VOCI	SIM			BANCHE			FIDUCIARIE
	Raccolta	Negoziat.	Gestione	Raccolta	Negoziat.	Gestione	Gestione
Numero clienti (1)	19	317	25	12074	12347	1450	130
Numero operazioni (1)	27	1042	45	568	2472	863	255

TIPOLOGIA CLIENTE QUALIFICATO (2)	SIM			BANCHE			FIDUCIARIE
	Raccolta	Negoziat.	Gestione	Raccolta	Negoziat.	Gestione	Gestione
Sim	0.81	0.72	0.09	0.02	0.02	0.01	—
Banche	6.36	1.75	0.34	0.11	0.10	0.08	—
Assicurazioni	0.42	0.18	0.14	0.01	0.01	0.02	—
Società finanziarie	0.63	0.35	0.05	0.03	0.03	0.06	0.02
Intermediari esteri	0.34	1.12	1.57	0.02	0.03	0.08	—
<i>Totale</i>	<i>8.56</i>	<i>4.12</i>	<i>2.19</i>	<i>0.19</i>	<i>0.19</i>	<i>0.25</i>	<i>0.02</i>

(1) Dati in migliaia. (2) Incidenza percentuale sul totale dei clienti.

Si veda la sezione Note metodologiche.

**RACCOLTA ORDINI: MODALITA' DI ESECUZIONE DELLE OPERAZIONI (1)**

<b>VOCI</b>	<b>BORSA</b>	<b>FUORI MERCATO</b>	<b>MERCATI ESTERI</b>	<b>TOTALE (2)</b>
<b>Sim</b>	<b>37.1</b>	<b>6.3</b>	<b>55.8</b>	<b>99.2</b>
<b>Banche</b>	<b>86.6</b>	<b>12.5</b>	<b>0.1</b>	<b>99.2</b>

<b>VOCI</b>	<b>CONTANTE SU TITOLI</b>	<b>CONTROV. A TERMINE</b>	<b>PREMI</b>	<b>PRONTI C/TERMINE</b>	<b>FUTURES SU TITOLI</b>	<b>TOTALE (2)</b>
<b>Sim</b>	<b>43.1</b>	<b>27.0</b>	<b>2.2</b>	<b>3.1</b>	<b>8.1</b>	<b>83.5</b>
<b>Banche</b>	<b>37.0</b>	<b>56.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>0.3</b>	<b>97.4</b>

(1) Valori percentuali. (2) Il totale non comprende altre modalità di esecuzione.

Si veda la sezione Note metodologiche.

**NEGOZIAZIONE: MODALITA' DI ESECUZIONE DELLE OPERAZIONI (1)**

VOCI	BORSA	FUORI MERCATO	MERCATI ESTERI	TOTALE (2)
Sim	86.6	7.5	1.8	95.9
Banche	2.7	90.6	1.3	94.6

VOCI	CONTANTE SU TITOLI	CONTROV. A TERMINE	PREMI	PRONTI C/TERMINE	FUTURES SU TITOLI	TOTALE (2)
Sim	30.2	58.6	3.3	3.6	1.9	97.6
Banche	86.7	0.7	--	8.3	1.8	97.5

(1) Valori percentuali. (2) Il totale non comprende altre modalità di esecuzione.

Si veda la sezione Note metodologiche.

**GESTIONE DI PATRIMONI: MODALITA' DI ESECUZIONE DELLE OPERAZIONI  
(1)**

VOCI	BORSA	FUORI MERCATO	MERCATI ESTERI	TOTALE (2)
Sim	64.0	14.8	13.1	91.9
Banche	13.7	84.5	0.5	98.7
Fiduciarie	40.1	43.8	5.8	89.7

VOCI	CONTANTE SU TITOLI	CONTROV. A TERMINE	PREMI	PRONTI C/TERMINE	FUTURES SU TITOLI	TOTALE (2)
Sim	53.2	29.2	2.7	4.3	4.2	93.6
Banche	95.4	2.9	0.2	0.7	--	99.2
Fiduciarie	70.6	8.4	0.8	5.7	0.7	86.2

(1) Valori percentuali. (2) Il totale non comprende altre modalità di esecuzione.

Si veda la sezione Note metodologiche.

### ATTRIBUZIONE DI PARAMETRI AGLI ORDINI DELLA CLIENTELA (1)

TIPOLOGIA PARAMETRO	SIM			BANCHE			FIDUCIARIE
	Raccolta	Negoziat.	Gestione	Raccolta	Negoziat.	Gestione	Gestione
Prezzo	78.8	88.5	79.8	79.2	44.7	52.3	95.7
Esecutivo	86.2	81.4	66.8	86.1	26.5	50.4	75.4
Tempo	....	29.8	35.1	....	17.0	12.1	84.4
Quantità	....	5.0	22.2	....	2.3	5.5	29.3

(1) Valori percentuali.

Si veda la sezione Note metodologiche.

**INTERMEDIARI AUTORIZZATI**

SOGGETTI	NUMERO		
	1992	1993	1994
Sim	285	267	238
Fiduciarie	71	59	51
Banche	909	934	937

Fonte: Per le Sim e le fiduciarie, albo tenuto presso la Consob; per le banche, comunicazioni Banca d'Italia.

## OPERATORI ABILITATI PER ATTIVITA' DI INTERMEDIAZIONE

Soggetti	Negoziazione	Collocamento	Gestione	Raccolta	Consulenza	Sollecitazione
<b>SIM</b>						
1992	168	140	118	218	158	149
1993	152	134	120	205	152	144
1994	137	131	111	189	147	125
<b>Fiduciarie</b>						
1992	--	--	71	--	--	--
1993	--	--	59	--	--	--
1994	--	--	51	--	--	--
<b>Banche</b>						
1992	786	729	153	896	174	28
1993	798	742	159	922	180	40
1994	799	746	166	926	181	43

Fonte: Per le Sim e le fiduciarie, albo tenuto presso la Consob; per le banche, comunicazione Banca d'Italia.

Si veda la sezione Note metodologiche.

## DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DELLE SIM (1)

REGIONI	NUMERO SIM		
	1992	1993	1994
Abruzzo	—	—	—
Basilicata	—	—	—
Calabria	1	1	—
Campania	8	8	7
Emilia Romagna	14	14	11
Friuli Venezia Giulia	1	1	—
Lazio	38	32	25
Liguria	4	4	4
Lombardia	172	165	155
Marche	—	—	—
Molise	—	—	—
Piemonte	22	17	13
Puglia	—	1	1
Sardegna	—	—	—
Sicilia	3	2	2
Toscana	11	11	12
Trentino Alto Adige	2	2	2
Umbria	—	—	—
Valle d'Aosta	—	—	—
Veneto	9	9	6
<i>Totale</i>	<i>285</i>	<i>267</i>	<i>238</i>

(1) I dati sono riferiti alla fine di ciascun anno ed alla sede legale.

## DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DELLE SOCIETA' FIDUCIARIE (1)

REGIONI	NUMERO FIDUCIARIE		
	1992	1993	1994
Abruzzo	—	—	—
Basilicata	—	—	—
Calabria	—	—	—
Campania	—	—	—
Emilia Romagna	6	6	5
Friuli Venezia Giulia	—	—	—
Lazio	8	5	5
Liguria	—	—	—
Lombardia	46	38	32
Marche	—	—	—
Molise	—	—	—
Piemonte	4	3	2
Puglia	—	—	—
Sardegna	—	—	—
Sicilia	—	—	—
Toscana	5	6	6
Trentino Alto Adige	1	—	—
Umbria	—	—	—
Valle d'Aosta	—	—	—
Veneto	1	1	1
<i>Totale</i>	<i>71</i>	<i>59</i>	<i>51</i>

(1) I dati sono riferiti alla fine di ciascun anno ed alla sede legale.

**RIPARTIZIONE DELLE SIM SECONDO LA TIPOLOGIA  
DELL'AZIONISTA DI CONTROLLO**

VOCI	1992	1993			1994		
	Iscritte all'Albo	Ingressi	Uscite	Iscritte all'Albo	Ingressi	Uscite	Iscritte all'Albo
<b>Gruppo bancario</b>							
-- italiano	55	--	--	55	--	16	39
-- estero	21	6	--	27	--	17	10
<b>Gruppo assicurativo</b>							
-- italiano	9	8	--	17	--	10	7
-- estero	--	7	--	7	3	--	10
<b>Società di capitale</b>							
-- di diritto italiano	52	30	--	82	--	2	80
-- di diritto estero	--	--	--	--	25	--	25
<b>Agenti di cambio (1)</b>	27	--	11	16	--	4	12
<b>Persone fisiche e società di persone</b>	121	--	58	63	--	8	55
<b><i>Totale al 31.12</i></b>	<b>285</b>	<b>51</b>	<b>69</b>	<b>267</b>	<b>28</b>	<b>57</b>	<b>238</b>

(1) Compresi i soggetti dimessi dal ruolo speciale.

**RIPARTIZIONE DELLE SOCIETA' FIDUCIARIE SECONDO LA TIPOLOGIA DELL'AZIONISTA DI CONTROLLO**

VOCI	1992	1993			1994		
	Iscritte all'Albo	Ingressi	Uscite	Iscritte all'Albo	Ingressi	Uscite	Iscritte all'Albo
<b>Gruppo bancario</b>							
– italiano	17	2	2	17	---	---	17
– estero	3	---	---	3	---	2	1
<b>Gruppo assicurativo</b>							
– italiano	1	---	---	1	---	---	1
– estero	4	---	---	4	---	---	4
<b>Società di capitale</b>							
– di diritto italiano	17	2	5	14	---	1	13
– di diritto estero	4	---	1	3	---	---	3
<b>Agenti di cambio (1)</b>	2	---	1	1	---	---	1
<b>Persone fisiche e società di persone</b>	18	---	5	13	---	4	9
<b>Indipendenti</b>	5	---	2	3	---	1	2
<b>Totale al 31.12</b>	<b>71</b>	<b>4</b>	<b>16</b>	<b>59</b>	<b>---</b>	<b>8</b>	<b>51</b>

(1) Compresi i soggetti dimessi dal ruolo speciale.

Si veda la sezione Note metodologiche.

## DIMENSIONE SECONDO IL NUMERO DI DIPENDENTI

NUMERO DIPENDENTI	SIM (1)		SOCIETA' FIDUCIARIE	
	31.12.93	31.12.94	31.12.93	31.12.94
Oltre 60	12	16	--	--
Tra 30 e 60	44	40	5	4
Tra 10 e 30	65	56	5	8
Tra 5 e 10	45	46	17	13
Tra 0 e 5	88	62	32	26
<i>Totale</i>	<i>254</i>	<i>220</i>	<i>59</i>	<i>51</i>

(1) I dati non sono disponibili per 13 Sim nel 1993 e per 6 Sim nel 1994; nel 1994 12 Sim non sono operative.

Si veda la sezione Note metodologiche.

## DIMENSIONE SECONDO IL NUMERO DI DIPENDENTI E L'ATTIVITA' AUTORIZZATA

NUMERO DIPENDENTI	1993					1994				
	Polifunzionali	Negoziazione Collocamento Raccolta	Sollecitazione Raccolta	Gestione Consulenze	Altre (1)	Polifunzionali	Negoziazione Collocamento Raccolta	Sollecitazione Raccolta	Gestione Consulenze	Altre (1)
Oltre 60	3	--	1	--	8	7	--	2	--	7
Tra 30 e 60	14	1	1	--	28	16	2	2	--	20
Tra 10 e 30	13	1	1	--	50	13	2	4	1	36
Tra 5 e 10	3	5	3	2	32	5	7	2	2	30
Tra 0 e 5	4	1	4	--	79	5	1	8	1	47
<b>Totale</b>	<b>37</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>2</b>	<b>197</b>	<b>46</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>4</b>	<b>140</b>

(1) Combinazioni diverse di attività.

Si veda la sezione Note metodologiche.

**ALBO SIM – ISTANZE PRESENTATE E DELIBERE ADOTTATE**

VOCI	1992	1993	1994
Istanze	141	98	88
Estensioni	35	38	30
Revoche	1	16	16
Cancellazioni (1)	6	34	41
Iscrizioni	99	16	12
SIM al 31.12	285	267	238

(1) Sono stati adottati trenta provvedimenti di cancellazione su istanza di parte, mentre nel 1994 due provvedimenti sono stati adottati d'ufficio. Sono inoltre compresi i provvedimenti di cancellazione adottati dal Ministero del tesoro (sei nel 1993 e nove nel 1994).

**SOCIETA' FIDUCIARIE – ISTANZE PRESENTATE E DELIBERE ADOTTATE**

VOCI	1992	1993	1994
Istanze	14	15	5
Cancellazioni (1)	3	15	8
Iscrizioni	11	3	--

(1) Sono compresi i provvedimenti di cancellazione adottati dal Ministero del tesoro; rispettivamente tre nel 1993 e tre nel 1994.

**SIM ISCRITTE ALL'ALBO PER ATTIVITA' AUTORIZZATA**

<b>VOCI</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>
<b>Negoziazione</b>	<b>168</b>	<b>152</b>	<b>137</b>
<b>Collocamento</b>	<b>140</b>	<b>134</b>	<b>131</b>
<b>Gestione</b>	<b>118</b>	<b>120</b>	<b>111</b>
<b>Raccolta</b>	<b>218</b>	<b>205</b>	<b>189</b>
<b>Consulenza</b>	<b>158</b>	<b>152</b>	<b>147</b>
<b>Sollecitazione</b>	<b>149</b>	<b>144</b>	<b>125</b>

Fonte: Per le Sim e le fiduciarie, albo tenuto presso la Consob; per le banche, comunicazioni Banca d'Italia.

Si veda la sezione Note metodologiche.

**ATTIVITA' ISPETTIVA**

VOCI	1993	1994
Accertamenti ispettivi deliberati	57	75 (1)
Accertamenti ispettivi iniziati	47 (2)	64 (3)
Accertamenti conclusi	37	51

**ACCERTAMENTI ISPETTIVI – CATEGORIE DI SOGGETTI**

VOCI	1993	1994
Sim	35	37
Società fiduciarie	7	4
Banche	--	14
Agenti di cambio	4	5
<i>Totale</i>	<i>46</i>	<i>60</i>

(1) Per 4 accertamenti sono venuti meno i presupposti prima dell'inizio delle attività di verifica. (2) Riguardano 46 soggetti, uno dei quali è stato sottoposto a due accertamenti con finalità diverse. (3) Riguardano 60 soggetti, alcuni dei quali sono stati sottoposti a più di un accertamento con finalità diverse.

## DENUNCE ALL'AUTORITA' GIUDIZIARIA PENALE

TIPO DI SOGGETTO	NUMERO	NORMA VIOLATA (Articolo)	FONTE DELLA NOTITIA CRIMINIS
<i>– LEGGE 1/1991 –</i>			
Persona fisica	7	5, comma 10	Ispezione
Società responsabilità limitata	2	5, comma 10	Ispezione
Persona fisica	3	14	Ispezione
Società responsabilità limitata	1	14	Ispezione
Sim	2	14	Ispezione
Fiduciaria iscritta Albo speciale	1	14	Ispezione
Società per azioni	2	14	Ispezione
Società di diritto estero	3	14	Ispezione/pubblicità
<i>– LEGGE 77/1983 –</i>			
Sim	3	10 bis 10 quater	Ispezione
SICAV	2	10 bis 10 quater	Ispezione

(Segue)

## DENUNCE ALL'AUTORITA' GIUDIZIARIA PENALE

TIPO DI SOGGETTO	NUMERO	NORMA VIOLATA (Articolo)	FONTE DELLA NOTITIA CRIMINIS
<b>– CODICE PENALE –</b>			
Sim	1	640	Ispezione
Promotore di servizi finanziari	1	640	Ispezione
Persona fisica	1	640	Ispezione
Sim	3	646	Ispezione
Promotore di servizi finanziari	3	646	Ispezione
Agente di cambio	1	646	Ispezione
Persona fisica	5	646	Ispezione
<b>– CODICE CIVILE –</b>			
Sim	1	2632 2406	Ispezione

Si veda la sezione Note metodologiche.

## ATTIVITA' DI VIGILANZA – PROVVEDIMENTI SANZIONATORI

TIPO DI PROVVEDIMENTO	SIM			SOCIETA' FIDUCIARIE		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994
Sospensioni	5	8	13	1	4	2
Sanzioni pecuniarie	--	9	14	--	--	2
Commissariamenti	1	6	10	--	6	1
Cancellazioni	--	5	8 (1)	--	3	3
Società oggetto del provvedimento	4	8	20	1	4	4

(1) In un caso la cancellazione è intervenuta a seguito della dichiarazione di insolvenza da parte della società.

## SANZIONI PECUNIARIE AI SENSI DELLA LEGGE 1/91

VOCI	1993	1994
Numero sanzioni a carico di promotori ex art. 5	24	41
<i>Ammontare complessivo (mln. di lire)</i>	558	569
Numero sanzioni a carico Sim/fiduciarie ex art. 13	4	16
<i>Ammontare complessivo (mln. di lire) (1)</i>	190	840
Numero sanzioni a carico di Sim ed agenti di cambio ex art. 11	3	5
<i>Ammontare complessivo (mln. di lire)</i>	205	1942
<i>Totale sanzioni</i>	31	62
<i>Totale ammontare</i>	953	3351

(1) Ammontare proposto al Ministro del tesoro.

## LE CRISI DEGLI INTERMEDIARI E IL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA

VOCI	NUMERO			NUMERO CLIENTI AMMESSI AL RIMBORSO	IMPORTO TOTALE CREDITI AMMESSI (mld. di lire)
	1992	1993	1994		
Fallimenti Sim	1	5	4	3000	183
Fallimenti agenti di cambio	--	1	--	100	10
Liquidazioni coatte	--	3	--	300	22
<i>Totale</i>	<i>1</i>	<i>9</i>	<i>4</i>	<i>3400</i>	<i>215</i>

Fonte: Elaborazione dati del Fondo nazionale di garanzia.

## PROMOTORI: PROVVEDIMENTI DI CANCELLAZIONE DALL'ALBO

VOCI	1992	1993	1994
<i>Su proposta delle Commissioni regionali:</i>			
– mancato esercizio dell'attività per oltre un anno	12	16	157
– perdita dei requisiti di cui all'art. 3 del regolamento	--	--	17
– omesso pagamento del diritto annuo	2	22	140
– mancanza originaria dei requisiti di cui all'art. 19	73	--	--
– mancato esercizio e omesso pagamento	--	--	35
– perdita dei requisiti di cui all'art. 3 e omesso pagamento	--	--	50
– perdita dei requisiti di cui all'art. 3 e mancato esercizio	--	--	1
<i>Su iniziativa Consob:</i>			
– radiazione dall'albo	--	79	116
– revoca del provvedimento d'iscrizione all'albo	--	--	1
<i>Altre cause:</i>			
– domanda dell'interessato	21	222	259
– decesso del soggetto	1	15	22
<b>Totale</b>	<b>109</b>	<b>354</b>	<b>798</b>

## PROVVEDIMENTI SANZIONATORI NEI CONFRONTI DEI PROMOTORI

VOCI	1992	1993	1994
Censura	--	3	8
Sospensione dall'albo a tempo determinato	--	3	7
Sospensione cautelare dell'attività	19	84	51
Sospensione a tempo indeterminato	1	4	5
Radiazione dall'albo	--	79	116
<i>Totale</i>	<i>20</i>	<i>173</i>	<i>187</i>

**PROMOTORI: PROVVEDIMENTI DI ISCRIZIONE ALL'ALBO**

ANNI	NUMERO
1992	11643
1993	5283
1994	4464

**PROMOTORI: SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE**

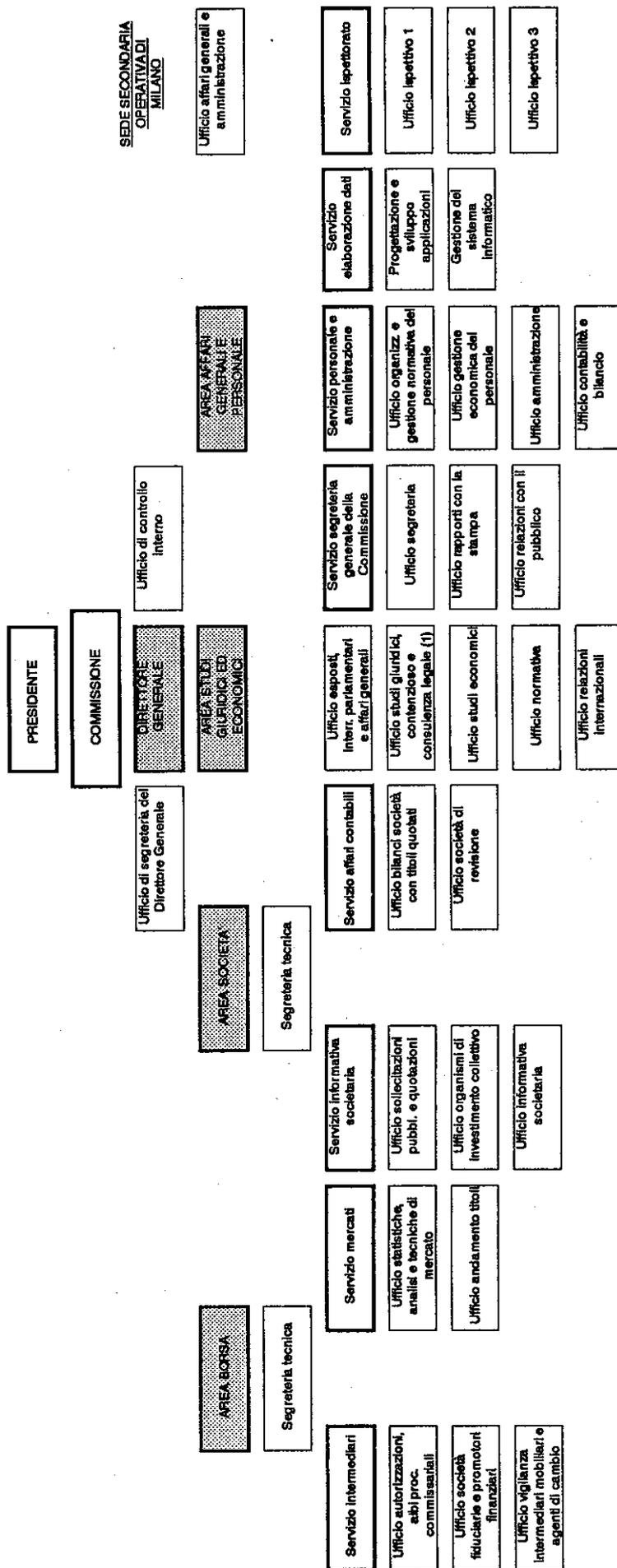
VOCI	1992	1993	1994
Numero delle sanzioni	3	24	41
Ammontare delle sanzioni (mln. di lire)	150	558	569

**PROVVEDIMENTI DI ISCRIZIONE ALL'ALBO DEI PROMOTORI SUDDIVISI PER REGIONE**

REGIONI	1992	1993	1994	TOTALE
Abruzzo	221	65	51	337
Basilicata	64	24	16	104
Calabria	180	100	113	393
Campania	638	386	364	1388
Emilia Romagna	1449	504	397	2350
Friuli Venezia Giulia	295	154	136	585
Lazio	1417	718	656	2791
Liguria	577	150	157	884
Lombardia	981	1244	741	2966
Marche	510	115	123	748
Molise	52	19	16	87
Piemonte	1103	397	380	1880
Puglia	307	294	289	890
Sardegna	182	76	74	332
Sicilia	709	214	243	1166
Toscana	1033	260	251	1544
Trentino Alto Adige	209	41	37	287
Umbria	258	63	58	379
Valle d'Aosta	49	6	6	61
Veneto	1409	453	356	2218
<i>Totale</i>	<i>11643</i>	<i>5283</i>	<i>4464</i>	<i>21390</i>

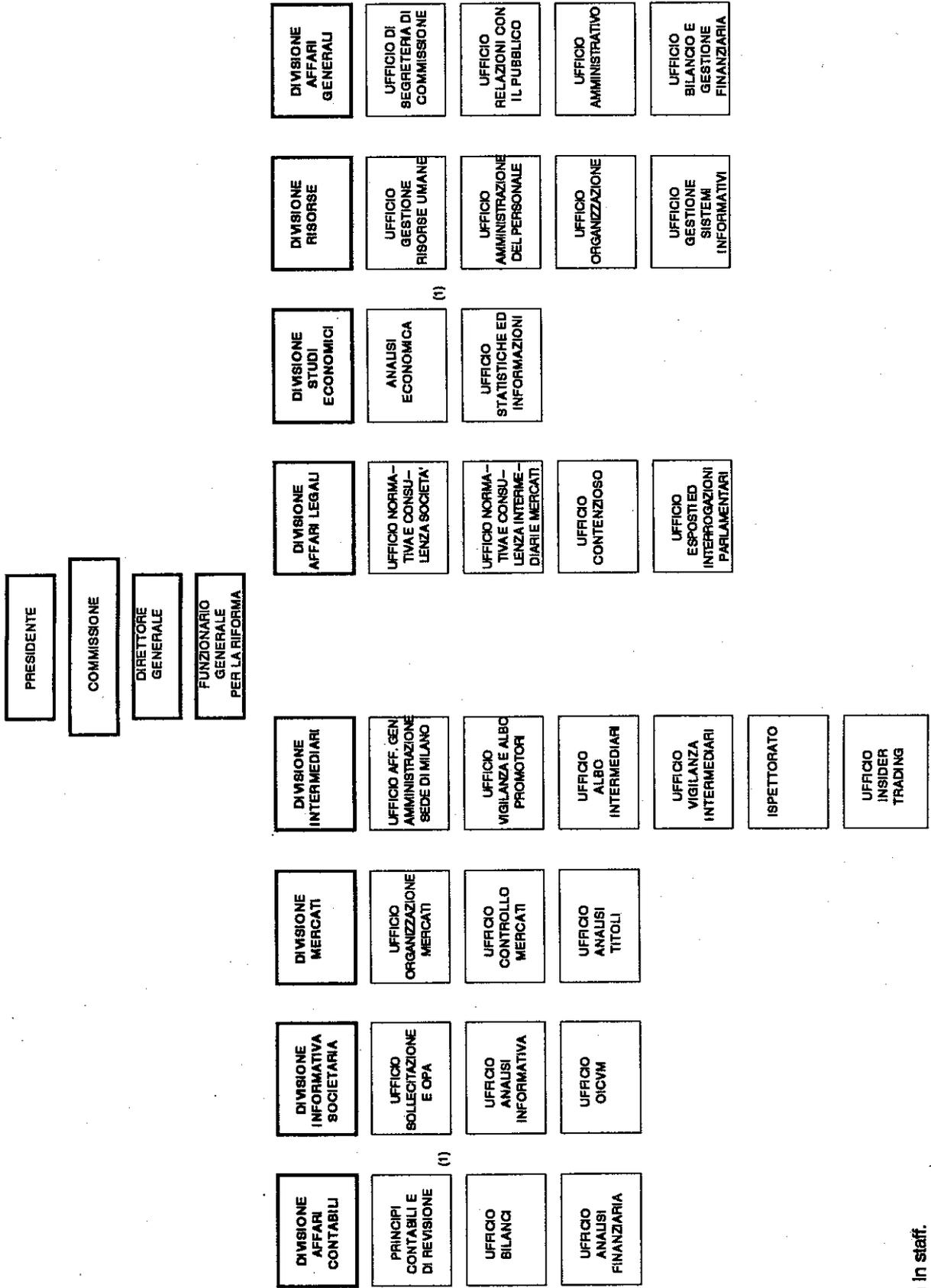
ORGANIGRAMMA DELLA CONSOB - 1994

Tav. VI.1



(1) In staff.

ORGANIGRAMMA DELLA CONSOB - 1995



(1) In staff.

**RICHIESTE DI DOCUMENTAZIONE ED INFORMAZIONI SULL'ATTIVITA' DELLA  
CONSOB RISCOstrate NELL'ANNO 1994**

VOCI	QUANTITA'
<b>TIPO SOGGETTO</b>	
Soggetti privati	179
Investitori istituzionali e operatori	326
<i>Totale</i>	<i>505</i>
<b>OGGETTO RICHIESTA</b>	
Delibere, comunicazioni, prospetti, ecc.	290
Testi integrati di leggi e regolamenti	105
Richiesta dati e informazioni varie sull'attività della Consob	96
Altro	14
<i>Totale</i>	<i>505</i>

## DATI SULL'ATTIVITA' DELLA COMMISSIONE

VOCI	1993	1994
Riunioni della Commissione	175	187
Audizioni a livello Commissione	18	10
Provvedimenti urgenti del Presidente	107	129
Delibere della Commissione articolantesi in premesse e dispositivo (iscrizioni, cancellazioni da Albi, ammissioni, revoche dalla quotazione, ecc.)	909	1296
Comunicazioni esplicative di carattere generale	53	30
Risposte a specifici quesiti circa l'interpretazione di norme di legge o di regolamento	156	216
Rilascio di nulla-osta alla pubblicazione dei prospetti informativi	370	341
Rilascio di nulla-osta alla pubblicazione di Opa, Ops, Opas	13	22
Richieste di divulgazione di informazioni ai sensi della legge 216/74 e/o del regolamento «Insider»	106	162
Approvazioni di incarichi di revisione e certificazione del bilancio	229	170
<i>Deliberazioni complessivamente assunte nel periodo</i>	<i>2700 c.a.</i>	<i>3300 c.a.</i>

## LA PIANTA ORGANICA 1986-1994 (1)

ANNI	DIPENDENTI DI RUOLO				DIPENDENTI CON CONTRATTO A TEM- PO DETERMINATO	TOTALE POSTI COPERTI
	Carriera direttiva	Carriera operativa	Carriera servizi generali	Totale		
1986	42	30	9	81	58	139
1987	60	35	11	106	70	176
1988	69	49	11	129	63	192
1989	76	57	15	148	65	213
1990	91	63	16	170	67	237
1991	88	67	16	171	72	243
1992	94	73	14	181	83	264
1993	134	72	16	222	96	318
1994	124	89	17	230	111	341

(1) Consistenze al 31 dicembre.

## LA PIANTA ORGANICA AL 31.12.1994

VOCI	POSTI COPERTI	POSTI VACANTI
Carriera direttiva	124	56
– superiore (1)	31	5
– inferiore (2)	93	51
Carriera operativa (3)	89	56
Carriera dei servizi generali	17	8
Contrattisti	111	14
<i>Totale</i>	<i>341</i>	<i>134</i>

(1) Comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. (2) Comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1°, Funzionario di 2°. (3) Comprende le qualifiche di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e Vice assistente.

LA DISTRIBUZIONE DEL PERSONALE PER QUALIFICA (1) E PER UNITA' ORGANIZZATIVA - Situazione al 1° febbraio 1995

VOCI	DIVISIONI								ALTRI UFFICI (2)	TOTALE
	Affari contabili	Informativa societaria	Mercati	Intermediari	Affari legali	Studi economici	Risorse	Affari generali		
Carriera direttiva	14	19	11	26	12	6	9	16	21	134
- superiore (3)	1	4	2	5	4	2	1	7	11	37
- inferiore (4)	13	15	9	21	8	4	8	9	10	97
Carriera operativa (5)	13	11	12	48	12	6	44	38	16	200
Carriera dei servizi generali	--	--	--	3	--	--	--	19	--	22
<i>Totale</i>	27	30	23	77	24	12	53	73	37	356

(1) I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. (2) Comprendono gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni. Sono poi compresi: il Direttore generale, il Funzionario generale per la riforma più il personale di supporto, il Dirigente con incarichi ex art. 31 più il personale di supporto, il personale distaccato presso altre Amministrazioni. (3) Comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore, Condirettore. (4) Comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1°, Funzionario di 2°. (5) Comprende le qualifiche di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente, Vice assistente.

**ENTRATE E SPESE (1) – SCHEMA SEMPLIFICATO (valori in miliardi di lire)**

VOCI	1993	1994
<b>ENTRATE</b>		
Avanzo di amministrazione disponibile	24.5	3.1
Fondo a carico dello Stato	60.0	65.0
Entrate proprie (1)	6.7	9.7
<i>Totale entrate</i>	<i>91.2</i>	<i>77.8</i>
<b>SPESE</b>		
Spese correnti:		
– spese per i componenti della Commissione	2.3	2.7
– spese per il personale	48.0	47.4
– spese per acquisizione di beni e servizi	17.3	19.6
– altri oneri	--	0.8
– oneri straordinari	17.2	--
<i>Totale spese correnti</i>	<i>84.8</i>	<i>70.5</i>
Spese in conto capitale	3.3	7.3
<i>Totale spese</i>	<i>88.1 (2)</i>	<i>77.8</i>

(1) La voce Entrate proprie comprende i contributi dei promotori (7,1 mld. nel 1993 e 8,9 mld. nel 1994) e le entrate diverse (702 mln. nel 1994). (2) La differenza tra entrate e spese è l'avanzo dell'esercizio 1993 riportato tra le entrate del 1994.

Si veda la sezione Note metodologiche.

## I RICORSI CONTRO GLI ATTI DELLA CONSOB

TIPOLOGIA	NUMERO	OGGETTO ATTO CONSOB IMPUGNATO	ESITO	
			A) Ricorso al Tar	B) Appello Consob al Consiglio di Stato
Società quotata	1	Obbligo Opa successiva	Accolta sospensione (1)	Annullata sospensione
Società di revisione	4	Intimazione a non avvalersi di determinati soggetti	Respinta sospensione	
Sim	2	Sospensione attività	Respinta sospensione	
Promotori finanziari	40 5 16 9 di cui:	Cancellazione albo	Accolta sospensione Respinta sospensione In corso	
Agenti di cambio	1	Regolamento mercati locali	In corso	
Dottori commercialisti	1	Regolamento contratto future (FIB30)	In corso	
C) Ricorso al Pretore contro ordinanza di pagamento (art. 22, legge 689/81)				
Sim	2	Sanzione pecuniaria	Parziale accoglimento	
Promotori	2 1 1	Sanzione pecuniaria Sanzione pecuniaria Sanzione pecuniaria	Parziale accoglimento Respinto In corso	

(1) Si tratta dell'ordinanza preliminare di sospensione degli effetti del provvedimento impugnato fino a quando il ricorso non è stato deciso definitivamente nel merito. Attualmente per tutti i ricorsi presentati al TAR nel 1994 è in corso il giudizio di merito.

## NOTE METODOLOGICHE

Segni convenzionali:

- rilevazione quantitativa nulla;
- \_\_\_ fenomeno non esistente;
- ... fenomeno esistente ma dati non noti;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

### LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E LE SOCIETÀ QUOTATE

Tav. II.1

**Le offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione nel 1994**

Per offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione si intendono quelle effettuate ai sensi dell'art. 18 della legge 216/74 e successive modificazioni ed integrazioni, ovvero ogni pubblico annuncio di emissione, ogni vendita mediante offerta al pubblico, ogni offerta di pubblica sottoscrizione nonché ogni forma di collocamento porta a porta, a mezzo circolari e mezzi di comunicazione di massa in genere.

Tav. II.7

**Tipologia delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio realizzate ai sensi della legge 149/92**

Per Opa preventiva si intende un'offerta pubblica di acquisto, effettuata da chiunque intenda acquisire il controllo o la quota di maggioranza relativa di una società quotata, su un ammontare di titoli sufficiente a raggiungere tale scopo.

Per Opa incrementale si intende un'offerta pubblica di acquisto, effettuata da chiunque posseda una quota pari alla metà della quota di controllo o di maggioranza relativa di una società quotata, per acquistare ulteriori quote significative.

Per Opa successiva si intende un'offerta pubblica di acquisto, effettuata da chiunque abbia ottenuto il controllo o la maggioranza relativa di una società quotata tramite acquisti effettuati fuori dalla borsa, per un ammontare pari a quello dell'acquisto effettuato fuori mercato.

Per Opa residuale si intende un'offerta pubblica di acquisto che riguarda titoli con flottante inferiore al 10 per cento.

Tavv. II.11-II.14

**L'attività di collocamento**

Le elaborazioni sono state effettuate sulla base delle informazioni rinvenienti da due tipi di comunicazioni trasmesse alla Consob: i *prospetti informativi* per le operazioni di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione di valori mobiliari e configurabili quindi come sollecitazione del pubblico risparmio (la cui redazione è attualmente regolamentata dalla delibera n. 6430 del 26 agosto 1992 e successive modificazioni ed integrazioni). I *documenti informativi* concernenti le emissioni di azioni quotate o di obbligazioni convertibili offerte in opzione agli azionisti (prescritti dal Regolamento n. 5553/91 in attuazione delle norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari).

Le informazioni ricavabili da tali comunicazioni non esauriscono tutte le emissioni di valori mobiliari. Infatti, le disposizioni sopra menzionate non si applicano nei casi di valori mobiliari emessi o garantiti dallo Stato e dei titoli emessi dalle aziende e istituti di credito nell'attività di raccolta del risparmio per l'esercizio del credito. Inoltre, la pubblicazione del prospetto informativo, come accennato, è richiesta nell'ambito della sollecitazione del pubblico risparmio, escludendo quindi le emissioni di valori mobiliari non offerti al pubblico (quali, ad esempio, le offerte rivolte ai soli investitori professionali o quelle riservate in via esclusiva ai dipendenti del soggetto emittente, purchè sia predeterminato il quantitativo da assegnare a ciascuno di essi).

Inoltre, le informazioni di cui sopra descrivono le operazioni programmate di collocamento di titoli e rappresentano, conseguentemente, una situazione ex-ante che può non coincidere con l'esito delle operazioni medesime. La natura ex-ante delle informazioni disponibili si riflette anche sulla classificazione temporale delle operazioni di collocamento, effettuata in funzione della data di presentazione del prospetto piuttosto che dell'effettivo svolgimento dell'operazione.

Al riguardo, si segnala che in alcuni casi non è rinvenibile nel prospetto il controvalore dell'operazione di collocamento, quando il soggetto offerente si riserva di comunicare l'entità del sovrapprezzo, e quindi il prezzo di sottoscrizione, successivamente alla redazione del prospetto informativo. In tali casi il controvalore dell'operazione è stato inserito sulla base delle successive comunicazioni.

Infine, si rappresenta che le elaborazioni hanno riguardato esclusivamente titoli quotati in Borsa o al mercato ristretto oppure per i quali era stata già richiesta l'ammissione a quotazione al momento della presentazione del prospetto.

Tav. II.15

**L'attività di controllo sull'informativa assembleare**

Per quanto attiene alle opposizioni alle richieste della Consob di diffondere ulteriori informazioni, si ricorda che in base all'art. 3, comma b) della legge 216/74, la Consob può richiedere che, da parte di società con titoli quotati in borsa o da parte di enti aventi per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali i cui titoli sono quotati in borsa, siano resi pubblici dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico. Tuttavia, ove gli amministratori oppongano, con reclamo motivato, che dalla pubblicazione può derivare grave danno alla società o all'ente, l'efficacia della deliberazione è sospesa.

**Tav. II.17**

**Richiesta di informazioni complementari sugli eventi rilevanti nel 1994**

In base all'art. 19 della delibera 5553/91, la Consob può richiedere all'emittente di mettere a disposizione del pubblico una nota contenente informazioni complementari concernenti fatti già resi pubblici, con particolare riguardo agli effetti che essi determinano sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente stesso.

**Tavv. II.18 e II.24**

**Informazioni ricavabili ex art. 5 della legge 216/74 e infrazioni**

Si tratta degli obblighi informativi di cui all'art. 5 della legge 216/74 al quale tutti coloro che partecipano in una società con azioni quotate in borsa, o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto, in misura superiore al 2 per cento del capitale di questa, nonché le società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto o in una società a responsabilità limitata in misura superiore al 10 per cento del capitale di questa, devono darne comunicazione scritta alla società stessa ed alla Consob entro quarantotto ore dall'operazione a seguito della quale la partecipazione ha superato il detto limite percentuale. Le successive variazioni della partecipazione devono essere comunicate entro trenta giorni da quello in cui la misura dell'aumento o della diminuzione ha superato la metà della percentuale stessa o la partecipazione si è ridotta entro il limite percentuale. Ai fini del calcolo della percentuale di cui sopra, per capitale della società si intende quello sottoscritto rappresentato da azioni o quote con diritto di voto.

Si rappresenta che non sono computate le banche popolari quotate in borsa e negoziate nel mercato ristretto per le quali vige il limite al possesso azionario del 2 per cento. Non sono inoltre computate le società estere quotate in borsa per le quali non si applicano gli obblighi di cui all'art. 5.

Il flottante è calcolato escludendo le partecipazioni azionarie di controllo o quelle vincolate da patti di sindacato e le partecipazioni superiori al 10 per cento. Il flottante medio è la media non ponderata dei valori relativi alle società considerate.

**Tav. II.19**

**La struttura proprietaria delle società quotate**

I dati relativi ai possessori dei fondi comuni sono pubblici, quelli relativi alle gestioni patrimoniali sono di fonte Consob; i dati relativi alle assicurazioni sono di fonte B.I. per il 1993 ed una stima Consob per il 1994. Gli altri dati sono elaborati, e parzialmente stimati, sulla base dei dati Consob derivanti dalle comunicazioni di cui all'art. 5 della legge 216/74, avvalendosi delle elaborazioni realizzate nella ricerca B.I.-Consob: "Gruppo, proprietà e controllo nelle imprese italiane medio-grandi".

**Tavv. II.20 e II.21**

**Patti di sindacato su società quotate: quadro analitico e sintetico**

Le informazioni sono ricavabili dalle comunicazioni di cui all'art. 7 della legge 332/94, che modifica l'art. 10, comma 4 della legge 149/92, in base al quale qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto

concertato, deve essere comunicato, a pena di inefficacia, alla Consob, entro cinque giorni dalla data di stipulazione.

Per patti di blocco si intendono accordi che comportano limitazioni al compimento di atti negoziali relativi alle azioni. Per patti di consultazione si intendono accordi finalizzati a dare unicità di indirizzo alla gestione sociale. Per patti di voto si intendono impegni relativi all'esercizio del diritto di voto.

**Tav. II.23**

**La distribuzione degli incarichi negli organi societari**

I dati sono ricavati dalle comunicazioni di informazioni relative alla composizione degli organi societari effettuate dalle società con azioni quotate in borsa ai sensi dell'art. 3, lettera c) della legge 216/74.

**Tav. II.25**

**Denunce all'autorità giudiziaria penale**

**- Legge 216/74**

art. 1/3: inottemperanza da parte di soggetti sottoposti al controllo della Consob a fronte di richieste di documenti, dati o notizie inoltrate da quest'ultima;

art. 1/4: violazione dell'obbligo di invio, nei termini previsti dalla norma, della documentazione concernente: il bilancio con le relazioni degli amministratori e del collegio sindacale; le proposte che comportano modificazioni dell'atto costitutivo, emissioni di obbligazioni, fusione e scissione societaria insieme ad apposita relazione illustrativa degli amministratori, nonché le proposte di autorizzazione all'acquisto o alla alienazione di azioni proprie; il verbale dell'assemblea, le deliberazioni adottate, il bilancio approvato; la relazione semestrale e le eventuali deliberazioni di distribuzione di acconti sui dividendi;

art. 1/4 *bis*: inottemperanza, da parte di società quotate o di altre società che a queste partecipano direttamente o indirettamente, a richieste della Consob relative alla indicazione nominativa dei soci, alle comunicazioni ricevute e ad altri dati a loro disposizione;

artt. 1/5 e 1/5 *bis*: omissione o ritardo superiore a trenta giorni nella comunicazione alla Consob delle partecipazioni rilevanti detenute in società con titoli quotati in borsa o ammesse alle negoziazioni al mercato ristretto, ovvero della successiva variazione rilevante;

art. 1/17: le denunce indicate riguardano il comma 4 relativamente alla ritardata comunicazione, da parte degli amministratori, sindaci e direttori generali di società con azioni quotate in borsa, delle partecipazioni detenute direttamente o indirettamente nella società stessa, o in società da questa controllate (5 casi); il comma 6 relativamente all'omessa o ritardata comunicazione dei compensi percepiti nell'anno solare precedente da parte di amministratori e sindaci o revisori di società con titoli quotati in borsa;

art. 1/18 *quinquies*: i casi denunciati riguardano la violazione delle disposizioni in materia di annunci pubblicitari riguardanti operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio.

**Tav. II.26**

**Sanzioni pecuniarie L. 216/74 nel 1994**

**- Legge 216/74**

art. 1/5 *quinquies*: ritardo inferiore a trenta giorni nella comunicazione alla Consob delle partecipazioni rilevanti detenute in società con titoli quotati in borsa o

ammesse alle negoziazioni al mercato ristretto, ovvero della successiva variazione rilevante;

art. 1/17: le sanzioni riguardano il comma 4 relativamente al ritardo inferiore ai trenta giorni nella comunicazione, da parte degli amministratori, sindaci e direttori generali di società con azioni quotate in borsa, delle partecipazioni detenute direttamente o indirettamente nella società stessa, o in società da questa controllate; il comma 6 relativamente alla ritardata comunicazione dei compensi percepiti nell'anno solare precedente da parte di amministratori e sindaci o revisori di società con titoli quotati in borsa.

Tav. II.28

**I bilanci consolidati**

Il dato relativo al numero di bilanci consolidati esaminati nel 1993 differisce da quello della tavola II.29 perché non tutti i bilanci consolidati sono certificati.

Tav. II.29

**L'attività di revisione sui bilanci 1993**

Il giudizio con eccezioni pone in evidenza che nel bilancio sottoposto a certificazione sono state accertate delle deviazioni o errori di applicazione dei trattamenti contabili previsti dal Codice civile integrato ed interpretato dai principi contabili.

Il giudizio con *scope limitation* pone in evidenza che il revisore ha incontrato impedimenti nello svolgimento delle procedure di revisione o nell'acquisizione di sufficienti elementi probativi.

Il giudizio con richiami ad incertezze pone in evidenza che sul bilancio sottoposto ad esame gravano delle incertezze atte ad influenzare il bilancio, connesse con azioni o eventi futuri al di fuori del controllo degli amministratori.

Il giudizio con richiami a problemi di continuità pone in evidenza che sul bilancio sottoposto ad esame, pur permanendo aree di incertezza sulla continuità aziendale, le azioni intraprese dalla società per superare le difficoltà si basano su ragionevoli presupposti.

L'impossibilità ad esprimere un giudizio in presenza di incertezza pone in evidenza che sul bilancio sottoposto ad esame il revisore non dispone di adeguati e convincenti elementi che lascino ragionevolmente supporre la capacità dell'impresa di fronteggiare l'evento futuro incerto.

L'impossibilità ad esprimere un giudizio per problemi di continuità aziendale pone in evidenza che sul bilancio sottoposto ad esame esistono dubbi sulla continuità e che le azioni intraprese dalla società per superare le difficoltà si basano su presupposti fortemente opinabili.

Il giudizio avverso viene espresso quando il revisore valuta che la rilevanza degli effetti di uno o più dei rilievi riscontrati rende inattendibile il bilancio nel suo complesso.

L'impossibilità ad esprimere un giudizio per gravi limitazioni relative al procedimento di revisione si ha nel caso in cui sussistano limitazioni tali da far mancare elementi indispensabili per un giudizio sul bilancio.

**Tav. II.31**

**Il controllo sulle società di revisione**

- d.P.R. 136/75

art. 11: La norma prevede che la Consob, quando accerta gravi irregolarità nello svolgimento delle funzioni di revisione e certificazione di bilanci, può intimare alla società di non avvalersi nell'attività di revisione e certificazione, per un periodo non superiore a due anni, delle persone alle quali sono ascrivibili le irregolarità;

art. 14: la norma punisce gli amministratori di società di revisione che attestino il falso nelle certificazioni dei bilanci o in altre relazioni, comunicazioni o dichiarazioni.

**Tav. II.32**

**Distribuzione incarichi società di revisione**

I gruppo: società con più di 300.000 ore prestate, per un totale di 6 società (Reconta Ernest & Young s.a.s, Arthur Andersen & Co. s.a.s, Coopers & Lybrand s.a.s, KPMG Peat Marwick Fides s.n.c., Price Waterhouse s.a.s. e Deloitte & Touche s.n.c.).

II gruppo: società con un numero di ore prestate compreso tra 25.000 e 300.000, per un totale di n. 7 società (Ria & Mazars s.a.s., Consulaudit s.a.s., Italaudit S.p.A., Hodgson Landau Brands s.a.s., Sala Scelsi Farina Bdo s.a.s., Horwath & Horwath Italia s.a.s. e Bompani Audit s.a.s.).

III gruppo: società con meno di 25.000 ore prestate per un totale di 11 società (CZ Revisione s.n.c., Guerard Viala s.a.s., S.E.R.C.A. s.a.s., Revisa s.a.s., Ifirevi s.a.s., Società Generale di Revisione e Certificazione s.a.s., Sofiresa s.a.s., Axis s.a.s., Moore Stephens & Co. s.a.s., Audirevi s.a.s. e Euro Revisione s.a.s.).

Il numero degli incarichi si riferisce a quelli di natura legale attualmente in corso di svolgimento e già approvati dalla Consob.

Gli incarichi legali si riferiscono a società quotate, società i cui titoli sono negoziati al mercato ristretto, sim ed editoriali.

Gli incarichi relativi alle società con azioni quotate in borsa non comprendono i lavori sul bilancio consolidato e su quelli delle società controllate.

**Tav. II.34**

**Denunce all'autorità giudiziaria penale**

- d.P.R. 136/75

art. 14: riguarda un'ipotesi di falsità nella certificazione del bilancio di società quotate a carico degli amministratori di una società di revisione.

- Codice civile

art. 2621, n.1: riguarda ipotesi di false comunicazioni sociali relative alle condizioni economiche della società;

art. 2631: riguarda ipotesi di operazioni deliberate da un amministratore della società in situazione di conflitto di interessi.

## I MERCATI

### Tav. III.1

#### **Società quotate: confronto internazionale**

Per quanto riguarda l'Italia, i dati si riferiscono alla sola borsa valori di Milano sino al 1993, al sistema telematico dal 1994.

### Tav. III.3

#### **Borsa valori: principali indicatori**

I dati si riferiscono alla sola borsa valori di Milano sino al 1993, al sistema telematico dal 1994.

Il numero di titoli azionari quotati è comprensivo sia di quelli italiani che di quelli esteri, mentre la capitalizzazione si riferisce ai soli titoli italiani.

Per turnover si intende il rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media.

### Tav. III.5

#### **Scambi sul mercato alle grida: borsa di Milano**

Dal mese borsistico di maggio tutte le contrattazioni sono effettuate sul mercato telematico.

### Tav. III.12

#### **Distribuzione dei titoli per dimensione degli scambi medi giornalieri**

Ai fini della determinazione del controvalore medio giornaliero degli scambi effettuati su ciascun titolo si è considerato solamente il numero di giorni in cui il medesimo titolo è stato ammesso a contrattazione.

### Tav. III.13

#### **Mercato ristretto: principali indicatori**

Per turnover si intende il rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media.

Si rappresenta che nel corso del 1994 tutte le contrattazioni effettuate sul mercato ristretto sono passate sul circuito telematico.

### Tavv. III.15-III.16

#### **Obblighi informativi su eventi di rilievo nell'andamento delle società e infrazioni**

L'art. 5 della delibera 5553/91 concerne gli obblighi informativi degli emittenti nei confronti del pubblico riguardanti eventi rilevanti e idonei, se resi pubblici, ad influenzare sensibilmente il prezzo dei loro valori mobiliari quotati.

La sanzione erogata è un richiamo ai sensi dell'art. 7 della legge 157/91.

**Tav. III.17**

**Diffusione di statistiche e studi concernenti valori mobiliari o emittenti**

L'art. 15 della delibera 5553/91 concerne modalità, termini e condizioni di divulgazione delle statistiche e degli studi predisposti dagli emittenti valori mobiliari quotati, dagli intermediari autorizzati, dai soggetti appartenenti ad un gruppo a cui appartengono emittenti valori mobiliari o intermediari autorizzati, nonché da soggetti da questi incaricati.

**Tav. III.18**

**Società quotate: ammissioni e revoche dal 1986**

Sino al 1993 i dati si riferiscono alle sole società ed ai soli titoli ammessi alla borsa valori di Milano; dal 1994 si fa riferimento ai titoli negoziati sul sistema telematico delle borse valori.

**Tav. III.19**

**Numero società e titoli quotati dal 1986**

I dati si riferiscono al 31 dicembre dell'anno di riferimento.

**Tav. III.20**

**Interventi sulla quotazione nel 1994**

Le sospensioni sono adottate con provvedimenti urgenti successivamente ratificati con delibera dalla Commissione.

**GLI INTERMEDIARI MOBILIARI**

**Tavv. IV.1-IV.4**

**L'attività di negoziazione e gestione svolta da sim, banche e fiduciarie**

Elaborazioni effettuate sulla base delle informazioni statistiche inviate dagli intermediari ai sensi dell'art. 57 del Regolamento della Banca d'Italia del 2 luglio 1991. Al riguardo, si precisa che alcune segnalazioni statistiche non sono state incluse nell'analisi essendosi rese necessarie per le stesse ulteriori verifiche dirette a valutarne l'attendibilità. In particolare, le sim autorizzate all'attività di negoziazione, anche congiuntamente ad altre attività di intermediazione, erano n. 152 alla data del 31 dicembre 1993 e n. 144 alla data del 30 giugno 1994; le informazioni statistiche si riferiscono invece a n. 127 sim per il secondo semestre del 1993 ed a n. 123 sim per il primo semestre del 1994 (tali differenze possono anche discendere dalla non operatività delle società nel periodo di riferimento).

**Tavv. IV.6-IV.10**

**Questionario sull'attività di intermediazione svolta da sim banche e fiduciarie**

Elaborazioni effettuate sulla base delle risposte fornite dagli intermediari autorizzati ad un questionario, inviato nel mese di novembre 1993, con il quale si sono richieste informazioni sull'operatività posta in essere dai medesimi nel mese di ottobre

1993. In particolare, sono state intervistate n. 217 società di intermediazione mobiliare, n. 55 società fiduciarie e n. 302 banche. Tali soggetti costituiscono l'universo delle sim e delle fiduciarie alla data di compilazione del questionario ed un campione rappresentativo delle banche autorizzate all'attività di intermediazione mobiliare (tra le quali la totalità di quelle autorizzate all'attività di gestione patrimoniale). A seguito dell'acquisizione di tali informazioni, avvenuta nel corso del primo semestre del 1994, sono state imposte delle relazioni logico-matematiche sulle risposte fornite al fine di verificarne l'attendibilità e, laddove si sono riscontrate situazioni di incoerenza, si sono richieste le dovute correzioni. Le informazioni disponibili, quindi, riguardano tutti quei soggetti che, nel mese di ottobre 1993, avevano già avviato le attività per le quali avevano richiesto l'autorizzazione, ed in particolare n. 117 sim e n. 269 banche per all'attività di negoziazione, n. 66 sim, n. 49 fiduciarie e n. 125 banche per l'attività di gestione, n. 128 sim e n. 278 banche per l'attività di raccolta ordini.

Tavv. IV.12-IV.18 e IV.21

**Dimensione secondo l'attività autorizzata**

Per attività di negoziazione, collocamento, gestione, raccolta, consulenza e sollecitazione si intendono le attività di cui all'art. 1, comma 1 della legge 1/91.

Per sim polifunzionali si intendono le società che svolgono tutte le attività di cui all'art. 1, comma 1 della legge 1/91. Trovano invece riscontro nella voce "altre" tutti quei soggetti che svolgono combinazioni delle medesime attività diverse da quelle esplicitate nella tavola.

Tavv. IV.16

**Ripartizione delle società fiduciarie secondo la tipologia dell'azionista di controllo**

Per indipendenti si intendono le società per le quali non sono individuabili soggetti di controllo.

Tav. IV.17-IV.18

**Dimensione secondo il numero di dipendenti**

I dati concernenti il numero dei dipendenti delle sim e delle società fiduciarie sono ricavabili dalle informazioni contenute nella relazione sulla struttura organizzativa e sull'assetto contabile adottati, inviate alla Banca d'Italia ed alla Consob ai sensi dell'art. 17 del Regolamento Banca d'Italia del 2 luglio 1991.

Tav. IV.23

**Denunce all'autorità giudiziaria penale**

- Legge 1/91

art. 5, comma 10: riguarda ipotesi di esercizio dell'attività di promotore di servizi finanziari da parte di soggetti non iscritti all'albo di cui al precedente comma 5;

art. 14: concerne l'esercizio abusivo dell'attività di intermediazione mobiliare ovvero l'abuso della denominazione Sim.

- Legge 77/83

artt. 10 *bis* e 10 *quater*: riguarda l'attività di commercializzazione abusiva di quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari situati in altri paesi della Comunità assoggettati alle direttive n. 85/611 e n. 88/220.

- Codice penale

art. 640: relativo ad ipotesi di appropriazione indebita anch'essa aggravata ex art. 61.

- Codice civile

artt. 2632 e 2406: riguardante ipotesi di omissione da parte degli amministratori di convocazione dell'assemblea nei casi previsti dagli artt. 2406 e 2408;

art. 2621, n. 1: concernente ipotesi di false comunicazioni sociali relative alle condizioni economiche della società;

art. 2624: concernente ipotesi di prestiti e garanzie contratti da amministratori, sindaci, direttori generali e liquidatori con le società che amministrano, o con una società che questa controlla o da cui è controllata.

#### L'AMMINISTRAZIONE E IL BILANCIO

Tav. VI.8

**Entrate e spese: schema semplificato**

Le previsioni definitive differiscono da quelle iniziali del Preventivo 1994 (delibera 7665/93) per effetto delle variazioni disposte in corso d'anno a norma del Regolamento di amministrazione e contabilità (v. delibere 8022/94, 8090/94, 8216/94, 8412/94, 8470/94, 8927/94, 8927-bis/94).

