

CAMERA DEI DEPUTATI ^{Doc. XXXVII}
^{n. 2}

RELAZIONE
sull'attività della Commissione nazionale
per le Società e la Borsa nel 1976

(art. 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216)

PRESENTATA DAL MINISTRO DEL TESORO
(STAMMATI)

Trasmessa alla Presidenza l'11 marzo 1978

PAGINA BIANCA

INDICE

	<i>Pag.</i>	
PREMESSA	9	
I. — ASPETTI ISTITUZIONALI DELLA CONSOB »	11	
A) La CONSOB nel quadro dell'organizzazione amministrativa dello Stato »	11	
B) Il controllo sulle società »	12	
C) Il controllo sulle borse valori »	14	
D) Rilievi alle norme che disciplinano l'attività della CONSOB »	16	
E) Il sistema sanzionatorio: limiti ed incongruenze »	21	
II. — ATTIVITÀ OPERATIVA »	23	
F) I problemi di struttura e di organico, le relazioni con l'esterno, i principali provvedimenti adottati »	23	
G) Documentazione acquisita:		
1. Esame ed elaborazione della documentazione »	24	
2. Situazione economico-finanziaria delle società quotate »	28	
3. Informazioni al pubblico »	30	
III. — ANDAMENTO DEL MERCATO FINANZIARIO »	32	
ALLEGATO »	37	
A) Organizzazione della CONSOB »	39	
B) Attività relativa alla borsa »	46	
C) Attività relativa al mercato ristretto »	49	
D) Attività relativa alle società »	52	
E-a) Situazione della borsa nell'anno 1976 e dal 1° gennaio al 31 ottobre 1977 e valutazioni della CONSOB »	55	
E-b) Andamento delle società nel 1° semestre 1977 »	57	
F) Rapporti della CONSOB con le borse »	62	
G) Elenco delle deliberazioni della CONSOB e illustrazione di quelle più significative »	62	

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

H) Informazioni fornite dalla CONSOB al Ministero	Pag.	62
I) Appendice sulla problematica posta dalla legge n. 216	»	62
L) Cenni sul mercato finanziario	»	64
Tabelle statistiche:		
Tabella n. 1: Provvedimenti adottati nel 1977 rispetto alle società quotate	»	66
Tabella n. 2: Delibere adottate nel corso delle assemblee straordinarie (1° gennaio 1977-31 ottobre 1977)	»	67
Tabella n. 3: Assemblee straordinarie 1° gennaio 1977-31 ottobre 1977 - Aumenti di capitale	»	68
Tabella n. 4: Assemblee straordinarie 1° gennaio 1977-31 ottobre 1977 - Emissioni di obbligazioni	»	72
Tabella n. 5: Assemblee straordinarie 1° gennaio 1977-31 ottobre 1977 - Fusioni	»	73
Tabella n. 6: Assemblee straordinarie 1° gennaio 1977-31 ottobre 1977 - Riduzione capitale	»	74
Tabella n. 7: Assemblee straordinarie 1° gennaio 1977-31 ottobre 1977 - Revoca di aumento capitale e riduzione aumento di capitale	»	75
Tabella n. 8: Scambi azionari complessivi presso la Borsa valori di Milano (gennaio-ottobre 1976/gennaio-ottobre 1977)	»	75
Tabella n. 9: Personale in servizio al 31 ottobre 1977	»	76
Tabella n. 10: Attività svolta dalla CONSOB (1° gennaio 1976-31 ottobre 1977)	»	78

Onorevole Presidente.

La legge 7 giugno 1974, n. 216, con la quale venne convertito il decreto-legge istitutivo della Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) dispone, all'articolo 1, che il Ministro del tesoro riferisce al Parlamento, entro il 30 settembre di ciascun anno, sull'attività svolta dalla Commissione.

L'adempimento di tale incumbente postula la preliminare informazione fornita al Ministero medesimo dalla CONSOB; informazione che infatti è prevista dalla norma citata, con la prescrizione dell'invio al Tesoro, entro il 30 giugno, di una relazione della Commissione sull'attività svolta nell'anno precedente. La relazione, relativa all'anno 1976, è stata comunicata al Ministero nel mese di settembre 1977.

Il distacco temporale previsto dalla norma, tra il periodo di referto al Parlamento e il periodo di attività assunto ad oggetto del referto stesso, appare in via generale eccessivo, e appunto per ovviare a tale inconveniente il disegno di legge recante modifiche alla legge n. 216 del 1974, presentato dal Governo al Parlamento e attualmente iscritto nell'ordine dei lavori del Senato con il n. 893, dispone l'abbreviazione del termine di relazione.

In particolare, nella presente contingenza, caratterizzata da significativi mutamenti intervenuti nel corso del 1977, l'accennato distacco temporale si è rivelato estremamente pregiudizievole, ai fini di un'utile informazione; ho pertanto ravvisato l'opportunità di ottenere dalla Commissione un aggiornamento dei dati per i primi dieci mesi del 1977, richiedendone inoltre la prospettazione secondo un nuovo schema di esposizione, più organico e completo del precedente.

La Commissione ha corrisposto alla richiesta, con la comunicazione, in data 16 gennaio scorso, del documento che, unitamente alla precedente relazione, mi pregio di rassegnare alla S. V. Onorevole, in assolvimento dell'obbligo di informazione prescritto dalla legge.

Il cennato documento aggiuntivo espone, con criteri di maggiore sistematicità rispetto al precedente, i molteplici aspetti dell'attività svolta dalla Commissione, riguardo al mercato borsistico, alle società in esso quotate e alle varie categorie di operatori, fino alle più recenti iniziative concernenti il mercato ristretto, ora disciplinato da una normativa organica.

Il documento illustra in premessa l'organizzazione strutturale, che la CONSOB stessa si è data nell'esercizio dell'autonomia organizzativa conferitale dalla legge istitutiva e fornisce numerosi dati

riguardanti il personale dipendente e le spese erogate, nei limiti dello stanziamento annuale di bilancio.

Con riguardo alla organizzazione degli Uffici, la relazione della CONSOB rileva la mancata emanazione del regolamento previsto dalla legge n. 216, che deve essere approvato con decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio dei ministri previa deliberazione del Consiglio dei ministri.

Lo schema del regolamento predetto è stato predisposto dalla CONSOB e, munito delle osservazioni dei competenti Uffici del Tesoro, è stato sottoposto, a cura della Presidenza del Consiglio dei ministri, al parere del Consiglio di Stato. Non appena sarà acquisito l'avviso dell'organo consultivo, sarà cura del Governo dare sollecitamente corso all'emanazione del provvedimento.

La relazione dà poi conto dei rapporti intrattenuti con le Autorità preposte alle singole borse valori, con le rappresentanze delle varie categorie di operatori e con i responsabili delle società quotate, nel quadro delle iniziative assunte dalla Commissione per garantire il corretto funzionamento del mercato e per informare adeguatamente il pubblico degli investitori.

Sono stati, altresì, integrati i dati statistici e le notizie, già contenuti nella prima relazione della CONSOB, che così forniscono sufficiente materiale conoscitivo per ogni ulteriore iniziativa di studio e ricerca.

L'attività svolta dalla CONSOB nel periodo considerato, che segna la fase di primo assestamento del nuovo istituto, ha risentito delle remore inevitabilmente inerenti al primo avvio del funzionamento di un organismo di cui è superfluo rimarcare la complessità, e delle difficoltà derivanti dalla complessa organizzazione dell'apparato.

Nel complesso, tuttavia, non può disconoscersi che l'azione della Commissione appare correttamente rivolta all'assolvimento dei compiti ascritti dalla legge; compiti di non lieve momento, e resi vieppiù impegnativi dalle presenti condizioni del mercato borsistico.

Con riguardo alla situazione descritta nelle richiamate relazioni della Commissione, sembra opportuno notare come l'andamento del mercato secondario dei valori mobiliari e delle società in esso quotate non possa essere certo considerato molto soddisfacente, per gli inevitabili riflessi negativi conseguenti ad una situazione economica tra le più difficili e contrastate.

In particolare, i corsi delle azioni — accettato un breve periodo di ripresa, per effetto della nota delibera n. 32 dell'aprile 1976 — sono apparsi tendenzialmente orientati al ribasso ed hanno in genere oscillato attorno a valori minimi.

Tuttavia, al di là di questa situazione contingente, era necessario realizzare le strutture organizzative e porre le premesse per poter disporre, al momento della ripresa, di un mercato secondario dei capitali efficiente e funzionale, in grado di soddisfare, per la propria parte, le crescenti esigenze di finanziamenti da parte delle imprese produttive.

Su questa linea fondamentale si è sviluppata l'azione del Governo, concretatasi nella presentazione al Parlamento di alcuni dise-

gni di legge - in parte già divenuti norme operanti - diretti ad integrare, sul piano normativo, il nuovo sistema di controllo centralizzato del mercato borsistico, degli operatori e delle società in esso quotate, introdotto con la nota legge 7 giugno 1974, n. 216.

Pur non essendo questa la sede opportuna per elencare in maniera analitica i provvedimenti legislativi finora adottati, desidero tuttavia ricordare, oltre alla legge 27 febbraio 1977, n. 49, che disciplina la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale, la recente legge 16 dicembre 1977, n. 904, che modifica il regime tributario dei dividendi.

Per quanto poi concerne i disegni di legge presentati in Parlamento, riveste particolare importanza quello recante modifiche ed integrazioni alla legge n. 216, che integrerà le disposizioni di quest'ultima, in modo da fornire una più organica definizione dei poteri attribuiti alla CONSOB in tema di controlli sulle società e di obblighi di dichiarazione dei possessi azionari.

Devono altresì essere ricordate, a comprova dell'interesse per i problemi della borsa valori, alcune proposte legislative di iniziativa parlamentare, che investono argomenti finora restati in ombra, nel quadro della nuova disciplina normativa, quali la regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto e la tutela delle minoranze azionarie, colmando in tal modo talune gravi lacune dell'Ordinamento, da più parti lamentate.

Il perfezionamento dell'iter parlamentare delle iniziative legislative in corso concorrerà alla realizzazione dei presupposti strutturali ed organizzativi per una rivitalizzazione del mercato borsistico e per un suo adeguamento alle esigenze del sistema economico e produttivo.

Voglia accogliere, Signor Presidente, i più graditi saluti.

Il Ministro del tesoro: STAMMATI.

OGGETTO: *Comunicazione di dati e notizie richiesti ai sensi dell'articolo 1/1 della legge 7 giugno 1974, n. 216.*

Con riferimento alla nota indicata a margine si trasmettono, in allegato, i dati e le notizie richiesti.

Nel precisare che si è cercato di seguire lo schema indicato da codesto Ministero, si fa presente che i dati e le notizie relativi all'andamento delle società nell'anno 1976 sono contenuti nella « Relazione sulla attività svolta nel 1976 », già debitamente trasmessa all'On.le Signor Ministro, con nota n. 707153 del 23 settembre 1977.

Il Presidente

PREMESSA

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

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

In Italia, come del resto è avvenuto anche negli Stati Uniti e nel Belgio, la nascita della CONSOB ha alla sua base motivazioni connesse ad andamenti congiunturali avversi, motivazioni di cui si trova larga eco nella relazione governativa al disegno di legge di conversione del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95.

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

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

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

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

I. — ASPETTI ISTITUZIONALI DELLA CONSOB

A) LA CONSOB NEL QUADRO DELL'ORGANIZZAZIONE AMMINISTRATIVA DELLO STATO.

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

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

A ciò si aggiunga che, non essendo stata prevista la pur necessaria distinzione tra il momento organizzativo e quello operativo, la Commissione, fin dal giorno del suo formale insediamento, si è trovata di fronte a tutta una serie di adempimenti ed incombenze senza il supporto di un'articolata struttura organizzativa, tale non potendosi considerare il ridottissimo nucleo di personale ottenuto dal Ministero del tesoro.

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

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

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

La situazione potrebbe divenire più preoccupante qualora si constatasse l'indisponibilità degli elementi migliori a causa di un insufficiente incentivo economico, ovvero venissero ostacolati nel passaggio alla CONSOB dalle Amministrazioni e dagli Enti di appartenenza.

Anche la mancata previsione nella legge n. 216 di una esplicita norma per il collocamento fuori ruolo dei dipendenti dello Stato, può risolversi in una remora per la messa a disposizione della CONSOB di impiegati delle qualifiche dirigenziali. Infatti, in materia di stato giuridico del personale proveniente dalle pubbliche amministrazioni, la legge di conversione ha sì eliminato le contraddittorie ed equivoche disposizioni dell'originario decreto — che parlava di personale « fuori ruolo » e « comandato », riferendosi, almeno apparentemente, alle stesse persone — ma ha lasciato aperto il problema, non avendo preso posizione al riguardo.

Inoltre, del tutto generiche appaiono le dizioni adoperate negli articoli 1 e 2 *sub* articolo 1: « indennità »; « retribuzioni degli esperti sulla base di quelle correnti nel settore privato »; « adeguate indennità ». E ciò è tanto vero che non ne risultano ancora fissati gli ammontari. La Commissione auspica che, in attesa delle necessarie soluzioni legislative, i problemi suaccennati possano trovare, quanto prima, soluzioni improntate ad una giusta valutazione delle effettive esigenze e che, in una normativa più adatta al funzionamento della CONSOB, sia anche prevista l'istituzione di un ruolo proprio per il personale dipendente.

B) IL CONTROLLO SULLE SOCIETÀ.

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

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

Altro aspetto da meditare, sempre in funzione di una eventuale integrazione della normativa che delimita l'ambito soggettivo di intervento della Commissione, è quello dell'opportunità di mantenere in vita, per un congruo periodo di tempo, il controllo sulle società per le quali fosse disposta la revoca dell'ammissione alla quotazione.

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

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

Ne consegue la configurazione del potere in esame, come controllo pubblico di veridicità, che preclude ogni intervento in merito alle scelte gestionali delle società. Il che ovviamente non esclude che la CONSOB possa accertare, oltre che l'esattezza, anche la sufficienza dell'informazione fornita dalle società e, quindi, esercitare un correlativo potere di valutazione discrezionale in ordine alla congruità, ai fini della completa informazione del pubblico, dei dati e delle notizie forniti dalle società. Questo indirizzo, in linea di principio, può anche implicare che dal controllo di veridicità assegnato alla CONSOB possa scaturire un collegamento con quello di legittimità da parte dell'Autorità giudiziaria; e ciò attraverso la denuncia alla stessa delle gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri che fanno carico agli organi societari, eventualmente riscontrate dalla Commissione.

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

Nell'ambito di tale specifica disciplina, diretta a sottoporre le società ad un riscontro tecnico-contabile per accertare la corrispondenza del bilancio e del conto profitti e perdite alle risultanze dei fatti di gestione rilevati secondo principi di corretta contabilità, spetterà, infatti, alla CONSOB un ruolo essenziale, sia per la tenuta dell'Albo speciale delle società di revisione e, quindi, dell'espletamento di rigorosi accertamenti sulla sussistenza dei prescritti requisiti di idoneità tecnica, organizzazione e indipendenza delle società da iscrivere sia per i compiti di ispezione, controllo e vigilanza da svolgere nei confronti delle società iscritte, fino al potere — pur esso attribuito alla Commissione — di impugnativa della deliberazione assembleare che approva il bilancio certificato, entro il termine di sei mesi dall'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese.

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

Ma il presupposto fondamentale di una azione concreta in materia tanto delicata ed importante, risiede anche, a parere della Commissione, nella approfondita conoscenza della complessa realtà su cui

operare ed è in tale direzione che è rivolta nell'immediato la sua particolare attenzione. Infatti, pur non potendo ovviamente ignorare l'eventualità di interventi isolati dettati da contingenti esigenze, è intendimento della Commissione operare a vasto raggio ed in modo organico, nella convinzione che solo interventi di questo tipo possono consentire il pieno conseguimento dei fini istituzionali.

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

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

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

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

C) IL CONTROLLO SULLE BORSE VALORI.

La normativa introdotta dalla legge n. 216 e completata dal decreto del Presidente della Repubblica n. 138, non affronta il tema della pur necessaria e indilazionabile revisione organica della disciplina della borsa sotto il profilo delle attività che vi si svolgono, dei soggetti che vi operano e degli organi che sono preposti a questo settore, ma rinnova radicalmente la struttura e la titolarità del controllo delle borse valori.

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

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

Infatti, se l'obiettivo principe è quello di rivitalizzare la borsa, riaffermandone la funzione di strumento di raccolta di mezzi finanziari per le imprese, il passaggio obbligato in questa direzione è costituito da un oculato esercizio dei poteri di controllo sulle società, al fine di porre i potenziali investitori nella condizione di conoscere la reale situazione patrimoniale e gestionale, indispensabile premessa per il loro riaccostamento al mercato borsistico.

In questa prospettiva, la Commissione, ritiene di poter sciogliere, anche se in tempi non brevi, uno dei nodi del problema,

quello cioè della mancanza di una reale informazione del pubblico dei risparmiatori, causa non ultima del suo progressivo allontanamento dalla borsa.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

D) RILIEVI ALLE NORME CHE DISCIPLINANO L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB.

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

In altri casi appaiono necessari interventi di completamento ed ed integrazione di una trama normativa che risulta eccessivamente scarna in rapporto alla complessità dei fenomeni che ci si è proposto di regolare.

È intendimento della Commissione soffermarsi, in particolare, su taluni problemi e limiti che la disciplina legislativa recentemente introdotta pone, con riferimento alla possibilità:

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

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

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

1. — *Articolo 3, lettera b*).

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

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

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

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

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

1. — *Articolo 18.*

La legge n. 216 ha introdotto per la prima volta nel nostro ordinamento una norma (articolo 18) che si riferisce espressamente all'acquisto o alla vendita di titoli azionari od obbligazionari convertibili, mediante offerta al pubblico.

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

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

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

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

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

2. — *Articoli 5 e 17.*

Tra i numerosi problemi di carattere interpretativo e d'ordine pratico che scaturiscono dalle norme che disciplinano gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni azionarie, merita particolare menzione il fatto che, sotto certi aspetti, appare compromessa per la CONSOB la possibilità di riscontrare — attraverso canali diversi rispetto alla fonte di informazione primaria — l'adempimento dell'ob-

bligio, anche sotto il profilo della veridicità e completezza dei dati ricevuti.

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

Oltre alla pregiudiziale dell'« impegno di riservatezza », dette società hanno in pratica obiettato che l'obbligo di comunicazione spetterebbe unicamente agli effettivi titolari delle partecipazioni azionarie. La questione, non scevra di importanza, ha posto interrogativi seri di carattere giuridico, anche se indubbiamente risponde alla *ratio* normativa la tesi della sussistenza di detto obbligo. D'altra parte non soccorrono, nel caso in esame, i poteri di informazione ed ispezione riconosciuti alla Commissione dall'articolo 3 della legge n. 216, essendo essi esercitabili solo nei confronti di determinati soggetti giuridici tra i quali non rientrano le società fiduciarie.

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

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

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

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

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

3. — *Articolo 3, lettera d) ed esame della problematica organizzativa del mercato finanziario.*

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

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

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

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

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

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

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

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

A questo fine si devono in primo luogo fissare i criteri basilari di ammissione al mercato ufficiale, ossia al mercato destinato ad una larga cerchia geografica di risparmiatori, attraverso:

a) una selezione delle società i cui titoli sono ammessi a quotazione, società che devono avere un patrimonio minimo e devono dimostrare capacità di reddito;

b) un grado minimo di distribuzione fra il pubblico, in modo da garantire la piena negoziabilità;

c) una informazione ampia, veritiera e continua, sulla società e sui titoli.

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

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

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

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

Come è noto, la vigente normativa vieta alle banche di stipulare contratti in borsa nel recinto delle grida e stabilisce che gli unici intermediari autorizzati ad operare direttamente in borsa siano gli agenti di cambio, i quali rivestono la qualifica di pubblici ufficiali, non possono operare in proprio e sono assoggettati ad alcuni divieti ed incompatibilità intesi ad assicurare la neutralità del loro intervento. Le banche hanno tuttavia conservato una posizione di primaria importanza nella raccolta degli ordini di borsa, in relazione alla capillarità della loro organizzazione, all'ampiezza e alla diversità della loro clientela. Nel settore del reddito fisso hanno pressoché monopolizzato il mercato, dato che detengono ampi quantitativi di titoli della specie nei loro portafogli e spesso si pongono come diretta contropartita per gli acquisti e le vendite effettuate dalla clientela agli sportelli.

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

In relazione a quanto sopra, appare evidente che un migliore funzionamento dell'istituto borsistico in Italia passa anche attraverso un coordinamento della funzione di intermediazione svolta dalle banche e dagli agenti di cambio, nonché dalle società commissionarie di borsa e dalle finanziarie. Su tale questione si scontrano da tempo interessi e opinioni divergenti, ma è indubbio che una soluzione ra-

zionale non potrà non favorire una maggiore concentrazione degli affari in borsa, evitando in ogni caso un'accentuazione degli oneri di intermediazione.

E) IL SISTEMA SANZIONATORIO: LIMITI ED INCONGRUENZE.

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

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

In ordine al sistema sanzionatorio adottato con la legge n. 216 — e predisposto per la salvaguardia di beni giuridici di preminente interesse collettivo — si può brevemente osservare che alle lesioni di tali interessi si è opportunamente conferito il carattere di vero e proprio reato, evitandosi il ricorso all'istituto — del tutto inadeguato — dell'illecito amministrativo.

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

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

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

La Commissione, non può esimersi, altresì, dal sottolineare talune incongruenze e disarmonie del sistema sanzionatorio, sia nell'ambito dei suoi confini che in rapporto a norme preesistenti.

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

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

di una partecipazione azionaria di trascurabile entità o di un modesto compenso.

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

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

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

II. — ATTIVITÀ OPERATIVA

F) I PROBLEMI DI STRUTTURA E DI ORGANICO, LE RELAZIONI CON L'ESTERNO, I PRINCIPALI PROVVEDIMENTI ADOTTATI.

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

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

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

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

In questo quadro si collocano, altresì, gli incontri con i rappresentanti di organismi quali l'Associazione nazionale fra le società italiane per azioni e l'Associazione bancaria italiana, che hanno consentito alla Commissione di chiarire la propria interpretazione su alcuni importanti punti controversi, in modo da semplificare l'adempimento degli obblighi di legge.

Allo scopo di acquisire elementi utili per iniziare la necessaria azione di riordino del mercato borsistico nazionale, la Commissione ha convocato i rappresentanti dei Comitati direttivi degli agenti di

cambio e delle Deputazioni di borsa nonché di altri organi rappresentativi di categorie operanti sul mercato finanziario. Tali incontri hanno consentito di enucleare una serie di problemi di natura generale ed hanno fornito l'opportunità di una presa di contatto e di una reciproca conoscenza che sarà d'indubbio vantaggio ai fini di una più stretta e proficua collaborazione.

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

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

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

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

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

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

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

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

G) DOCUMENTAZIONE ACQUISITA.

1) *Esame ed elaborazione della documentazione.*

L'acquisizione delle informazioni relative alle società ed agli altri enti considerati dalla legge n. 216 costituisce l'elemento basilare dell'attività della Commissione oltre che per sua stessa informazione, per rendere pubblici dati e notizie ritenuti necessari per l'informa-

zione del mercato. Per raggiungere questo obiettivo tutti gli elementi informativi sulle singole società verranno classificati e ordinati in uno schedario generale, idoneo anche a consentire raggruppamenti per categorie di imprese, con l'ausilio di un centro elettronico per l'elaborazione dati, ad esclusivo uso della CONSOB, dato il loro carattere di riservatezza.

Per mettere la CONSOB in condizione di dotarsi di un sistema efficiente di elaborazione elettronica dei dati, correttamente dimensionato alle sue esigenze, si è fatto ricorso alla consulenza di un qualificato gruppo tecnico di studio, costituito da tre elementi esterni di comprovata esperienza e qualificazione. Si è mirato soprattutto a stabilire il metodo più appropriato per la realizzazione del centro, programmandone le fasi ed i tempi. In attesa della installazione e del pieno funzionamento del centro elettronico, che richiede un tempo tecnico di attuazione di circa due anni, la Commissione non potrà che adempiere secondo sistemi tradizionali, come già ha iniziato a fare, le operazioni necessarie, sia pure limitandole al minimo.

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

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

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

Di carattere periodico sono altresì le informazioni provenienti dalle singole borse attraverso:

- a) il rapporto telefonico giornaliero e quello scritto settimanale dell'ispettore di Borsa;
- b) il rapporto mensile del Comitato direttivo degli agenti di cambio;
- c) il rapporto mensile della Deputazione di borsa.

La Commissione è quotidianamente in contatto con gli ispettori operanti presso le borse valori.

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

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

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

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

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

- 1) verificare la rispondenza, in termini di scadenza temporale e di regolarità, delle comunicazioni previste dalla legge n. 216;
- 2) analizzare le caratteristiche tecniche, e quindi la significatività, dei diversi elementi informativi acquisiti.

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

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

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

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

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

Di queste, 18 riguardavano l'aumento del capitale sociale, 6 la svalutazione ed il contestuale reintegro del capitale, 5 le fusioni di società, tre l'adeguamento dello statuto alla normativa prevista dalla legge n. 216, una la revoca dell'aumento del capitale sociale precedentemente deciso.

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

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

Relativamente alla relazione del Consiglio di amministrazione si è riscontrato, soprattutto in quelle delle imprese di maggiori dimensioni, la tendenza a dedicare, nell'economia del documento, uno

spazio notevole alle vicende congiunturali nazionali ed internazionali, a spese dell'illustrazione dell'andamento della gestione aziendale vera e propria. Questo indirizzo tende a sopravvalutare le cause esterne, di ordine generale, come determinanti i risultati di esercizio nei confronti delle cause proprie dell'impresa.

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

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

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

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

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

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

Il documento è risultato pertanto più significativo per le imprese che svolgono un'attività industriale o di servizi che per quelle con una maggiore caratterizzazione patrimoniale o finanziaria. Inoltre la significatività della relazione si riduce notevolmente per le società che realizzano a fine esercizio i più rilevanti fatti di gestione o per quelle dotate di un consistente portafoglio azionario.

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

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

Riguardo alle comunicazioni delle partecipazioni azionarie (articolo 5 della legge n. 216) la Commissione, dopo averne verificato la rispondenza al dettato legislativo, ha iniziato una duplice classi-

ficazione delle comunicazioni pervenute: secondo i settori di attività delle imprese interessate e secondo l'appartenenza ai diversi gruppi finanziari.

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

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

2) *Situazione economico-finanziaria delle società quotate.*

Per la quasi totalità delle imprese esaminate, l'esercizio 1974 ha posto in evidenza:

a) sul piano dell'andamento economico la rottura dell'equilibrio costi-ricavi;

b) sul piano finanziario la conferma dello sviluppo dell'indebitamento esterno ed, in particolare, un netto incremento dei debiti a breve su quelli a medio-lungo termine;

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

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

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

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

Nel complesso si può rilevare che le società quotate hanno avuto risultati coerenti e simili a quelli registrati da tutte le altre imprese, non quotate, agenti nello stesso settore di attività. Hanno fatto eccezione alcune società che, pur facendo parte di settori fortemente in crisi, segnatamente immobiliari, si sono aggiudicate, sui mercati esteri, forniture e lavori tali da garantire la piena attività ed una buona redditività per un certo numero di esercizi.

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

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

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

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

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

Circa le dimensioni delle società interessate va rilevato che, ad operazione completata, due di esse raggiungeranno appena il miliardo di capitale, nove si collocheranno nella fascia da 2 a 8 miliardi, tre fra i 14 ed i 19 miliardi e soltanto una, la più grande, a capo di un gruppo finanziario di crescente importanza, raggiungerà, sempre ad operazione ultimata, i 200 miliardi.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3) *Informazioni al pubblico.*

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

Relativamente all'aspetto connesso con la più ampia conoscenza possibile delle situazioni societarie, la Commissione può assolvere la sua funzione imponendo alle società quotate di rendere pubblici quei dati che ritenga necessari per una più esauriente informazione.

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

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

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

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

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

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

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

III. — ANDAMENTO DEL MERCATO FINANZIARIO

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

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

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

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

Queste risultanze si sono associate, da un lato, ad una riduzione del prodotto lordo interno reale del 3,7 per cento, e ad un aumento dei relativi prezzi impliciti del 17,5 per cento, essendo saliti i prezzi delle importazioni di beni e servizi del 6,3 per cento e i costi del lavoro per unità di prodotto del 26,9 per cento nel settore privato, dall'altro, ad una flessione della domanda interna reale del 6,4 per cento, essendo diminuiti i consumi dell'1,4 per cento e gli investimenti lordi del 24,0 per cento, cosicché il rapporto investimenti-reddito è sceso al 20 per cento, mentre il disavanzo del settore pubblico (amministrazione centrale, aziende autonome, enti locali e istituti previdenziali) riferito al reddito è salito al 15,2 per cento.

L'espansione delle attività finanziarie nette dell'economia si è collegata: per le famiglie, alle accresciute incertezze in materia di occupazione, alla modesta attrazione esercitata dagli investimenti in immobili e ai risultati, non sempre positivi, offerti dai beni rifugio; per le imprese, al ridotto ammontare degli investimenti lordi. Detta espansione si è tradotta in un aumento del 22 per cento delle

attività liquide (16 per cento nel 1974), nonché in una larga partecipazione, congiuntamente alla banca centrale e alle aziende di credito, al finanziamento dell'accresciuto disavanzo del settore pubblico. Nel quadro dei flussi delle attività finanziarie è infine da precisare che:

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

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

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

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

L'analisi della composizione del flusso delle attività finanziarie pone in evidenza, sia un forte ricupero degli investimenti delle famiglie nei titoli a reddito fisso, pur restando la domanda inferiore ai valori di medio periodo, sia un crescente ammontare nei depositi bancari e postali, mentre i portafogli azionari hanno continuato a perdere d'importanza relativa, tanto che la loro consistenza a fine 1975 si è ridotta al 3,2 per cento del risparmio finanziario delle famiglie.

La quota dei finanziamenti complessivi a favore dell'economia si è ulteriormente abbassata nel 1975 essendo scesa al 47,7 per cento del totale (contro il 56,5 nel 1974 e l'87,5 nel 1962), in conseguenza si è elevata quella a favore del settore pubblico. Tale variazione risulta da una maggiorazione dei finanziamenti a favore di entrambe le categorie di utilizzatori finali delle risorse, dovuta:

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

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

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

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

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

ha concorso alla creazione di base monetaria per 7.779 miliardi nel 1975 contro 7.671 miliardi nel 1974.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Il possesso azionario si è accompagnato ad uno spostamento ulteriore dalle azioni quotate a quelle non quotate, essendo ammon-

tate le emissioni lorde di azioni quotate a 208 miliardi e quelle non quotate a 1.484 miliardi.

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

Rispetto al risparmio nazionale lordo le emissioni di titoli azionari sono in ogni caso diminuite, tanto che nel 1975 esse sono ammontate al 6 per cento, mentre nel 1962 erano state pari al 10 per cento. Il mercato primario delle azioni mostra, quindi, una spiccata tendenza ad offrire un minor contributo al finanziamento delle imprese, mentre l'autofinanziamento continua ad essere, oltre che modesto rispetto al fabbisogno di capitale delle imprese, anche irregolare nell'apporto e, in taluni anni, negativo in termini globali. A determinare la riduzione dell'apporto del capitale di rischio delle imprese hanno concorso, sia la riduzione del rendimento azionario (per minori profitti e per ragioni fiscali), sia il credito agevolato e la politica monetaria intesa a sostenere il collocamento dei titoli a reddito fisso. Per il primo motivo si è verificata una flessione della domanda di azioni, per il secondo una riduzione dell'offerta. In concreto si riscontra fra il 1962 e il 1975 che la composizione del passivo di bilancio delle imprese presenta una flessione della consistenza dei fondi propri dal 49 al 20 per cento, contro un aumento dell'indebitamento a breve termine dal 26 al 36 per cento e dell'indebitamento a medio e lungo termine e in obbligazioni dal 22 al 39 per cento, dei finanziamenti dello Stato ed enti locali dal 2 al 5 per cento.

Questa nuova struttura finanziaria, nella misura in cui ha condotto ad una involontaria maggiorazione del *leverage* delle imprese, non è stata priva di effetti secondari negativi sulla domanda di investimenti ed ha concorso a soffocare l'iniziativa d'impresa della categoria degli azionisti e a potenziare il controllo dei creditori: pubblica amministrazione, aziende e istituti speciali di credito. Non solo si è ridotta la quota globale delle azioni e partecipazioni nei bilanci delle imprese, ma anche la quota relativa delle emissioni private rispetto a quella delle società con prevalente partecipazione statale. La modifica della struttura finanziaria delle imprese si è accompagnata ad una graduale riduzione degli investimenti fissi lordi, ammontati nel 1975 al 18 per cento del prodotto lordo interno, mentre nel 1962 si erano aggirati intorno al 24 per cento. Relativamente agli altri paesi industriali, la quota degli investimenti fissi in Italia è ora notevolmente più bassa in rapporto alle forze di lavoro occupate, co-

sicché il tasso di accumulazione e produttività dell'economia tende comparativamente a decrescere.

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

L'andamento del mercato azionario italiano nel 1975 può essere suddiviso in quattro periodi così caratterizzati: il primo, che va fino al mese di marzo, con una forte ripresa delle quotazioni (24 per cento rispetto a fine 1974) in relazione ad una soddisfacente campagna dividendi; il secondo, che comprende i mesi di aprile e maggio, con andamento stazionario sui livelli precedenti; il terzo, che arriva ad ottobre, con forte flessione dei corsi, per effetto, sia dei risultati elettorali di giugno, sia della accentuata recessione dell'economia, posta in evidenza dai resoconti semestrali pubblicati per la prima volta dalle società in ottemperanza alla legge 216; il quarto, infine, avente una modesta ripresa connessa con migliorate prospettive congiunturali di alcuni settori dell'industria.

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

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

ALLEGATO

PAGINA BIANCA

A) ORGANIZZAZIONE DELLA CONSOB

La struttura organizzativa interna della CONSOB è stata fissata col regolamento di organizzazione e funzionamento, deliberato dalla Commissione ai sensi dell'articolo 1/1 della legge 7 giugno 1974, n. 216, e tuttora in corso di approvazione.

Tale struttura si articola in Servizi ed Uffici e la istituzione di questi ultimi, nell'ambito dei Servizi, è attribuita alla Commissione secondo le esigenze dei servizi stessi.

A ciascun Ufficio è preposto un Capo Ufficio che risponde direttamente al Capo Servizio, il quale dipende dal Presidente.

I Servizi, in numero di cinque, sono così articolati:

- 1) Servizio Società;
- 2) Servizio Borsa;
- 3) Servizio Amministrativo;
- 4) Servizio Giuridico;
- 5) Servizio Studi e sviluppo del mercato.

Sempre sulla base dell'emanando regolamento di organizzazione e funzionamento è stato istituito un Ufficio di Segreteria della Commissione.

È, infine, in fase di istituzione il Centro Elettronico avente compiti essenziali per le finalità operative della Commissione, come si illustrerà in apposito paragrafo.

In base a quanto sopra detto ed in considerazione delle esigenze di operatività dei propri Servizi, la Commissione ha proceduto ad una prima attuazione degli Uffici ritenuti più immediatamente necessari tenendo conto della scarsa disponibilità di personale.

Nel contempo, non potendo procedere alla formale assegnazione della titolarità dei singoli Servizi ed Uffici, la Commissione ha preposto agli stessi i funzionari di qualifica più elevata o, a parità di qualifica, di maggiore anzianità, i quali esercitano di fatto, come fa-centi funzione, la predetta titolarità.

Gli Uffici sono i seguenti: Ufficio società di revisione e Ufficio ispezione società, nell'ambito del Servizio Società; Ufficio mercato ristretto e Ufficio ispezione sulle borse e sui mercati ristretti, nell'ambito del Servizio Borsa.

Anche il Servizio Amministrativo è strutturato in Uffici, i quali in parte sono stati direttamente istituiti con il regolamento di ammi-

nistrazione e contabilità della CONSOB ed in parte istituiti direttamente dalla Commissione.

L'Ufficio amministrazione generale e l'Ufficio ragioneria, in considerazione dei compiti ad essi assegnati ed al fine di assicurare una ordinata gestione delle spese, sono stati direttamente creati col regolamento di amministrazione e contabilità.

La Commissione, con determinazione interna ha, infine, istituito l'Ufficio personale ed ha regolato l'organizzazione dell'archivio generale, mentre l'attuale insufficienza di personale non ha finora consentito di dare un assetto ai rimanenti servizi (Servizio Giuridico e Servizio Studi e sviluppo del mercato).

Al fine di dare attuazione, ancorché provvisoria ad una organica struttura interna degli indicati Servizi ed Uffici e per consentire una assegnazione di compiti e responsabilità al personale in servizio, la Commissione ne ha poi fissate le competenze.

Il Servizio Società si occupa dell'esame dei bilanci, delle relazioni semestrali e delle comunicazioni delle società ed enti relative alle partecipazioni azionarie ed alle loro variazioni, rilevando le situazioni irregolari riguardo a tale adempimento.

Esamina, inoltre, le comunicazioni rese dagli amministratori, sindaci e revisori, e dai loro direttori generali ai sensi dell'articolo 17 della legge n. 216, nonché le comunicazioni delle assemblee straordinarie che le società sono tenute a fare ai sensi della stessa legge.

L'Ufficio società di revisione vigila sulle società di revisione e ne tiene l'Albo, organizza gli esami annuali di ammissione a tale Albo ed ottempera alle altre incombenze indicate dal decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 136, in ordine alla revisione e certificazione dei bilanci.

L'Ufficio ispezioni società esegue le ispezioni disposte dalla Commissione oltre a formulare proposte di ispezione presso società ed enti per l'accertamento della veridicità e completezza di dati e notizie comunicati o pubblicati.

Il Servizio Borsa si occupa delle attribuzioni della Commissione in materia di borsa e formula le proposte di intervento ritenute necessarie od opportune secondo la normativa di cui alla legge n. 216; cura l'approntamento dei regolamenti speciali di borsa e tiene i collegamenti con i commissari di borsa e con gli organi locali di borsa.

L'Ufficio mercato ristretto segue l'andamento dei mercati ristretti vigilando sul loro funzionamento e cura l'istruttoria per la istituzione dei mercatini e quella per la ammissione e cancellazione dei titoli alla negoziazione.

L'Ufficio ispezione sulle borse e sui mercati ristretti esegue interventi ispettivi sulle riunioni e sugli operatori di borsa (agenti di cambio e commissionarie) anche in ordine alla osservanza della delibera della Commissione.

Nell'ambito del Servizio Amministrativo operano:

a) l'Ufficio amministrazione generale che predispone i provvedimenti per il prelevamento di somme dalla Tesoreria dello Stato, cura il pagamento dei creditori, provvede alle tenuta delle scritture contabili, prepara gli elementi per la formazione del bilancio di previsione e per la compilazione del conto consuntivo del quale cura la

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

trasmissione alla Corte dei conti, provvede alla liquidazione delle competenze al personale ed ai membri della Commissione, oltre che adempiere a compiti di informazione diretta al pubblico;

b) l'Ufficio del personale che provvede alla amministrazione ed alla gestione del personale;

c) l'Ufficio economato e cassa che gestisce il fondo cassa per le piccole spese, provvede al pagamento delle competenze, all'acquisto di giornali e pubblicazioni e ad ogni altra incombenza tipica di tale ufficio;

d) l'Ufficio ragioneria che compila il bilancio preventivo ed il conto consuntivo, controlla gli atti di impegno ed i titoli di spesa, accerta le entrate e vigila sulla conservazione dei beni e sulla cassa economato.

Alle dipendenze del Servizio amministrativo opera, infine, l'archivio generale che provvede alla raccolta e conservazione dei documenti originali ed al protocollo per la corrispondenza in arrivo ed in partenza.

Il Servizio Giuridico si occupa di tutti gli aspetti giuridici degli atti adottati dalla Commissione, del contenzioso, della istruttoria dei ricorsi diretti alla Commissione, nonché dei problemi giuridici riguardanti la società, i valori mobiliari, le borse ed i mercati ristretti.

Il Servizio Studi e sviluppo del mercato compie studi generali di carattere economico e finanziario sui mezzi per lo sviluppo del mercato dei valori mobiliari e per migliorare il funzionamento della borsa.

Compie, inoltre, studi sugli ordinamenti delle borse estere e del mercato finanziario internazionale e appronta la relazione annuale da inviare al Ministro del tesoro.

Dati relativi al personale.

Al 31 ottobre 1977 risultavano in servizio presso la CONSOB 36 elementi oltre a 5 ispettori del Tesoro già delegati alla vigilanza governativa presso le borse valori, che, ai sensi dell'articolo 19 del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 138, continuano a svolgere le loro funzioni fino a quando la Commissione non avrà provveduto a nominare i Commissari di borsa.

Le unità assegnate alla CONSOB distinte per categorie, per provenienza e per qualifica professionale, risultano ripartite come appresso:

a) *Servizio società:*

4 unità della carriera direttiva
provenienti dal Ministero del tesoro:

2 Direttori aggiunti di divisione;

2 Direttori di sezione.

b) *Servizio borsa:*

- 1 Dirigente: 1 Dirigente; Ispettore capo del tesoro.
- 2 Direttori di sezione: provenienza: Ministero del tesoro.
- 1 unità della carriera di concetto: Segretario capo, provenienza: Ministero del tesoro.

c) *Servizio amministrativo:*

- 3 unità della carriera direttiva: 2 Direttori aggiunti di divisione: provenienza: Ministero del tesoro.
- 1 Direttore di sezione - provenienza: Ministero del tesoro.
- 3 unità della carriera di concetto: 2 Segretari principali;
- 1 Segretario - provenienza: 1 dal Ministero del tesoro, 1 dal Ministero delle finanze, 1 dai Monopoli di Stato.
- 3 unità della carriera esecutiva: 2 Coadiutori principali - provenienza: 1 dal Ministero del tesoro, 2 dal Ministero delle finanze.

Archivio generale:

- 4 unità della carriera esecutiva: 3 Coadiutori principali;
- 1 Coadiutore - provenienza: 3 dal Ministero del tesoro, 1 dal Ministero delle finanze.

d) *Servizio giuridico:*

—

e) *Servizio studi e sviluppi del mercato:*

- 1 funzionario della carriera direttiva: Consigliere - provenienza: Ministero del tesoro.

f) *Ufficio di Segreteria della Commissione:*

- 1 unità della carriera direttiva: Direttore aggiunto di divisione, provenienza: Ministero del tesoro.
- 1 unità della carriera di concetto: Segretario, provenienza: Ministero del tesoro.
- 1 unità della carriera esecutiva: Coadiutore, provenienza: Ministero del tesoro.

g) Centro elettronico:

- 1 Dirigente (IRI): Ispettore superiore.
- 3 unità della carriera di concetto: provenienza: 2 Banca d'Italia - primi assistenti, 1 IRI - impiegato di prima categoria.

Prestano inoltre servizio presso la Commissione un Segretario capo proveniente dall'ISCO ed addetto alla Segreteria del Presidente, un appuntato della guardia di finanza assegnato alla segreteria di un componente la Commissione, nonché 5 elementi della carriera ausiliaria di cui 3 svolgono mansioni di autista e 2 di commessi.

Tali ultimi 5 elementi provengono dal Ministero del tesoro (2), dal Ministero delle finanze (2) e dall'ISCO (1).

Esperti.

A fine ottobre 1977 nessun esperto era in servizio presso la CONSOB.

L'assunzione degli esperti di cui la Commissione può avvalersi ai sensi della legge istitutiva, ha incontrato e continua ad incontrare notevoli difficoltà di attuazione.

Il livello retributivo poco vantaggioso in relazione agli obblighi fissati dal disciplinare approvato con decreto del Presidente del Consiglio del 23 ottobre 1976 non costituisce valido incentivo per gli elementi particolarmente qualificati che, selezionati dalla Commissione, non hanno ritenuto di contrarre un rapporto di lavoro.

Di tali difficoltà la Commissione ha informato, nello scorso mese di ottobre, la Presidenza del Consiglio dei ministri affinché fosse vagliata l'opportunità di rivedere il trattamento economico degli esperti, rendendo concreta la possibilità di reclutare elementi dotati di notevole esperienza professionale.

Disponibilità finanziaria.

Gli stanziamenti sul capitolo 5333 dello stato di previsione della spesa del Ministero del tesoro per il funzionamento della CONSOB sono stati di volta in volta accreditati sul conto corrente infruttifero intrattenuto presso la Tesoreria centrale dello Stato.

Tali stanziamenti sono ripartiti nei vari esercizi come segue:

esercizio finanziario 1974 (stanziamento previsto dalla legge 7 giugno 1974, n. 216): lire 500.000.000; esercizio finanziario 1975: lire 1.000.000.000; esercizio finanziario 1976: lire 10.000.000.000; esercizio finanziario 1977: lire 3.000.000.000.

Per quest'ultimo stanziamento, pur essendone stata fatta richiesta, non è stato ancora effettuato alcun accredito sul citato conto corrente.

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

A fronte degli stanziamenti su indicati e prescindendo dagli impegni di spesa, sono state effettivamente erogate le seguenti somme:

esercizio finanziario 1974: stanziamento non usufruito; esercizio finanziario 1975: lire 29.720.414; esercizio finanziario 1976: lire 348.812.653; esercizio finanziario 1977: il dato sarà disponibile dopo l'approvazione da parte della Commissione del consuntivo dell'anno (entro il 31 marzo del corrente anno).

Commissari di borsa.

La Commissione si avvale attualmente della collaborazione di 5 ispettori del Tesoro, già delegati alla vigilanza governativa presso le Borse Valori, i quali, ai sensi del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 138, continuano ad esercitare le funzioni fino alla nomina dei Commissari di borsa.

Tale situazione di transitorietà si è protratta nel tempo a causa della carenza di personale, più volte manifestata, e delle resistenze opposte dalle varie amministrazioni che hanno rilasciato gli elementi richiesti e ritenuti idonei per le finalità sopra esposte. Il che ha determinato non poche difficoltà all'azione della Commissione.

Si pensi ai numerosi compiti affidati ai Commissari di borsa col regolamento di organizzazione e funzionamento della CONSOB (1), per lo svolgimento dei quali si richiede un costante impegno, diffi-

(1) L'articolo 38 del regolamento di organizzazione e funzionamento della CONSOB precisa che i commissari di Borsa svolgono i compiti loro attribuiti dalle leggi vigenti ed in particolare:

1) intervengono alle riunioni di borsa e vigilano sul loro regolare svolgimento; esercitano opportuni controlli sulla formazione dei prezzi e dei listini, sull'accertamento dei prezzi specialmente in fase di apertura e di chiusura della riunione, sul mercato delle operazioni a premio e sulla stipulazione in borsa delle operazioni di riporto; vigilano sul divieto di formare listini di prezzi al di fuori del listino ufficiale;

2) assistono, senza voto deliberativo, alle sedute della deputazione di borsa ed a quelle del Comitato direttivo degli agenti di cambio;

3) esercitano facoltà ispettive sull'operato degli agenti di cambio ed accertano eventuali trasgressioni dei medesimi ai divieti di legge;

4) eseguono indagini o verifiche presso istituti o ditte che compiono normalmente operazioni di borsa allo scopo di accertare la regolarità delle operazioni stesse;

5) visitano i fissati bollati ed i relativi registri, prescritti dalle disposizioni vigenti, secondo le modalità contemplate dalle disposizioni stesse;

6) assistono all'assemblea generale degli agenti di cambio convocata per la elezione del Comitato direttivo;

7) approvano la nomina del rappresentante degli istituti di credito quale osservatore alle grida;

8) vigilano sull'osservanza del divieto di usare, al di fuori della borsa ufficiale, la denominazione di « Borsa valori », « mercato dei valori », o altre consimili e di formare listini dei prezzi fuori Borsa;

9) eseguono la vidimazione dei libretti che devono tenere obbligatoriamente gli agenti di cambio, ai sensi dell'articolo 17, punto I, del regio decreto 9 aprile 1925, n. 376, nominano e presiedono la commissione per l'accertamento, mediante colloquio, della preparazione e idoneità professionale dei procuratori alle grida nominati dagli agenti di cambio.

cilmente sostenibile da un solo funzionario, specie se destinato presso le borse più importanti.

Si deve aggiungere che la insufficienza dell'organico - 5 ispettori del Tesoro - è resa evidente anche dal numero delle borse funzionanti, che sono dieci. Sicché, l'Ispettore di Torino, cura anche le borse di Trieste e Venezia, mentre quelli di Napoli e Roma curano rispettivamente anche le borse di Palermo e Bologna, e Firenze. Inoltre, è imminente il funzionamento di almeno quattro mercati ristretti che, seppure per un solo giorno settimanale, impegneranno ulteriormente gli ispettori locali.

La situazione sopra descritta rende, infine, assai problematica la disponibilità degli ispettori all'epoca del normale godimento delle ferie, quando le borse continuano ad essere aperte. Di qui la necessità di disporre di altro personale particolarmente qualificato a svolgere le funzioni di commissario di borsa.

Centro elettronico.

È stata avviata la costituzione di un centro elettronico per il servizio dati e informazioni reperendo personale tecnicamente qualificato dall'IRI e dalla Banca d'Italia. Alla data l'organico tecnico del Servizio è composto da un Capo servizio e due analisti di sistemi. L'attività del Servizio si è concentrata sullo studio di un sistema informativo atto alla produzione delle informazioni necessarie al funzionamento della Commissione. Lo schema del sistema è stato completato ed attualmente è all'esame della Commissione che dovrà approvarlo e dar corso agli studi di dettaglio per la realizzazione. Trattasi di un sistema che dovrà consentire la rilevazione e l'analisi di situazioni aziendali, dell'andamento dei titoli e la loro correlazione attraverso interrogazioni di una « banca dati » all'uopo costruita.

Il Servizio ha anche studiato e messo in atto una procedura meccanografica per la raccolta, la elaborazione e la comunicazione dei dati relativi alle operazioni mensili di riporto ed alle anticipazioni su titoli. Questa procedura, concordata con le rappresentanze dei soggetti-dichiaranti è stata definita entro il mese di ottobre ed è già stata resa operante. In mancanza di un proprio centro, i dati sono elaborati dalla Banca d'Italia che consentirà l'uso dei suoi impianti fino al 31 dicembre 1978; dopo tale data la CONSOB dovrà provvedere con mezzi propri.

È stato inoltre effettuato uno studio sul tipo e sul dimensionamento di un impianto di elaborazione adeguato alle esigenze della CONSOB, considerando le due ipotesi: il ricorso ad un centro di elaborazione di terzi o l'installazione di un proprio Centro.

Dopo attento esame si è dovuta abbandonare la prima ipotesi, nella considerazione che il ricorso a terzi non può offrire le dovute garanzie di riservatezza, in quanto enti esterni verrebbero a disporre di dati relativi all'attività dei singoli soggetti sottoposti al controllo della CONSOB e verrebbero a conoscenza dell'attività che la Commissione eserciterà attraverso la elaborazione e l'esame dei dati

raccolti. Anche dal punto di vista operativo si sono individuati notevoli inconvenienti nel ricorso a servizi di elaborazione forniti da terzi, quali, ad esempio, le difficoltà di intervento nel rispetto dei tempi di lavorazione, nella programmazione dei lavori e nella disponibilità degli impianti. Queste ultime sono state, di fatto, constatate anche nel ricorso al Centro della Banca d'Italia, di cui si è detto, nonostante che dalla stessa si siano ottenute la più ampia collaborazione e prestazioni tecniche del più alto livello.

L'ipotesi dell'installazione di un Centro proprio appare l'unica possibile per il buon funzionamento di un organismo come la CONSOB la cui efficienza è basata in gran parte sulla possibilità di disporre di un'ampia massa di dati, di elaborarli tempestivamente e con la necessaria riservatezza.

In data 1° ottobre 1977, infine, è stato installato presso il Servizio Borse un terminale collegato con il Centro elettronico della Borsa Valori di Milano per la rilevazione dei dati sulle contrattazioni, dei listini e delle quantità trattate.

B) ATTIVITA RELATIVA ALLA BORSA

Nei primi dieci mesi del 1977 sono state adottate complessivamente, in materia di borse valori, n. 127 delibere, di cui 8 di carattere generale, 4 su argomenti specifici, 17 concernenti ammissioni, sospensioni, limitazioni al contante di titoli quotati, 49 di nomina di rappresentanti alle grida di agenti di cambio e 49 di nomina di osservatori e sostituti osservatori di istituti di credito presso le borse valori.

1) I provvedimenti di carattere generale sono i seguenti:

delibera del 26 gennaio 1977 concernente la proposta al Ministro del tesoro dei componenti le Deputazioni di borsa per l'anno 1977;

delibera del 15 aprile 1977 concernente integrazioni alle direttive impartite in precedenza alle Camere di commercio per il rilascio dei certificati di correttezza professionale e commerciale a maggior garanzia dell'obiettività della certificazione stessa;

delibere del 24 giugno, 12 luglio (due) e 24 ottobre 1977 che fissano norme per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale nelle borse valori (mercato ristretto);

delibera del 2 settembre 1977 concernente l'abolizione dell'obbligo introdotto dalla delibera n. 32 del deposito dei titoli o della copertura in contanti del 90 per cento sulle vendite a termine fermo o a premio di titoli azionari quotati;

delibera del 5 ottobre 1977 relativa alla fissazione dell'obbligo per i soggetti operanti in borsa o esercenti attività di intermedia-

zione di dichiarare alla CONSOB i contratti di riporto, anticipazione e pegno stipulati su titoli azionari quotati in borsa.

Un cenno di commento meritano le seguenti delibere.

Delibera del 2 settembre 1977 (abolizione della delibera n. 32).

L'adozione della delibera del 2 settembre 1977 che ha abolito gli obblighi previsti dalla delibera n. 32 di deposito dei titoli o della copertura in contanti del 90 per cento sulle vendite a termine fermo o a premio di titoli azionari quotati, è stata determinata dalla considerazione che l'obiettivo a suo tempo propostosi col citato provvedimento, e cioè il blocco della speculazione al ribasso, assumesse un carattere *pro tempore* non necessario.

Delibera del 5 ottobre 1977 (denunce dei riporti).

L'adozione della delibera del 5 ottobre 1977 è stata preceduta da una approfondita analisi della dinamica del mercato. Ne è emersa la considerazione che, soprattutto in seguito all'abolizione dell'obbligo del deposito per le vendite allo scoperto ex delibera n. 32 del 1976, per disporre di uno strumento completo di conoscenza, anche ai fini del controllo sulla regolarità e sui modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione e negoziazione sui titoli quotati in borsa, la CONSOB dovesse attuare una rilevazione dei dati concernenti tutte le operazioni di riporto e di anticipazione su titoli quotati, poste in essere dai soggetti che operano in borsa o esercitano attività di intermediazione.

Tali dati, da rendersi pubblici mensilmente in modo globale per ciascun titolo, a cura della CONSOB stessa, consentiranno una utile informativa per gli operatori circa il carico speculativo in atto sui titoli oggetto delle negoziazioni.

D'altra parte la conoscenza di tali dati può consentire alla Commissione una migliore manovra di uno strumento regolatore delle negoziazioni del tipo della ex delibera n. 32, qualora la situazione ne dovesse consigliare l'adozione.

Essendosi poi constatata la difficoltà per gli Enti soggetti all'obbligo di denuncia di attuare in breve tempo le procedure specifiche necessarie, si è ritenuto di graduare la decorrenza dell'obbligo iniziando dal 15 dicembre 1977 per ciò che concerne le operazioni di riporto e dal 15 gennaio 1978 per le operazioni di anticipazione, di mutuo su pegno e per ogni altra operazione di finanziamento con chiunque posta in essere.

Delibere del 24 giugno 1977 e seguenti (mercato ristretto).

Con tali delibere in esecuzione della legge 23 febbraio 1977, n. 49, si è provveduto all'emanazione del relativo regolamento e ad ulteriori adempimenti come meglio specificato in seguito.

2) I provvedimenti su argomenti specifici sono:

delibere del 19 luglio 1977 (due) e del 19 ottobre 1977 concernenti l'autorizzazione, ai fini della compilazione del listino delle borse valori rispettivamente di Roma e Torino e di Genova, alla sostituzione delle dichiarazioni degli agenti di cambio con schede meccanografiche. Va segnalato, tuttavia, che per ragioni di ordine pratico attinenti agli organi locali delle borse predette, il nuovo sistema non ha ancora trovato concreta attuazione;

delibera del 24 agosto 1977 relativa all'esclusione dalle borse valori della Società per azioni Fiduciaria Investimenti Mobiliari, Commissionaria di borsa ammessa nei recinti riservati della borsa di Milano, dichiarata fallita.

3) Circa i provvedimenti relativi alle ammissioni, sospensioni, revoche e limitazioni al contante di titoli quotati si rinvia alla tabella 1, pagina 66, in cui essi vengono specificatamente elencati.

4) In merito al mercato dei premi la Commissione non ha adottato, nell'arco di tempo che si considera, alcun provvedimento; sono stati peraltro portati avanti approfonditi studi per una diversa e più idonea regolamentazione della materia, seguendo il criterio di fissare il termine della « risposta premi » a certo tempo data dalla stipulazione del contratto, abolendo la risposta unica attualmente prevista.

5) Accertamento della regolarità e dei modi di finanziamento delle negoziazioni.

Nel periodo considerato - 1° gennaio-31 ottobre 1977 - sono state espletate, nel settore strettamente borsistico, numerose verifiche ispettive, che hanno interessato agenti di cambio e Commissionarie.

Tali verifiche, che si pongono in relazione con le esigenze di controllo periodico e anche con fatti particolari insorti nel mercato, hanno in genere dato esito negativo, mentre in qualche caso hanno consentito l'accertamento di irregolarità.

Conseguentemente nei confronti di una ditta Commissionaria, la Commissione ha, osservate le norme di rito, emesso un provvedimento di esclusione dalla borsa per la durata di un mese e dieci giorni.

Per due agenti di cambio tutti gli atti relativi agli accertamenti espletati sono stati, ai sensi dell'articolo 13 del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 138, trasmessi al Ministero del tesoro ed al Consiglio dell'Ordine per i provvedimenti di rispettiva competenza. Quanto poi all'attività di controllo svolta nel settore delle società, la Commissione, in virtù delle verifiche effettuate, ha accertato una serie di irregolarità rispetto agli adempimenti posti dalla legge (essenzialmente la n. 216 del 1974). Conseguentemente sono in corso le relative istruttorie nei confronti di 26 società, che, allo stato, risultano avere omesso o ritardato o non compiutamente effettuato le comunicazioni prescritte dalla citata legge.

C) ATTIVITÀ RELATIVA AL MERCATO RISTRETTO

Al fine di fornire compiuti elementi informativi in ordine alla attività della Commissione, appare necessario non limitare l'esposizione al 31 ottobre 1977 ma riferirsi ad un più ampio periodo, dando conto dell'attività svolta praticamente fino a data corrente. Altrimenti si darebbe una visione monca e incompleta di ciò che è stato fatto ai fini della concreta istituzione dei mercati di che trattasi.

La legge 23 febbraio 1977, n. 49, come è noto, ha demandato alla CONSOB il compito di autorizzare — previo parere della Camera di commercio e del Consiglio nazionale degli ordini degli Agenti di cambio — lo svolgimento di pubbliche riunioni del mercato ristretto per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale, in conformità di apposito regolamento da deliberarsi dalla stessa Commissione.

Dopo una serie di articolati ed approfonditi contatti con i vari Organi interessati (Banca d'Italia, Unione delle Camere di commercio, Consiglio nazionale degli Ordini degli agenti di cambio, Unione dei comitati direttivi degli agenti di cambio, ASSOBANCARIA e Associazione fra le società per azioni) intesi a mettere a fuoco la complessa problematica connessa alla organizzazione del mercato ristretto — ed in quella sede, fra le varie parti interpellate, non sono mancate anche profonde divergenze di vedute su aspetti e questioni certamente non marginali — il relativo regolamento è stato approvato dalla Commissione, entro il termine previsto dalla citata legge n. 49, con deliberazione del 24 giugno 1977 (*Gazzetta Ufficiale* n. 177 del 30 giugno 1977).

Successivamente, con deliberazioni del 12 luglio (*Gazzetta Ufficiale* n. 195 del 18 luglio 1977), la Commissione ha provveduto a determinare le procedure di costituzione dei Comitati (presieduti dal Commissario di borsa e composti da un rappresentante della Camera di commercio, da due agenti di cambio e da un rappresentante delle aziende di credito) che saranno preposti all'organizzazione e al funzionamento delle riunioni di ciascun mercato ristretto, come pure le modalità di presentazione, da parte delle società interessate, delle domande di ammissione dei titoli alle negoziazioni, la documentazione da allegare e i dati e le notizie da fornire unitamente alla domanda.

Le società in possesso dei prescritti requisiti (patrimonio netto non inferiore a 1 miliardo di lire, ultimi due bilanci in attivo, diffusione dei titoli tra il pubblico in misura non inferiore al 20 per cento dell'ammontare complessivo della categoria di appartenenza) sono state così poste in grado di predisporre tempestivamente la documentazione necessaria ai fini della presentazione delle istanze di ammissione.

Nello stesso tempo la Commissione (con lettera-circolare del 14 luglio, indirizzata a tutti gli Organismi e categorie di operatori inte-

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

ressati) ha precisato il proprio punto di vista in ordine alle funzioni che il nuovo mercato sarà chiamato a svolgere:

funzione di « acclimatemento » di determinati titoli per il successivo passaggio al mercato ufficiale;

funzione prioritaria di finanziamento delle economie regionali con riguardo, in particolare, alle imprese che trovano nell'ambito locale e regionale il prevalente campo di svolgimento della loro attività e che, quindi, più agevolmente potrebbero soddisfare le proprie esigenze d'ordine finanziario attingendo al risparmio delle locali economie. Il che comporta, senza che ovviamente vada inteso come limite alle libere scelte delle società interessate, che venga a stabilirsi, in tutta la misura possibile, una diretta correlazione tra dislocazione territoriale delle imprese e mercato di quotazione dei rispettivi titoli.

Con lo stesso documento la Commissione ha reso noto che, per poter adottare i provvedimenti di autorizzazione delle riunioni del mercato ristretto presso le singole borse valori, deve procedere (ai sensi dell'articolo 1 del regolamento) a preliminari accertamenti di merito in ordine alla sussistenza, *in loco*, di condizioni idonee alla istituzione dei mercati stessi ed ha sollecitato, a tal fine, la collaborazione degli Organi locali di borsa nonché di vari Enti ed Organismi rappresentativi di categoria interessati, onde individuare quante società, aventi sede nelle diverse provincie e regioni, siano, alla luce dei criteri di ammissione al mercato ristretto fissati nel regolamento, potenzialmente suscettibili di quotazione nonché interessate a richiederla.

I risultati dell'indagine conoscitiva così avviata, unitamente alle indicazioni derivanti dalla pregressa situazione dei « mercatini » di fatto operanti su talune piazze e agli elementi desumibili dal numero delle domande di ammissione ai diversi mercati ristretti che fossero nel frattempo pervenute, avrebbero dovuto fornire alla Commissione un quadro globale di riscontro per l'individuazione dei mercati da attivare e dei titoli da ammettere a quotazione. E ciò nella convinzione che, in vista del conseguimento dell'obiettivo della « regionalizzazione » dei mercati ristretti, fosse necessario istituire contemporaneamente una pluralità di mercati. Che, altrimenti, l'attivazione immediata della sola piazza di Milano — come pure da talune parti si sarebbe voluto — avrebbe finito per convogliare su quel mercato anche imprese non locali che pure avrebbero potuto trovare nell'ambito territoriale di appartenenza adeguate fonti di finanziamento. In altri termini si voleva evitare il rischio di soffocare, ancor prima che fossero nate, le piazze minori e di vanificare quell'impronta marcatamente regionale che si intendeva imprimere al nuovo mercato.

Purtroppo alle aspettative cui più sopra si faceva cenno non è stata data una soddisfacente risposta dai fatti.

La Commissione ha dovuto constatare che, malgrado i ripetuti inviti alla collaborazione, molti degli Organismi interessati sono stati

pressoché inerti, talvolta limitando la « collaborazione » al puro e semplice invio dei listini informativi dei titoli già trattati nei precedenti « mercatini » e alla richiesta indiscriminata di ammissione a quotazione, d'ufficio, degli stessi titoli.

D'altronde, anche quando si è riscontrata ampia volontà di collaborazione — è il caso, ad esempio, di talune Camere di commercio — per carenze strutturali ed organizzative si è profilata la necessità di tempi particolarmente lunghi per poter disporre degli elementi informativi richiesti.

Infine, l'interesse delle società per l'istituendo mercato si è palesato veramente scarso. Malgrado l'ampia diffusione che la Commissione aveva dato ai provvedimenti disciplinanti il nuovo mercato e ai propri orientamenti in materia e malgrado l'attività di taluni Organi locali di borsa, le domande di ammissione a quotazione sono risultate molto scarse: appena 9 a fine novembre.

Nel frattempo la Commissione, con delibera del 24 ottobre 1977 (*Gazzetta Ufficiale* n. 295 del 28 ottobre 1977) completava il quadro della normativa di base del mercato ristretto, stabilendo il « prospetto » dei dati e delle notizie che devono essere resi pubblici, sulla stampa quotidiana, dalle società ammesse a quotazione. È da rilevare al riguardo che se la pubblicazione di un « prospetto » informativo, ai fini della quotazione di borsa, è da tempo prevista in altri paesi europei — delle cui esperienze in materia si è tenuto debito conto — nella disciplina dei nostri mercati mobiliari rappresenta un fatto innovativo.

Lo scarsissimo interesse delle società — a cui non è certo estraneo il concomitante andamento della borsa — induce taluno a richiedere a gran voce alla Commissione di intervenire autoritativamente e di istituire i mercati ristretti facendo ricorso allo strumento dell'ammissione d'ufficio, senza attendere la presentazione delle domande.

La Commissione non ha aderito a tale schema operativo, nella convinzione che un mercato che nasce per *actum principis* e non per spontanea adesione delle parti interessate, che si convincono dell'intrinseca utilità dello strumento loro offerto, non nasce vitale ed è fatalmente destinato ad un'esistenza magra e stentata. All'ammissione d'ufficio di determinati titoli può sì ricorrersi ma in casi marginali ed in via subordinata.

Si è quindi cercato di stabilire una serie assai densa di contatti diretti con gli amministratori delle società già iscritte nei listini informativi dei pregressi « mercatini » ed attentamente selezionate; società che, dai dati in possesso della Commissione, sembravano presentare, in linea di massima, i requisiti per l'ammissione.

Tali contatti, oltre a consentire una verifica diretta delle informazioni disponibili, hanno prodotto concreti risultati: è raddoppiato il numero delle domande di quotazione, da 9 a 18, a data corrente (di cui, da società bancarie 13, industriali 3, assicurative 2) e si è in attesa di un'altra dozzina di istanze che dovrebbero pervenire quanto prima.

D) ATTIVITA RELATIVA ALLE SOCIETA

Dati e notizie per l'informazione del pubblico.

Nel corso del 1977 la CONSOB - in attuazione dei poteri previsti dall'articolo 1/3 della legge n. 216 - ha realizzato alcuni interventi finalizzati ad una più ampia e frequente informazione del pubblico.

Con il termine « pubblico » si intende sia l'azionista delle società che rientrano nell'ambito di intervento della Commissione, quanto l'opinione pubblica in generale.

La scelta dei destinatari delle informazioni - azionista o pubblico in genere - è stata motivata di volta in volta dalle circostanze e dai criteri di opportunità sulla base delle esigenze informative da soddisfare.

Due esempi emblematici possono meglio chiarire il concetto: il caso dell'assemblea straordinaria della Società Generale Immobiliare e le vicende della finanziaria Flaminia Nuova.

L'esame della documentazione che l'Immobiliare aveva inviato alla CONSOB in vista dell'Assemblea Straordinaria tenutasi il 16 maggio 1977 portò alla decisione di richiedere alla società ulteriori e più ampie informazioni circa la modalità e caratteristiche dell'operazione, e quindi di disporre che la richiesta della CONSOB e le ulteriori comunicazioni fornite fossero portate a conoscenza dell'Assemblea del 16 maggio.

Ritene la CONSOB in quella occasione che la funzione di informazione dovesse esplicarsi particolarmente in favore degli azionisti, essendo caratterizzato il titolo da un vasto azionario minore.

Nel caso della finanziaria Flaminia Nuova l'intervento della CONSOB è stato più articolato, ed a diversi livelli. Anzitutto si è provveduto a sospendere il titolo dalla quotazione ufficiale, non appena verificatisi movimenti normali ricollegabili alle vicende societarie. Si è quindi avuta una serie di incontri con gli amministratori, tendenti ad acquisire elementi informativi aggiornati relativamente sia alla proprietà sia alla situazione economico-finanziaria della società. Infine, la Commissione ha deciso di far pubblicare dalla Flaminia Nuova, su quotidiani specializzati e di informazione a larga diffusione, un comunicato stampa contenente un aggiornamento della situazione patrimoniale al 30 settembre 1977; l'indicazione degli indirizzi operativi espressi dal nuovo azionista di maggioranza e la composizione del capitale azionario risultante agli atti della Società.

L'iniziativa, la prima del genere attuata in Italia da un organismo (ufficiale) preposto al controllo del mercato finanziario, ha avuto lo scopo di portare a conoscenza del pubblico (azionisti ed opinione pubblica in genere) elementi di informazione su vicende al centro dell'attenzione in quel momento.

La scelta di una platea più vasta, rispetto agli azionisti veri e propri, è stata motivata dall'interesse sulla vicenda e, in ultima analisi, dal soddisfacimento dell'esigenza di tutelare il pubblico risparmio, attraverso appunto la garanzia di un'informazione ampia e tempestiva.

Altri due aspetti dell'attività della Commissione in tema di dati e notizie per l'informazione del pubblico meritano di essere indicati.

Il primo riguarda l'attività di analisi della documentazione relativa all'esercizio sociale delle società che la CONSOB, dopo la prima fase di organizzazione, sta svolgendo in materia sistematica. Per quanto riguarda in particolare l'esame della rispondenza del bilancio alle modalità introdotte dalla legge n. 216 con l'articolo 2425-bis del codice civile, si sono svolti rilievi nei confronti dell'interpretazione data ai criteri innovativi da parte di alcune società finanziarie che hanno portato ad una certa compilazione del bilancio stesso. In un caso si è ritenuto opportuno disporre che la società interessata desse lettura in sede di Assemblea delle osservazioni formulate dalla Commissione, realizzando così una ulteriore iniziativa di diffusione di notizie, interessanti, nella fattispecie, gli azionisti.

Il secondo aspetto, riconducibile alla funzione di informazione del pubblico specializzato, o comunque di chi si interessi della attività della CONSOB nei confronti del mercato, si realizza attraverso la diffusione della relazione annuale della Commissione.

In quella relativa nell'anno 1976 i due capitoli centrali, nonché numerose tavole statistiche, sono dedicati alla analisi degli elementi di informazione che le società debbono inviare alla CONSOB, nonché all'andamento gestionale ed alla situazione finanziaria delle società stesse.

Delibera n. 214.

Un altro importante impegno di lavoro della CONSOB nel corso dell'anno 1977 è stato quello relativo alla emanazione ed applicazione della delibera 214 del 13 maggio.

La delibera prevede che gli enti aventi per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali, i cui titoli sono quotati in borsa, e le società ed enti finanziari contemplati dallo articolo 19 *sub* articolo 1 della legge n. 216 del 1974, debbono effettuare alla CONSOB la comunicazione dei bilanci, con i relativi allegati, delle proposte di modifica dell'atto costitutivo nonché di fusioni e di emissione di obbligazioni, con le modalità ed entro gli stessi termini previsti per le società azionarie quotate dall'articolo 4, primo comma, della richiamata legge, salvo deroghe da accordarsi dalla Commissione su specifica e motivata richiesta degli enti stessi per la fissazione di modalità e termini diversi.

Entro il termine massimo consentito del 31 ottobre 1977, sono affluite alla Commissione oltre 90 richieste di deroga, determinate

per la maggior parte dalla peculiarità degli enti richiedenti, sia in ordine alla loro natura giuridica di enti pubblici, che in ordine alla rispettiva struttura ed agli Organi deliberanti nelle materie oggetto delle comunicazioni alla CONSOB.

Si è reso quindi necessario, ai fini dell'emanazione di singole delibere di deroghe, un attento esame caso per caso dei rispettivi ordinamenti, sentendo nuovamente gli amministratori degli enti interessati ogni qualvolta se ne è avvertito il bisogno e procedendo, in tutta la misura del possibile, per categorie omogenee di enti, con il coordinamento delle rispettive associazioni di categoria.

Si è così già pervenuti all'adozione di un primo gruppo di delibere particolari, col pieno consenso degli enti interessati.

Certificazione dei bilanci.

Com'è noto i regolamenti di funzionamento della CONSOB di cui all'articolo 1 *sub* 1 della legge n. 216 - richiamati dall'articolo 18 del decreto del Presidente della Repubblica n. 136 del 31 marzo 1975 come riferimento temporale per la decorrenza dei termini relativi agli obblighi di certificazione - non sono stati ancora emanati.

Il ritardo provocato dalla mancata approvazione e pubblicazione di tali regolamenti sta comportando una serie di inconvenienti per lo stato di incertezza che coinvolge non soltanto le società quotate che dovranno conferire l'incarico ad una delle società di revisione iscritte all'Albo della CONSOB, ma anche le società di certificazione stesse che, avendo necessità di istruire il necessario personale, non conoscendo i tempi di attuazione della nuova disciplina, incontrano serie difficoltà di « programmazione ». D'altra parte analoghe preoccupazioni sussistono per tutte quelle società che - a prescindere dall'elemento della quotazione in Borsa - si trovano a dover far certificare il loro bilancio per ottenere certi benefici (cfr. legge sui crediti all'esportazione e legge sulla riconversione industriale) oppure per la « veste giuridica » che hanno.

La CONSOB, conscia dell'importanza che l'argomento della revisione e certificazione dei bilanci ricoprirà non appena scatteranno i termini relativi e della serie di problemi che tale argomento comporta, ha iniziato a svolgere una attività propedeutica che permetta di affrontare con la opportuna preparazione la materia.

Oltre a contribuire alla formazione di alcuni funzionari, facendo frequentare loro dei corsi post-universitari e seminari di studio, la Commissione ha disposto che fossero sentiti gli organismi interessati e le più importanti società di revisione.

Nel corso di tali incontri si è acquisita una prima documentazione di notevole importanza, nonché si è avuto un primo scambio di idee su alcuni problemi pratici concernenti i principi contabili e di revisione e su alcune difficoltà e carenze risultanti dal decreto del Presidente della Repubblica n. 136 del 31 marzo 1975.

E-a) SITUAZIONE DELLA BORSA NELL'ANNO 1976 E DAL
1° GENNAIO AL 31 OTTOBRE 1977 E VALUTAZIONE
DELLA CONSOB

Anno 1976.

L'anno borsistico 1976 iniziava con un'attività piuttosto vivace da collegare soprattutto alla preparazione, in sede politica, di un progetto di legge per la riconversione industriale, mentre risultava marginale l'incidenza della chiusura del mercato dei cambi (21 gennaio) e la conseguente svalutazione della lira rispetto al dollaro.

L'andamento positivo subiva però un repentino arresto in marzo quando l'indice di borsa, dopo aver toccato il livello massimo dell'anno, segnava una caduta del 13,50 per cento.

Il movimento al rialzo che, anche se contrastato, era in atto da quattro mesi, si annullava praticamente nel corso di una sola seduta borsistica, per effetto soprattutto del pacchetto di misure predisposto dal Governo per fronteggiare la crisi valutaria (rincarico del costo del denaro, inasprimento dell'IVA, aumento del prezzo della benzina).

La tendenza negativa si accentuava in aprile: dopo una serie di sedute impostate al ribasso, il giorno 12 l'indice scendeva a quota 38,8 (indice *Il Sole - 24 Ore*, 1938 = 1), minimo assoluto a partire dagli anni cinquanta.

Nella circostanza la CONSOB interveniva adottando il provvedimento noto come « delibera 32 », con cui veniva fissato l'obbligo del deposito presso la Banca d'Italia dei titoli venduti a termine o del 90 per cento del loro valore, non riferiti a chiusura di operazioni precedenti. Con questa misura si intendeva porre un freno alla speculazione al ribasso che aveva ormai assunto dimensioni tali di compromettere l'attività stessa del mercato.

In seguito al provvedimento citato l'indice di borsa registrava un aumento portandosi, alla fine del ciclo operativo di aprile, a quota 42,97.

Da segnalare che anche la campagna dividendi, in considerazione del negativo andamento del conto economico della maggior parte delle imprese, incideva negativamente sull'andamento delle quotazioni.

Nel mese di maggio il mercato azionario continuava a registrare segni di debolezza collegabili all'andamento della lira e della bilancia dei pagamenti ed alle misure eccezionali di deposito preventivo per le importazioni per un periodo di tre mesi. Permanevano, inoltre, le incertezze politiche collegate alle prossime consultazioni elettorali.

Sintomi di ripresa si evidenziavano a partire dal mese di giugno, riconfermandosi poi in luglio e nei primi giorni del ciclo operativo di agosto quando l'indice registrava una punta massima (50,33).

Nelle successive sedute del ciclo di agosto il rialzo delle quotazioni in precedenza delineatosi veniva completamente assorbito e l'indice ricadeva a quota 46,10. Oltre che ragioni di carattere generale, quali il timore di un aumento del prezzo del petrolio, a determinare tale andamento contribuiva l'insolvenza di un agente di cambio presso la borsa di Torino che aveva avuto profonde ripercussioni anche su altre piazze.

Con pause e ridimensionamenti l'andamento negativo proseguiva anche in settembre acuendosi poi in ottobre quando l'indice segnava un nuovo minimo assoluto (37,2).

Sull'andamento delle quotazioni incidono in questo periodo l'insolvenza di due agenti di cambio e le vendite dovute a conseguenti ridimensionamenti di posizioni pericolanti, nonché la proposta, in sede governativa, di provvedimenti restrittivi del credito.

Nel successivo mese di novembre si registravano per ben due volte valori minimi assoluti delle quotazioni (l'8 novembre: 36,55 e il 9 novembre: 36,15).

Il mercato reagiva, infatti, in modo marcatamente negativo al provvedimento di aumento dell'aliquota della cedolare secca e considerava con molta preoccupazione la difficile situazione della Montedison e i contrasti politici per la ricerca di una relativa soluzione. Da non trascurare, inoltre, l'influenza esercitata sulle vendite dalla legge sul rientro dei capitali che probabilmente induceva a liquidare titoli detenuti presso banche estere.

Il mese di dicembre registrava, infine, un netto miglioramento delle quotazioni determinato essenzialmente dalla impennata dei titoli FIAT in relazione alle notizie sull'accordo intervenuto con la Lybian Arab Foreign Bank.

Anno 1977.

Dopo la ripresa registratasi verso la fine dell'anno precedente e l'euforia generata dalle voci di ulteriori accordi riguardanti altri importanti titoli del listino, le quotazioni hanno ripreso a seguire un andamento negativo che è proseguito per il ciclo operativo di febbraio, accompagnato anche da una contrazione dei quantitativi scambiati.

Nel mese di marzo dopo un'impennata iniziale l'indice ha segnato un'ulteriore flessione fino a toccare il livello di 36,15.

L'altalena dell'indice è proseguita nei mesi di aprile, maggio e giugno. In aprile si sono registrati quattro minimi assoluti (il 6 aprile: 36,12; il 7 aprile: 35,83; l'8 aprile: 35,64 ed il 14 aprile: 34,70), in maggio, dopo un contenuto recupero, per ben due volte si sono stabiliti nuovi minimi (il 16 maggio: 33,75 ed il 17 maggio: 33,65), in giugno si è registrata poi una nuova punta negativa con l'indice a quota 32.

Il mercato, già debole, ha reagito negativamente alle insolvenze di un agente di cambio e di una commissionaria verificatisi presso la borsa valori di Milano in connessione con le vicende della società Trenno.

Nel giugno va altresì segnalata l'agitazione dei procuratori degli agenti di cambio che ha causato la forzata chiusura del mercato per sei sedute (dal 3 al 10). Con tale iniziativa i procuratori hanno inteso evidenziare le difficoltà in cui versa la borsa, le quali hanno già da tempo portato ad un ridimensionamento nell'organico degli studi degli agenti di cambio.

L'interessamento delle forze politiche ai problemi della borsa e la predisposizione di provvedimenti in tal senso può considerarsi come il principale motivo dell'inversione di tendenza generatasi nel mese di luglio, proseguita in agosto ed accentuatasi notevolmente nel mese di settembre.

All'avvio del ciclo positivo hanno probabilmente contribuito i buoni risultati economici registrati dalle più importanti società del settore assicurativo.

Da segnalare, infine, che nel mese di settembre la Commissione ha ritenuto opportuno revocare l'obbligo del deposito per le vendite a termine istituito con la delibera 32 dell'aprile 1976.

Alla fine di agosto e in settembre le quotazioni sono state positivamente influenzate dal cosiddetto disegno di legge Pandolfi approvato dal Consiglio dei ministri il 26 agosto (riduzione della cedolare secca dal 50 al 30 per cento, istituzione del credito d'imposta, incentivi per gli aumenti di capitale, eccetera) nonché dalle proposte modifiche alla legge n. 216 istitutiva della CONSOB.

La reazione positiva del mercato è stata tuttavia soltanto di breve durata poiché già in ottobre si è registrato un vistoso ripiegamento delle quotazioni tale da annullare il recupero del mese precedente.

E-b) ANDAMENTO DELLE SOCIETÀ NEL 1° SEMESTRE 1977

L'andamento delle società quotate nel corso del primo semestre 1977 è stato esaminato con riferimento alle relazioni semestrali. Tale criterio è stato adottato per uniformità con il metodo di elaborazione della relazione annuale.

Le società sono state considerate nell'ambito dei comparti di attività indicati dai listini ufficiali delle borse. È da considerare che nell'ambito di uno stesso comparto sono inserite società svolgenti attività eterogenee e che, a volte, non risulta aggiornata la collocazione nel settore rispetto all'attività svolta.

Anche nel 1° semestre 1977 gli elementi di maggiore incidenza sono rappresentati dal costo del denaro e da quello del fattore lavoro. Quest'ultimo fattore ha pesato percentualmente meno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente ed in maniera non uniforme tra i diversi settori. La percentuale media dell'incremento può collocarsi intorno al 15 per cento, come risultante di una gamma di situazioni varianti da un minimo dell'8 per cento ad un massimo del 18 per cento.

L'incidenza del costo delle materie prime è stata non omogenea: ad una contrazione del prezzo delle materie prime per i settori dei beni di consumo ha fatto riscontro un aumento di altre, fra cui il petrolio, utilizzate da imprese operanti nel settore dei beni di investimento.

In via generale il fatturato si è incrementato rispetto al primo semestre dell'anno precedente, come risultante di un aumento dei prezzi piuttosto che di un incremento della produzione. Hanno fatto eccezione le imprese operanti in regime di prezzi amministrati. Alla minore tenuta della domanda interna, le imprese che sono state in grado di farlo hanno reagito incrementando le esportazioni. Risulta netta, comunque, la flessione degli investimenti, da attribuire nella maggioranza dei casi alla situazione economica generale.

La composizione dell'indebitamento rimane sbilanciata: la prevalenza di quello a breve rispetto alle altre forme di finanziamento è diventato un fenomeno diffuso tanto da modificare la struttura finanziaria delle imprese. Le esigenze di più elevati mezzi finanziari derivanti dal fenomeno inflazionistico comportano la necessità di sempre maggior volume di capitale di funzionamento a parità di volume di attività.

Andamento delle società distinte per settori di attività.

Dall'esame dell'andamento nei singoli comparti di attività si può rilevare che:

a) nelle società alimentari-agricole, l'andamento semestrale è stato influenzato dalle cattive condizioni metereologiche registrate nei primi mesi dell'anno.

Ciò nonostante si è manifestato un leggero miglioramento, grazie a provvedimenti adottati da alcune società tendenti a ristrutturare all'interno la produzione;

b) nelle società assicurative si è avuta una conferma delle tendenze in atto a fine esercizio 1976, di cui si è già detto nella Relazione annuale. In particolare per il ramo vita l'andamento presenta risultati positivi.

Permangono peraltro alcune perplessità derivanti da nuove norme, che possono comportare aggravii di costi di cui non si è ancora in grado di valutare l'incidenza. Preoccupante appare altresì il persistere del processo inflazionistico, che influenza negativamente il costo dei sinistri;

c) nel settore bancario le relazioni semestrali hanno sottolineato, da un lato, la preoccupazione che decisioni di politica economica legate ad esigenze di ristrutturazione finanziaria delle imprese coinvolgano e penalizzino gli istituti stessi, dall'altro, l'erosione dei margini di profitto.

Questo secondo fattore è legato sia a problemi di carattere generale collegati con la politica monetaria che all'incremento dei costi interni, con particolare riferimento al fattore lavoro.

In generale l'andamento del settore è stato favorevole, ma è stata pressoché unanimemente lamentata una progressiva contrazione degli utili, di entità tale da condizionare, in senso nettamente meno favorevole di quanto non sia avvenuto negli esercizi passati, le previsioni per fine 1977.

Gli Istituti hanno risentito della concorrenza degli impieghi alternativi in BOT; alcuni lamentano anche le ripercussioni di una troppo accesa concorrenza nelle condizioni di remunerazione dei depositi.

Alle relative difficoltà gestionali si stanno contrapponendo nuove fonti integrative di reddito, individuabili nell'offerta alla clientela di maggiori e più efficienti servizi, nell'incremento dell'attività di intermediazione e nello sviluppo ulteriore delle attività estere;

d) nelle società cartarie-editoriali si è registrato un andamento decisamente negativo.

Tale andamento, che ha costretto talvolta a ricorrere alla Cassa integrazione guadagni per la sospensione dell'attività, è dovuto al forte incremento dei costi delle materie prime, allo smobilizzo delle scorte con conseguente calo della domanda interna, all'aumento del costo del lavoro ed all'incremento degli oneri finanziari.

Anche in questo settore si è registrato qualche elemento positivo sui mercati esteri.

Negative sono le previsioni per il futuro;

e) nel settore chimico-cemento-gomma è proseguito l'andamento negativo registrato nei due esercizi precedenti.

Per il settore farmaceutico nonostante il decremento dovuto alla contrazione di consumi, positivi risultati si attendono dal provvedimento di eliminazione degli sconti mutualistici a partire dal 1° giugno 1977.

Il settore fibre ha continuato a registrare un andamento negativo a causa della crisi internazionale.

Nel settore del cemento i risultati sono stati soddisfacenti, almeno dal punto di vista quantitativo, ma si è lamentato il mancato adeguamento del prezzo.

L'andamento delle esportazioni in generale è stato buono, rappresentando a volte l'unico elemento positivo;

f) nel settore del commercio e comunicazioni l'esame deve ricondursi a tre diversi rami di attività: navigazione aerea e marittima, società di servizi, distribuzione.

Per quanto riguarda le società di navigazione, la compagnia aerea di bandiera ha registrato un miglioramento sensibile, da considerarsi nell'ambito del piano di ristrutturazione deciso sul finire del 1973. La società ritiene di potersi sensibilmente avvicinare al pareggio a fine esercizio.

Le società di navigazione marittima risentono, invece, della crisi strutturale del settore, caratterizzato da un eccesso di offerta rispetto alla domanda, che ha provocato una flessione dei noli particolarmente avvertita nel corso del 1977.

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

Le previsioni per quest'anno ed anche per il prossimo sono negative, il che si riflette sia sui conti economici che sulla situazione finanziaria.

Le società di servizio risentono delle ripercussioni negative, in termini di andamento gestionale e di investimenti, del regime di prezzi amministrati in cui operano.

Le imprese operanti nel ramo della grande distribuzione hanno registrato, nel primo semestre 1976 risultati migliori rispetto al passato e stanno attuando misure di ristrutturazione. Le previsioni contenute nelle relazioni per l'intero esercizio sono buone;

g) nel comparto delle società elettrotecniche, considerato nel suo insieme, si riscontra un andamento condizionato dalla difficile situazione economica generale ed in particolare dei settori cui sono destinate le più rilevanti produzioni delle società interessate. Malgrado la pesantezza della situazione, alcune elettrotecniche hanno dimostrato una buona tenuta nel semestre, tale da permettere buone previsioni per l'esercizio. La situazione è invece precaria in termini di indebitamento;

h) nel comparto delle Finanziarie occorre notare, preliminarmente, che la diversa cadenza temporale degli esercizi sociali non consente di avere i dati relativi a tutte le società operanti nel settore. Il numero e le caratteristiche di quelle esaminate sono comunque tali da fornire una visione esauriente e significativa del comparto.

L'elemento comune a tutte le società interessate è rappresentato da una più accentuata attività di finanziamento delle società controllate; il che ha generalmente comportato un peggioramento delle situazioni di indebitamento.

La ricerca di una certa liquidità è stato un altro elemento caratteristico comune, più accentuato per quanto riguarda le finanziarie di partecipazione. Queste hanno finalizzato l'attività corrente al consolidamento delle partecipazioni nei settori già individuati in precedenza come interessanti per la strategia della società.

Praticamente stagnante, invece, l'attività finanziaria, a causa delle condizioni del mercato. La più marcata tendenza all'investimento in titoli a reddito fisso e BOT registratasi nel semestre è quindi parzialmente dovuta alla necessità di mantenere una discreta liquidità, tale da permettere eventuali, rapidi adattamenti alle mutate condizioni del mercato stesso.

La condizione delle finanziarie a vocazione industriale, in una situazione di mercato tale da rendere molto aleatoria l'attività di intermediazione, è sempre più legata all'andamento delle controllate operative.

I risultati di esercizio di queste ultime, comportando una crescente necessità di finanziamento provocano un duplice risultato negativo: in termini di mancato reddito e di ulteriore indebitamento per la controllante finanziaria:

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

i) nel settore immobiliare-edilizia permane una situazione di crisi dovuta specialmente alla legislazione in materia degli ultimi tempi ed alle incertezze sulla nuova disciplina delle locazioni. Alcune società si sono limitate alla gestione del patrimonio senza intraprendere nuove iniziative;

l) nel comparto meccanico-automobilistico l'andamento è stato prevalentemente positivo.

Il fatturato e la produttività sono aumentati: il costo del lavoro si è incrementato in maniera più contenuta rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; la situazione di liquidità si può giudicare soddisfacente e buone sono anche le prospettive per il futuro, in particolare per il secondo semestre e quindi per il risultato finale d'esercizio.

Soltanto una società che già al 31 dicembre 1976 aveva chiuso il bilancio in perdita, ha continuato a manifestare un andamento negativo;

m) nel settore minerario-metallurgico, l'evoluzione dei conti economici è stata orientata al peggioramento.

Sostanzialmente la situazione è influenzata da forti incertezze del mercato e dall'andamento economico generale.

In particolare si registra una buona utilizzazione degli impianti ed una forte concorrenza estera con conseguente lievitazione dei costi ed abbassamento dei prezzi di vendita. La conflittualità è stata elevata, ma inferiore al corrispondente periodo del 1976.

Il fenomeno dell'incremento degli oneri finanziari è particolarmente grave;

n) nelle società tessili una netta flessione nell'attività produttiva si è manifestata a partire dal mese di aprile. Le previsioni per l'intero esercizio e per i primi mesi del 1978 sono concordemente negative.

Di tale situazione, ha risentito principalmente la situazione finanziaria delle imprese considerate.

L'entità degli oneri per interessi passivi ha raggiunto livelli tra i più elevati nell'ambito delle società quotate;

o) nel settore società diverse, è difficile individuare un andamento generale.

Per gli acquadotti si è accentrato il fenomeno dell'avvicinamento dei costi, in continuo aumento, ai ricavi, influenzati da tariffe bloccate.

In generale si può affermare che la maggior parte delle società che hanno confermato lo stesso andamento agli esercizi 1975 e 1976 è quella con segno positivo (solo due hanno confermato risultati negativi).

Inoltre due società hanno registrato risultati positivi dopo due esercizi in perdita ed altre due infine fanno prevedere delle perdite nonostante i due esercizi precedenti siano stati chiusi con un utile.

F) RAPPORTI DELLA CONSOB CON LE BORSE

Nel corso del 1977 sono stati ulteriormente sviluppati anche su un piano informale i rapporti con gli Organi locali di borsa (Camere di commercio, Comitati direttivi agenti di cambio e Deputazioni di borsa) al fine di giungere ad una migliore e più proficua collaborazione e ad un miglior coordinamento delle attività di regolamentazione e controllo del mercato.

**G) ELENCO DELLE DELIBERAZIONI DELLA CONSOB
E ILLUSTRAZIONE DI QUELLE PIÙ SIGNIFICATIVE**

Per questa parte si veda quanto già trattato alla lettera B), pagine 46, 47 e 48, e (limitatamente alla delibera n. 214) alla lettera D), pagine 53 e 54, nonché la tabella n. 10 a pagina 78.

H) INFORMAZIONI FORNITE DALLA CONSOB AL MINISTERO

Nel corso dell'anno 1977 e nei primi dieci mesi del 1977 sono stati forniti al Tesoro elementi di informazione relativi a dodici interrogazioni parlamentari e a due interpellanze attinenti le competenze di istituto.

Nello stesso periodo si è provveduto inoltre a fornire informazioni concernenti la quotazione delle obbligazioni in dollari USA della B.E.I., la previsione della spesa per l'anno finanziario 1977 relativamente al capitolo 5333 dello stato di previsione della spesa del Ministero del Tesoro, nonché i risultati delle verifiche ispettive disposte nei confronti di agenti di cambio.

Si rammenta, infine, che in ottemperanza al disposto dell'articolo 1/1 della legge n. 216 del 1974, è stata debitamente trasmessa la relazione sull'attività svolta nel 1976.

**I) APPENDICE SULLA PROBLEMATICA
POSTA DALLA LEGGE N. 216**

Già a pochi mesi dal proprio insediamento, dopo le prime esperienze di concreta applicazione della normativa introdotta con la legge n. 216 del 1974, la Commissione nazionale per le società e

la borsa ebbe modo di evidenziare talune carenze della normativa stessa nel corso della relazione tenuta nel dicembre 1975 innanzi la Commissione Finanze e tesoro del Senato nell'ambito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle borse valori in Italia.

Sugli stessi punti e su altre carenze resesi evidenti nel prosieguo dell'attività svolta dalla CONSOB si richiamò poi l'attenzione in occasione della Relazione sull'attività svolta nel 1975, trasmessa al Ministro del tesoro ai sensi dell'articolo 1/1 della legge n. 216.

Le pagine da 15 a 31 della citata Relazione furono interamente dedicate ai « Rilevi alle norme che disciplinano l'attività della CONSOB », con particolare riguardo a taluni problemi e limiti posti dalla normativa in relazione alla possibilità:

- 1) di assicurare una corretta e completa informazione nonché una adeguata tutela dei risparmiatori;
- 2) di riscontrare l'esatto adempimento degli obblighi di comunicazione relativi alle partecipazioni azionarie;
- 3) di esercitare concretamente il potere di ammissione d'ufficio alla quotazione e in generale di intervento in sede organizzativa del mercato finanziario.

Successivamente, in relazione al progressivo disagio originato dalla presa di coscienza della inadeguatezza degli strumenti a disposizione rispetto alle finalità da perseguire ed essendosi resa sempre più concreta l'esigenza di modifiche ed integrazioni della legge n. 216, la Commissione si è data carico, in armonia con le intenzioni esplicitamente emerse in sede di udienze parlamentari, di sintetizzare in un documento — portato a conoscenza del Ministro del tesoro (lettera n. 700858 dell'8 febbraio 1977) e delle competenti sedi parlamentari — i criteri informativi dai quali muovere per modificare la normativa vigente, con particolare riguardo:

- a) ad alcuni aspetti attinenti la stessa Commissione;
- b) all'organizzazione della Commissione, segnatamente per ciò che concerne il personale e le relative retribuzioni;
- c) al profilo del controllo e dei relativi strumenti attraverso i quali si esprime al fine di renderlo più penetrante;
- d) al sistema sanzionatorio, al fine di adeguarlo — anche e soprattutto sotto l'aspetto qualitativo — ed eliminare quelle disarmonie e incongruenze contenute nella normativa da modificare.

Il nucleo essenziale delle proposte avanzate con il documento suaccennato è stato sostanzialmente recepito nei due disegni di legge (governativo e parlamentare) intesi a modificare ed integrare la legge n. 216, attualmente iscritti all'ordine del giorno per le prossime sedute della Commissione Finanze e tesoro del Senato.

La Commissione auspica che il dibattito parlamentare sull'argomento in questione possa tradursi in un complesso di modifiche

e di integrazioni della legge n. 216 che accolga quanto di meglio è contenuto nei disegni di legge sopra indicati, il più possibile in sintonia con le proposte CONSOB.

L) CENNI SUL MERCATO FINANZIARIO

Al fine di completare l'aggiornamento del quadro espositivo sull'attività della CONSOB a fine ottobre 1977, può essere utile una sommaria esposizione concernente, oltre che gli argomenti indicati nella richiesta di codesto Ministero, anche l'evoluzione del mercato finanziario italiano sulla base dei dati attualmente disponibili.

Relativamente alla emissione di azioni, si riscontra nel primo semestre del 1977, un flusso lordo di 1.090 miliardi di lire (contro 919 miliardi nel primo semestre dell'anno precedente) ossia un incremento del 5,4 per cento sulla consistenza di fine 1976, all'incirca uguale a quello del corrispondente periodo dell'anno precedente. Al riguardo occorre tuttavia considerare che, data la flessione dei corsi verificatasi nell'arco di tempo in esame, il capitale azionario - valutato ai prezzi di mercato e supposta una svalutazione delle azioni non quotate pari a quella delle azioni quotate - si è ridotto da circa 20 mila miliardi nel dicembre 1976 a circa 17 mila miliardi nel giugno 1977. Il *leverage* a sua volta si è ulteriormente deteriorato sia pure a un ritmo meno rapido che nel 1976, in quanto l'indebitamento nelle sue varie forme (verso aziende di credito e istituti di credito speciale, nonché per emissione di obbligazioni) da parte delle imprese è aumentato del 6,6 per cento (8,8 per cento nel 1976).

Al fine di superare le gravi difficoltà che permangono nell'attuazione degli aumenti di capitale alcune società hanno perseguito l'obiettivo con l'intervento di istituti finanziari, altre hanno fatto ricorso all'emissione di obbligazioni convertibili, in modo da estendere nel tempo la facoltà di sottoscrizione delle nuove azioni, nell'attesa di un miglioramento della redditività aziendale.

In merito alle emissioni di azioni nel corso del primo semestre 1977 è ancora da rilevare che quelle relative alle azioni quotate sono state pari a circa 400 miliardi e pertanto di importo superiore a quello riscontrato nel corrispondente periodo degli anni precedenti (268 miliardi nel 1976, 208 miliardi nel 1975).

E peraltro da tener presente che nel 1977 l'entità delle emissioni è stata influenzata da quella della FIAT per 180 miliardi, sottoscritta dal governo libico, nonché da quella dell'ANIC per 142 miliardi, sottoscritta dagli enti pubblici di controllo. In generale, i privati risparmiatori hanno continuato a disertare il campo delle nuove emissioni ed hanno rinunciato ai diritti di opzione, ove non interessati al controllo societario.

I corsi azionari hanno accusato una flessione di ampie proporzioni che si è ragguagliata al 18,6 per cento nel periodo gennaio-

agosto con una punta negativa a metà giugno, quando le quotazioni hanno toccato un minimo dal 1954.

Le diminuzioni dei corsi hanno seguito un *trend* lineare fino al giugno scorso per poi presentare una ripresa, peraltro di breve durata, sulla spinta dei provvedimenti fiscali proposti il 26 agosto. Per sostenere i corsi delle proprie azioni alcune società (Lepetit, FIAT, Assicurazioni generali) hanno effettuato acquisti con utili netti regolarmente accertati.

In tal modo sono stati, da un lato, favoriti gli azionisti che preferivano cedere le loro azioni, anziché incassare dividendi modesti fortemente tassati, dall'altro evitati eventuali rastrellamenti di azioni che potevano alterare il controllo societario, approfittando della sottovalutazione del mercato.

Nonostante queste operazioni il volume complessivo delle contrattazioni si è ridotto nei primi 8 mesi del 1977 del 30 per cento circa rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, in relazione sia alle sfavorevoli prospettive dei profitti societari, sia al persistere di tassi elevati negli investimenti finanziari alternativi.

Verso la fine di giugno le quotazioni hanno presentato un'inversione di tendenza, a seguito della riduzione del tasso ufficiale di sconto dal 15 al 13 per cento. Ai successivi assestamenti di luglio e della prima metà di agosto ha fatto seguito, in vista dei provvedimenti governativi del 26 agosto, una notevole rianimazione di attività con largo sviluppo di affari e di quotazioni.

Il numero indice dei corsi è così risalito da 69,2 nel giugno a 80,2 nel settembre.

Il 5 settembre la CONSOB, revocando la delibera 32, con la quale aveva imposto l'obbligo di depositare presso la Banca d'Italia, entro 3 giorni dalla contrattazione, i titoli venduti a termine o il 90 per cento del loro valore ha fatto cadere *pro-tempore* ogni discriminazione di trattamento fra operazioni a contante e operazioni a termine fermo.

Senza escludere che possano essere reintrodotte forme di controllo per queste ultime operazioni è per intanto da sottolineare che la CONSOB ha varato in data 5 ottobre 1977 la delibera che impone agli operatori la comunicazione obbligatoria dell'ammontare dei riporti e delle anticipazioni su titoli di cui già si è detto.

Per completare il quadro operativo del mercato finanziario è infine da porre in evidenza che i rendimenti dei titoli a reddito fisso, dopo aver presentato un lieve aumento nel corso dei primi mesi del 1977, secondo la tendenza manifestata nell'anno precedente, hanno segnato un lieve e graduale movimento riflessivo a partire dal mese di aprile.

La struttura dei tassi d'interesse sembra attualmente denunciare che le attese prevalenti sul mercato sono orientare verso la stabilità-riduzione dei tassi d'interesse e del tasso d'inflazione. Il pubblico probabilmente confida in un proseguimento dell'azione di risanamento finanziario e nei suoi benèfici effetti sul cambio e sul tasso d'inflazione.

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

TABELLA N. 1.

PROVVEDIMENTI ADOTTATI NEL 1977 RISPETTO ALLE SOCIETÀ QUOTATE

Provvedimento	Delibera numero	Società	Borse valori
Ammissione a quotazione .	163	Sermide (azioni di risparmio)	Genova - Milano
	164	Liquigas (azioni di risparmio)	Tutte
	195	Saffa (azioni di risparmio)	Genova - Milano - Torino
	196	Buton (obbligazioni 1975-80 11,50 per cento)	Milano
	275	Mediobanca (obbligazioni 1977-87 9,75 per cento)	Genova - Milano - Roma - Torino
Quotazione a contanti . .	248	Romana zucchero	Genova - Firenze - Milano - Roam - Torino
	273	{ Condotte d'acqua Immobiliare Roma	Genova - Milano - Palermo - Roma - Torino Firenze - Genova - Milano - Napoli - Roma - Torino - Trieste - Venezia
Sospensione	190	Trenno (dall'1 al 4 aprile 1977)	Milano
	232	Lanerossi	Milano
	237	Molini Certosa	Milano - Roma
	274	Unidal	Genova - Milano - Roma Torino
	272	Donzelli	Milano
	276	Flaminia nuova	Milano - Roma
	288	Scotti	Milano
	Determinazione quantitativo minimo di contrattazione	238	Rotondi
Istanze di quotazione . . .	160	—	—
Respinte	170	—	—

TABELLA N. 2.

DELIBERE ADOTTATE NEL CORSO DELLE ASSEMBLEE
STRAORDINARIE (1° GENNAIO 1977-31 OTTOBRE 1977)

QUADRO RIASSUNTIVO

1) AUMENTI DI CAPITALE:

Numero 44 per un totale di lire 1.091.165.577.400

gratuito: n. 19 per lire 68.183.364.800;

a pagamento: n. 11 per lire 885.987.036.000;

misto: n. 6 per lire 46.265.945.600;

per emissioni obbligazioni: n. 6 per lire 70.249.231.000;

per fusioni: n. 2 per lire 20.480.000.000.

2) EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI:

Numero 6 per lire 187.228.731.000.

3) FUSIONI PER INCORPORAZIONE:

Numero 9 (di cui n. 2 con conseguente aumento di capitale per
lire 20.480.000.000).

4) RIDUZIONI DI CAPITALE:

Numero 8 per lire 101.612.651.250.

5) REVOCA O RIDUZIONE DI AUMENTI DI CAPITALE:

Numero 3 per lire 48.691.825.000.

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

TABELLA N. 3.

ASSEMBLEE STRAORDINARIE 1° GENNAIO 1977-31 OTTOBRE 1977
AUMENTI DI CAPITALE

Numero	Società	Data	Ammontare		Modalità
1	Abeille	30-6-1977	Da lire	1.210.000.000	Gratuito (Utilizzo riserva ex legge n. 576 del 1975 e aumento valore nominale azioni).
			a »	2.904.000.000	
			+ »	1.694.000.000	
2	Alitalia (v. Tabella n. 5)	29-6-1977	Da lire	60.000.000.000	Pagamento (Previa riduzione del capitale per perdite da lire 100 a lire 60 miliardi).
			a »	120.000.000.000	
			+ »	60.000.000.000	
3	Alleanza Assicurazioni .	28-29-30 6-1977	Da lire	6.000.000.000	Gratuito (Utilizzo, per pari importo, riserva ex legge n. 576 del 1975).
			a »	9.000.000.000	
			+ »	3.000.000.000	
4	Bonifiche ferraresi . .	27-4-1977	Da lire	2.100.000.000	Gratuito (Parziale utilizzo riserva ex legge n. 576 del 1975).
			a »	4.000.000.000	
			+ »	1.900.000.000	
5	Castagnetti	23-5-1977	Da lire	2.160.000.000	Gratuito (Utilizzo per pari importo riserva ex legge n. 576 del 1975).
			a »	2.280.000.000	
			+ »	120.000.000	
6	CIR	26-4-1977 10-5-1977	Da lire	2.500.000.000	Misto.
			a »	5.500.000.000	
			+ »	3.000.000.000	
7	CRDM Donzelli (v. Tabella n. 5)	5-4-1977	Da lire	3.271.500.000	Pagamento.
			a »	9.814.500.000	
			+ »	6.543.000.000	
8	CRDM Donzelli (v. Tabella n. 5)	5-8-1977	Da lire	3.435.075.000	Pagamento.
			a »	14.885.325.000	
			+ »	11.450.250.000	
9	Credito varesino . . .	26-3-1977	Da lire	12.000.000.000	Misto.
			a »	18.000.000.000	
			+ »	6.000.000.000	
10	Cucirini Cantoni Coats	29-4-1977	Da lire	7.200.000.000	Gratuito (In parte con utilizzo riserva ex legge n. 576 del 1975).
			a »	12.000.000.000	
			+ »	4.800.000.000	
11	Eridania	30-4-1977	Da lire	40.000.000.000	Gratuito (Utilizzo per pari importo, riserva ex legge n. 576 del 1975).
			a »	50.000.000.000	
			+ »	10.000.000.000	
12	FIAT	18-1-1977	Da lire	150.000.000.000	Pagamento (Assegnazione integrale a terzi Libyan Bank con esclusione del diritto di opzione).
			a »	165.000.000.000	
			+ »	15.000.000.000	

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

Numero	Società	Data	Ammontare	Modalità
13	FIAT	18-1-1977	Da lire 165.000.000.000 a » 172.500.000.000 + » 7.500.000.000	Per conversione obbligazioni.
14	Finsider	3-10-1977	Da lire 195.000.000.000 a » 585.000.000.000 + » 390.000.000.000	Pagamento.
15	Firs	22-1-1977	Da lire 2.000.000.000 a » 3.000.000.000 + » 1.000.000.000	Pagamento.
16	F. Tosi	4-5-1977	Da lire 2.500.000.000 a » 10.000.000.000 + » 7.500.000.000	Misto (Parziale utilizzo per la parte gratuita, riserva ex legge n. 576 del 1975).
17	Generali	23-24-25 6-1977	Da lire 41.143.872.000 a » 65.830.176.000 + » 24.686.304.000	Gratuito (Utilizzo riserva ex legge n. 576 del 1975, per pari importo).
18	Gilardini	30-6-1977 1-7-1977	Da lire 7.081.132.800 a » 9.347.078.400 + » 2.265.945.600	Misto.
19	Graziano	7-6-1977	Da lire 3.150.000.000 a » 3.307.500.000 + » 157.500.000	Gratuito (Utilizzo per pari importo riserva ex legge n. 576 del 1975).
20	IFIL (v. Tabella n. 5)	14-21-4-1977	Da lire 6.500.000.000 a » 7.000.000.000 + » 500.000.000	Gratuito (Utilizzo per pari importo riserva ex legge n. 576 del 1975).
21	Immobiliare	16-5-1977	Da lire 71.497.462.100 a » 107.246.193.100 + » 35.758.731.000	Per conversione obbligazioni.
22	Istituto farmacologico Serono	3-5-1977	Da lire 980.000.000 a » 1.225.000.000 + » 245.000.000	Per conversione obbligazioni.
23	Italsider	5-10-1977	Da lire 262.000.000.000 a » 589.500.000.000 + » 327.500.000.000	Pagamento.
24	Lanerossi (v. Tabella n. 5)	30-5-1977	Da lire 11.220.000.000 a » 22.440.000.000 + » 11.220.000.000	Pagamento (In pari data è stata preliminarmente deliberata la svalutazione del capitale da lire 21.780 a lire 11.220 milioni; l'esecuzione delle operazioni deliberate è subordinata alla attuazione dell'aumento di capitale a lire 21.780 milioni, deliberato il 19 maggio 1976).

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

Numero	Società	Data	Ammontare		Modalità
25	Linificio canapificio nazionale	27-6-1977	Da lire	9.000.000.000	Gratuito (Utilizzo per pari importo riserva ex legge n. 576 del 1975).
		a »	10.000.000.000		
		+ »	1.000.000.000		
26	Magneti Marelli	28-6-1977	Da lire	9.000.000.000	Misto (Utilizzo, per la parte gratuita di lire 8.869.130.392 dalla riserva ex legge n. 576 del 1975).
		a »	36.000.000.000		
		+ »	27.000.000.000		
27	Mediobanca	28-10-1977	Da lire	40.000.000.000	Gratuito (Utilizzo per lire 11.654.750.000 da riserva ex legge 576 del 1975 e per lire 345.250.000 da riserva speciale).
		a »	52.000.000.000		
		+ »	12.000.000.000		
28	Mira Lanza	27-4-1977	Da lire	(a) 5.775.000.000	(a) Gratuito (Utilizzo, per pari importo, riserva ex legge n. 576 del 1975).
		a »	6.160.000.000		
		+ »	385.000.000		
29	Mira Lanza	27-4-1977	+ »	(b) 400.000.000	(b) Per conversione obbligazioni.
30	Nuova edificatrice (v. Tabella n. 5)	4-10-1977	Da lire	2.419.200.000	(Per gli azionisti di 2 società incorporande).
		a »	2.899.200.000		
		+ »	480.000.000		
31	Pertusola	28-4-1977	Da lire	7.595.000.000	Gratuito (Utilizzo, per pari importo, riserva ex legge n. 576 del 1975).
		a »	8.354.500.000		
		+ »	759.500.000		
32	Pertusola	28-4-1977	Da lire	8.354.500.000	Per conversione obbligazioni.
		a »	9.702.000.000		
		+ »	1.345.500.000		
33	Pirelli SpA	23-25-2-1977	Da lire	69.926.214.000	Pagamento (L'aumento, fino all'importo massimo di 130 miliardi, è in relazione sia all'aumento fino ad un massimo di 50 miliardi, sia all'esercizio della facoltà di conversione riservata ai portatori delle residue obbligazioni convertibili 5 per cento 1968-1984).
		a »	130.000.000.000		
		+ »	60.073.786.000		
34	Premuda	26-4-1977	Da lire	11.000.000.000	Gratuito (Utilizzo riserve e utili precedenti).
		a »	11.550.000.000		
		+ »	550.000.000		
35	R. Ginori	23-6-1977	Da lire	20.000.000.000	(Per gli azionisti delle due società Pozzi incorporande).
		a »	40.000.000.000		
		+ »	20.000.000.000		

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

Numero	Società	Data	Ammontare	Modalità
36	Rinascente	19-7-1977	Da lire 36.000.000.000 a » 37.800.000.000 + » 1.800.000.000	Pagamento (L'aumento è collegato all'operazione di investimento per il rilievo di tutte le attività in Italia del gruppo americano Penney).
37	Rumianca	28-4-1977	Da lire 66.998.701.000 a » 91.998.701.000 + 25.000.000.000	Per conversione obbligazioni.
38	Sariaf	20-5-1977	Da lire 1.200.000.000 a » 1.500.000.000 + » 300.000.000	Gratuito (Utilizzo, per pari importi, riserva ex legge n. 576 del 1975).
39	Silos Genova	15-4-1977	Da lire 1.440.000.000 a » 1.800.000.000 + » 1.360.000.000	Gratuito (Utilizzo, per pari importo, riserva ex legge n. 576 del 1975).
40	SIO Ossigeno	22-4-1977	Da lire 6.430.615.200 a » 7.073.676.000 + » 643.060.800	Gratuito (Parziale utilizzo riserva ex legge n. 576 del 1975).
41	SPAN	4-8-1977	Da lire 2.100.000.000 a » 3.500.000.000 + » 1.400.000.000	Pagamento.
42	Superpila	7-9-1977	Da lire 2.952.000.000 a » 3.280.000.000 + » 1.328.000.000	Gratuito (Utilizzo, per pari importo, riserva ex legge n. 576 del 1975).
43	Toro Assicurazioni	27-28-9-1977	Da lire 15.000.000.000 a » 18.000.000.000 + » 3.000.000.000	Gratuito (Utilizzo, per pari importo, riserva ex legge n. 576 del 1975).
44	Worthington	27-5-1977	Da lire 4.000.000.000 a » 4.500.000.000 + » 500.000.000	Misto (Utilizzo, per la parte gratuita pari a lire 400 milioni, della riserva ex legge n. 576 del 1975).

TABELLA N. 4.

ASSEMBLEE STRAORDINARIE 1° GENNAIO 1977-31 OTTOBRE 1977
EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI

Numero	Società	Data	Ammontare	Modalità
1	FIAT	18-1-1977	Lire 90.000.000.000	Numero 90 milioni di obbligazioni convertibili da lire 1.000 (riservata integralmente alla « Libyan Arab Foreign Bank »).
2	Immobiliare	16-5-1977	» 35.748.731.000	Numero 35 milioni 748.731 obbligazioni convertibili da lire 1.000.
3	Istituto farmacologico Serono	3-5-1977	» 490.000.000	Numero 490 mila obbligazioni convertibili da lire 1.000.
4	Mira Lanza	27-4-1977	» 5.600.000.000	Numero 5 milioni 600 mila obbligazioni convertibili da lire 1.000.
5	Pertusola	28-4-1977	» 5.390.000.000	Numero 5 milioni 390 mila obbligazioni convertibili da lire 1.000.
6	Rumianca	28-4-1977	» 50.000.000.000	Numero 50 milioni di obbligazioni, convertibili in numero 25 milioni di azioni da lire 1.000.

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

TABELLA N. 5.

ASSEMBLEE STRAORDINARIE 1° GENNAIO 1977-31 OTTOBRE 1977
FUSIONI

Numero	Società	Data	Modalità
1	Beni immobili Italia .	30-7-1977	Incorporazione della: a) « VEGI » (capitale sociale lire 3.920 milioni); b) « Immobiliare costruzioni civili-SICI » (capitale sociale lire 100 milioni); c) « Milano San Felice » (capitale sociale lire 1.930 milioni). Situazioni patrimoniali al 30 giugno 1977. Senza aumento capitale (già in possesso dell'incorporante).
2	CIR	26-9-1977	Incorporazione della: a) « ELTON (Torino) »; b) « AMF SASIB (Bologna) ». Senza aumento capitale (già in possesso dell'incorporante).
3	Credito italiano . . .	22-4-1977	Incorporazione della « Sammartino società immobiliare (capitale sociale lire 400 milioni). Senza aumento capitale (già in possesso dell'incorporante).
4	Credito varesino . . .	26-3-1977	Incorporazione della « Immobiliare Cristina » (capitale sociale lire 15 milioni). Senza aumento capitale (già in possesso dell'incorporante).
5	Ercole Marelli . . .	2-7-1977	Incorporazione della: a) « MARIA »; b) « EFISIA ». Situazioni patrimoniali al 30 aprile 1974. Senza aumento capitale (già in possesso dell'incorporante).
6	Immobiliare SGL . . .	16-5-1977	Incorporazione della: a) « SOGENE » (capitale sociale lire 5 miliardi); b) « Colli di Monterosi » (capitale sociale lire 300 milioni); c) « Urbanistica sociale torinese » (capitale sociale lire 485 milioni). Situazioni patrimoniali al 31 dicembre 1977. Senza aumento di capitale (già in possesso dell'incorporante).
7	Nuova Edificatrice . .	4-10-1977	Incorporazione della: a) « SOFIPAR » (capitale sociale lire 2 miliardi); b) « Immobiliare Corso Dante » (capitale sociale lire 500 milioni). Situazioni patrimoniali al 30 aprile 1977. Conseguente aumento capitale (per lire 480 milioni).
8	Richard Ginori . . .	23-6-1977	Incorporazione della: a) « Manifattura ceramica Pozzi »; b) « Pozzi-Ginori industrie ceramiche ». Situazioni patrimoniali al 16 maggio 1977. Atto stipulato il 2 novembre 1977. Conseguente aumento di capitale (lire 20 miliardi).
9	SAFFA	26-9-1977	Incorporazione della « Cartiere San Benedetto » (capitale sociale lire 1 miliardo). Situazioni patrimoniali al 31 agosto 1977. Senza aumento di capitale (già in possesso dell'incorporante).

TABELLA N. 6.

ASSEMBLEE STRAORDINARIE 1° GENNAIO 1977-31 OTTOBRE 1977
RIDUZIONE CAPITALE

Numero	Società	Data	Ammontare (in lire)	Operazione
1	Alitalia	29-6-1977	40.000.000.000	Riduzione per perdita superiore al terzo (articolo 2446 codice civile) da lire 100 miliardi a lire 60 miliardi (contestuale delibera di aumento da lire 60 miliardi a lire 120 miliardi).
2	CRDM Donzelli . . .	5-4-1977	6.543.000.000	Riduzione per perdite da lire 9.814.500.000 a lire 3 miliardi 271.500.000 con annullamento VM azioni da lire 1.500 a lire 500.
3	CRDM Donzelli . .	5-8-1977	6.379.425.000	Riduzione per perdita superiore al terzo (articolo 2446 codice civile) da lire 9.814.500.000 a lire 3 miliardi 435.075.000.
4	IFIL	14-21-4-1977	13.000.000	Riduzione da lire 6.513 milioni a lire 6.500 milioni con annullamento di 13 mila azioni acquistate.
5	Immobiliare	16-5-1977	35.748.731.050	Riduzione capitale per perdite da lire 107.246.193.150 a lire 71.497.462.100.
6	Lanerossi	30-5-1977	10.560.000.000	Svalutazione del capitale mediante riduzione del VM azioni da lire 165 a lire 85 delle 132 milioni di azioni costituenti il capitale sociale.
7	Molini Certosa . . .	20-21-7-1977	2.367.000.000	Riduzione da lire 2.900 milioni a lire 533 milioni con riduzione del VN delle azioni da lire 500 a lire 0.
8	Nuova Edificatrice . .	4-10-1977	1.495.200	Riduzione da lire 2 miliardi 420.695.200 a lire 2 miliardi 419.200.000 con annullamento di 623 azioni proprie.

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

TABELLA N. 7.

ASSEMBLEE STRAORDINARIE 1° GENNAIO 1977-31 OTTOBRE 1977

REVOCA DI AUMENTO CAPITALE
RIDUZIONE DI AUMENTO CAPITALE

Numero	Società	Data	Descrizione
1	Molini Certosa . . .	20-21-7-1977	Revoca della delibera (28 aprile 1976) di aumento da lire 2.900 milioni a lire 3.700 milioni (gratuito) e da lire 3.700 milioni a lire 4.100 milioni (a pagamento).
2	Risanamento Napoli .	9-9-1977	Riduzione dell'aumento deliberato il 29 ottobre 1976, con limitazione dell'aumento alla parte sottoscritta e versata (lire 2.130.427.500).
3	UNIDAL	23-9-1977	Revoca della delibera aumento (30 giugno 1977) di lire 45.647.500.000; scioglimento anticipato e messa in liquidazione.

TABELLA N. 8

SCAMBI AZIONARI COMPLESSIVI PRESSO LA BORSA VALORI DI MILANO (a)
(GENNAIO-OTTOBRE 1976-GENNAIO-OTTOBRE 1977)

QUANTITÀ			CONTROVALORE		
1976	1977	Variazione percentuale	1976	1977	Variazione percentuale
1.150.998.590	935.561.575	— 18,7	909.091.841.975	649.219.000.000	— 28,6

(a) Non sono ancora disponibili i dati relativi alle altre Borse.

TABELLA N. 9.

PERSONALE IN SERVIZIO AL 31 OTTOBRE 1977

PER CATEGORIA

Dirigenziale	7
Direttiva	11
Concetto	9
Esecutiva	8
Ausiliaria	6
	—
	41
	==

PER QUALIFICA

Dirigente superiore	4
Primi dirigenti	2
Dirigente IRI	1
Direttori agg. div.	5
Direttori sezioni	5
Consigliere	1
Segretario capo	1
Segretari principali	2
Segretari	2
Primi assistenti BANKITALIA	2
Impiegato 1 ^a categoria IRI	1
Segretario capo ISCO	1

 VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

Coadiutori principali	6
Coadiutori	2
Agente tecnico capo	1
Agente tecnico	1
Commessi	2
Commesso capo ISCO	1
Appuntato di Guardia di finanza	1
	—
	41
	==

PER PROVENIENZA

Ministero del tesoro	27
Ministero delle finanze	7
Monopoli di Stato	1
Banca d'Italia	2
IRI	2
ISCO	2
	—
	41
	==

VII LEGISLATURA — DOCUMENTI — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI

TABELLA N. 10.

ATTIVITA SVOLTA DELLA CONSOB (1° GENNAIO 1976-31 OTTOBRE 1977)

ANNI	Riunioni della Commissione	DELIBERE ADOTTATE		Incontri con organismi locali di borsa e di categoria	Incontri con società con società	Incontri con organismi tecnici	Incontro con gli ispettori di borsa (per delibera 32)	Ispezioni disposte su operatori di borsa (per delibera 32)
		a rilevanza esterna	a rilevanza interna					
1976	258	108	33	10	2	6	8	29
1977	163	139	71	4	7	15	—	—