

## COMMISSIONE VI

## FINANZE

## IV.

## SEDUTA DI GIOVEDÌ 23 MAGGIO 1991

(Ai sensi dell'articolo 143, comma 2, del regolamento della Camera)

**AUDIZIONE DEL PRESIDENTE DELLA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB), DOTTOR BRUNO PAZZI, SUI MOVIMENTI CONCERNENTI LE ASSICURAZIONI GENERALI**

**PRESIDENZA DEL PRESIDENTE FRANCO PIRO**

## INDICE DEGLI INTERVENTI

	PAG.
<b>Audizione del presidente della CONSOB, dottor Bruno Pazzi, sui movimenti concernenti le Assicurazioni generali:</b>	
Piro Franco, <i>Presidente</i> .....	3, 10, 12, 13, 14, 15
Bellocchio Antonio (gruppo comunista-PDS) .....	11, 12
Conti Corrado, <i>Direttore generale della CONSOB</i> .....	14
Pazzi Bruno, <i>Presidente della CONSOB</i> .....	3, 13, 14
Serrentino Pietro (gruppo liberale) .....	13
Visco Vincenzo (gruppo sinistra indipendente) .....	15
Zadra Giuseppe, <i>Responsabile dell'area borsa della CONSOB</i> .....	15

PAGINA BIANCA

**La seduta comincia alle 15.**

**Audizione del presidente della CONSOB, dottor Bruno Pazzi, sui movimenti concernenti le Assicurazioni generali.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione, ai sensi dell'articolo 143, comma 2, del regolamento, del dottor Bruno Pazzi, presidente della CONSOB.

A nome dell'intera Commissione, ringrazio il dottor Pazzi, l'avvocato Corrado Conti — direttore generale — ed il dottor Giuseppe Zadra — responsabile dell'area borsa della CONSOB — per aver accettato il nostro invito, dettato da alcune preoccupazioni che sono state espresse sia sotto forma di strumenti di sindacato ispettivo sia sotto forma di una richiesta di audizioni sulla vicenda relativa all'aumento di capitale della società Generali. Data la considerazione che la Commissione finanze ha per la CONSOB, abbiamo ritenuto di dare inizio ai nostri lavori con l'audizione dell'autorità competente in ordine alla regolamentazione dei mercati finanziari, soprattutto per lo sforzo che questa Commissione ha compiuto nell'approvazione della legge *anti-trust*, di quella sulle SIM, sull'*insider trading* nonché della legge di riforma delle banche pubbliche.

La ringrazio nuovamente per aver accettato l'invito della Commissione e, prima di darle la parola, avverto i colleghi che subito dopo la sua esposizione — che potremo seguire meglio grazie alla tempestiva distribuzione delle copie ai colleghi — potranno rivolgerle le domande che riterranno opportune. Possiamo considerare quella odierna la prima di una

serie di audizioni, in quanto probabilmente, alla luce di quanto lei ci dirà, potremmo ritenere necessario un approfondimento della materia.

BRUNO PAZZI, *Presidente della CONSOB*. Signor presidente, onorevoli commissari, illustrerò una relazione corredata da alcune tabelle e grafici, che lascerò alla Commissione.

La Commissione finanze della Camera, nella seduta del 16 maggio 1991, ha ravvisato l'opportunità di procedere all'audizione del presidente della CONSOB in merito ai movimenti di borsa concernenti le azioni delle Generali.

La presente relazione illustra, pertanto, i movimenti dei titoli in questione dal gennaio 1990 ad oggi e, in particolare, i fatti relativi al noto aumento di capitale della predetta società, sottolineando il ruolo della CONSOB in tale vicenda.

Per quanto riguarda l'andamento di borsa delle azioni Generali dal gennaio 1990 al maggio 1991, va detto che, nel corso del 1990, l'andamento del titolo Generali non si è discostato in modo significativo da quello medio del mercato misurato dalle variazioni dell'indice MIB: a fine anno la flessione, per entrambi, è stata infatti pari a circa il 25 per cento (si veda la tabella n. 1 allegata al testo distribuito).

I controvalori scambiati si sono sempre mantenuti al di sotto della media del mercato. Il *turnover* del titolo Generali (misurato dal rapporto fra il controvalore degli scambi e la capitalizzazione di borsa), per l'intero 1990, è stato pari al 14 per cento circa, contro un 23 per cento del mercato nella sua totalità (si veda la tabella n. 1).

Esaminando più in particolare l'andamento del titolo nella prima parte del 1990, sino al 28 febbraio, notiamo che la variazione registrata è stata peggiore di quella media del mercato misurata dall'indice MIB (decremento del 9,2 per cento rispetto ad uno del 4,6 per cento) (si veda il grafico n. 1).

Dall'inizio di marzo le aspettative di una favorevole operazione sul capitale e di un incremento del dividendo consentivano al titolo di recuperare la perdita subita; le aspettative trovavano conferma nelle deliberazioni del consiglio di amministrazione e dell'assemblea. La ripresa delle quotazioni era anche spiegata dalle continue voci di un interessamento di una commissionaria milanese sul titolo, nonché dall'acquisto da parte delle Generali di un'importante società di assicurazione americana (Business Men's Assurance Company of America) per circa 285 milioni di dollari, corrispondenti a quasi 300 miliardi.

Sino all'inizio della crisi del Golfo l'andamento dei prezzi del titolo è stato del tutto omogeneo con quello medio del mercato: ambedue hanno raggiunto il loro massimo il 14 giugno ed a fine luglio la quotazione del titolo Generali si era riportata sui livelli d'inizio anno (più 0,7 per cento). Il MIB però, alla stessa data, registrava un incremento del 10 per cento.

I volumi scambiati, in questo periodo, si mantenevano su livelli contenuti e, in proporzione, su valori inferiori a quelli medi del mercato. Nei primi sette mesi del 1990 il *turnover* del titolo Generali è stato pari solo al 55 per cento, quindi, molto inferiore a quello medio del mercato. Tale dato è indicativo di un certo disinteresse del mercato se si considera che, essendo le Generali il titolo con più largo flottante, dovrebbe avere, in teoria, un *turnover* maggiore di quello medio del mercato (si veda la tabella 1 allegata alla relazione consegnata).

Una controprova di questa scarsa « dinamicità » nella prima parte del 1990 può essere trovata nella comparazione fra

le variazioni giornaliere del titolo e quelle dell'indice MIB. Dal grafico 3 allegato alla relazione si può osservare come la differenza fra le due variazioni sia stata sempre estremamente contenuta.

Con l'inizio della crisi del Golfo, la flessione della quotazione delle Generali è stata più contenuta rispetto a quella del MIB, consentendo così un riallineamento delle due serie.

In questa seconda parte dell'anno la crisi del Golfo è stata il fattore che ha determinato l'andamento del mercato, per cui eventi societari anche rilevanti non sono riusciti ad influenzare, se non in maniera del tutto marginale, l'andamento delle contrattazioni e delle quotazioni.

Dal mese di ottobre e fino alla fine del 1990, l'andamento delle Generali torna a scostarsi da quello medio del mercato, mostrando, tra ottobre e novembre, una più accentuata volatilità (si veda il grafico 3 allegato alla relazione).

Questa maggiore volatilità si è inserita in un quadro generale influenzato da vicende fiscali (*capital gains*) e monetarie che venivano a sommarsi alle tensioni internazionali. Questo « rumore di fondo » rendeva difficile individuare l'esistenza di anomalie specifiche del titolo (in proposito, è opportuno confrontare la tabella allegata al grafico 3, che è esplicativa delle anomalie rilevate).

Per quanto invece riguarda i quantitativi scambiati dall'inizio della crisi del Golfo alla fine del 1990 — sia rispetto alla media del mercato (vedi tabella 1) sia rispetto all'andamento medio degli scambi sul titolo (vedi grafico 4) — non si sono registrate variazioni di rilievo.

Al SEAQ International' nel corso dell'intero 1990 sono state scambiate circa 24 milioni di azioni Generali, pari al 4 per cento del capitale sociale e pari a circa un terzo di quanto scambiato a Milano nello stesso periodo (vedi grafico 5 e tabella 2). L'entità di quest'ultimo rapporto è tuttavia poco significativa a causa delle differenti modalità di contrattazione e di rilevazione delle operazioni sui due mercati (come risulta dalla nota allegata alla tabella 2).

Con l'inizio del 1991, riprendono consistenza le voci su possibili riassetti nella compagine azionaria delle Generali (piani internazionali per acquisire presenze di rilievo, *take-over* di società giapponesi, integrazioni e fusioni con importanti società assicurative europee, rafforzamento del gruppo di controllo per respingere presunti tentativi di scalata). In questo contesto si inseriscono le richieste della CONSOB (del gennaio 1991) inviate ai maggiori azionisti per la conferma delle loro partecipazioni. In merito ad una specifica notizia, la quale attribuiva alla Allianz (che controlla la RAS) l'acquisizione del 3 per cento delle Generali, la CONSOB chiedeva alla società tedesca un comunicato in merito alla notizia che veniva smentita.

A determinare una ripresa di attenzione sul titolo hanno contribuito, sempre nei primi mesi del 1991, notizie di importanti intese intercorse con il gruppo RAS (comunicate ufficialmente alla CONSOB durante l'incontro da me avuto), in vista di un riassetto della presenza dei due gruppi in Austria e Germania, e con la Banca Commerciale Italiana, la Toro e la RAS per la costituzione di una nuova società operante nel ramo vita.

La rinnovata attenzione del mercato sul titolo si è riflessa sia sulle quotazioni (che al 16 maggio 1991 registravano un incremento del 21,8 per cento sui valori di inizio anno contro una variazione positiva dell'11,3 dell'indice MIB, risultando come una delle società che ha avuto un maggiore aumento, secondo quanto emerge dal grafico 2), sia sui volumi scambiati, passati da una media di circa 11 miliardi di controvalore per seduta del 1990 ad una di 15 miliardi per seduta nel 1991.

Complessivamente, da inizio anno al 16 maggio 1991, sono passati di mano circa 40 milioni di azioni delle Generali, pari a poco meno del 7 per cento del numero di azioni costituenti il capitale sociale. Questa ripresa dei volumi, di per sé, non sembrerebbe poter essere interpretata come segnale di anomalia nel comportamento dei titoli, dal momento

che il rapporto di *turnover* delle Generali rimane ancora inferiore a quello medio del mercato.

Nello stesso periodo (1 gennaio-16 maggio) al SEAQ International sono stati scambiati circa 18 milioni di azioni, pari al 45 per cento del volume negoziato alla borsa valori di Milano, con una punta, nel mese di febbraio, di circa 7,6 milioni di azioni trattate. Il picco nei volumi sulla piazza londinese, pur coincidendo con il massimo degli scambi registrati sulla piazza di Milano, mostra una maggiore accelerazione.

Passo ora ad illustrare l'attività di controllo della Consob nel periodo precedente la proposta di aumento di capitale. Nel 1991 la accentuata volatilità (tale termine significa che i prezzi oscillano al ribasso e al rialzo) del titolo rispetto a quella del mercato nel suo complesso e la sistematica presenza di voci ricorrenti circa presunti rastrellamenti, inducevano la CONSOB ad elevare l'intensità del monitoraggio applicato ordinariamente a tutti i titoli e ad effettuare due specifici accertamenti sugli intermediari e sui loro committenti, che avevano operato maggiormente in acquisto in borsa (desidero precisare che la Consob segue tutti i titoli quotati con un monitoraggio giornaliero; addirittura in alcuni casi si operano sette-otto interventi nella stessa giornata di contrattazione, quindi è un monitoraggio sistematico del mercato): il primo ha coperto il periodo 15 novembre 1990 - 31 gennaio 1991 e il secondo ha coperto il periodo 1 - 12 febbraio 1991. I dati esaminati (prezzi e quantità scambiate, agenti di cambio che hanno operato sul titolo, committenti degli agenti di cambio) hanno messo in evidenza la mancanza di un'effettiva concentrazione degli acquisti (le contrattazioni erano molto frazionate): l'agente di cambio più attivo, ad esempio, nel periodo osservato aveva acquistato solo poco più dello 0,2 per cento del capitale sociale e, tra l'altro, aveva operato per conto di numerosi committenti.

Sebbene l'analisi dei quantitativi scambiati consenta di affermare che « in

borsa » non si è manifestata un'attività di rastrellamento, non si può escludere che un'operazione del genere sia stata effettuata « fuori borsa ».

È d'uopo, a questo punto, sottolineare come l'attuale mancanza di concentrazione renda il mercato poco trasparente. La commissione, di fronte a tale situazione, ha a disposizione esclusivamente lo strumento delle ispezioni presso gli uffici degli intermediari. Questo strumento, in assenza delle possibilità ora previste dall'articolo 6 della legge sull'*insider trading*, non consente verifiche in dimensioni e tempi coerenti con le esigenze di monitoraggio sul mercato. Tale intervento è inoltre facilmente eludibile negoziando con l'assistenza di un intermediario non soggetto ai controlli CONSOB.

La CONSOB, tuttavia, poiché negli ultimi mesi aveva rilevato un consistente incremento dei titoli costituiti in pegno presso alcuni intermediari (in base alle segnalazioni dovute ai sensi della delibera CONSOB n. 274 del 5 ottobre 1977), deliberava di procedere ad un accertamento della regolarità e delle modalità delle operazioni di finanziamento ai sensi dell'articolo 3, lettera g) della legge n. 216 del 1974 e successive modificazioni.

La procedura ispettiva è ancora in corso, ma finora non sono emersi elementi degni di particolare rilievo. Voglio precisare che gli ispettori al termine delle ispezioni presentano una relazione; tuttavia se durante le ispezioni vengono rilevati fatti rilevanti, gli ispettori non aspettano di presentare la relazione finale per comunicarli alla commissione, ma ne danno notizia immediatamente.

Vengo ora alla notizia dell'aumento di capitale, alle reazioni del mercato e gli interventi della CONSOB.

Nel pomeriggio di martedì 14 maggio 1991, a borsa chiusa, le Generali diffondevano un comunicato stampa, nel quale, fra l'altro, veniva data notizia della proposta di un aumento di capitale, mediante emissione di 145,7 milioni di azioni al prezzo di lire 12 mila cadauna (di cui 10 mila di sovrapprezzo; il valore delle azioni Generali è di lire 2 mila) per un controvalore complessivo di 1.749 mi-

liardi; tale aumento era destinato al servizio di un pari numero di *warrant*, di durata decennale, sottoscritti da un apposito consorzio. Nello stesso comunicato le Generali rendevano noti i risultati d'esercizio e la proposta di distribuzione di un dividendo di lire 160 per azione, più un'azione di risparmio Alleanza, godimento 1 gennaio 1991, ogni 250 azioni Generali possedute.

Di tale complessa ed innovativa operazione nessuna notizia preventiva era stata data alla CONSOB, che ne veniva a conoscenza soltanto attraverso il suddetto comunicato stampa e tramite la relazione del consiglio di amministrazione per l'assemblea straordinaria, inviati alla commissione nel pomeriggio del 14 maggio, quando è stato diffuso il comunicato stampa.

Lo stesso pomeriggio — dopo aver avuto la notizia — si aveva un'immediata reazione negativa al SEAQ International di Londra, dove le quotazioni scendevano di poco meno del 2 per cento rispetto all'ultimo prezzo di 36.800 lire segnato alla borsa di Milano, prima che ci fosse la notizia del comunicato stampa.

Il giorno successivo, 15 maggio, la flessione delle quotazioni risultava più accentuata presso la borsa valori di Milano, dove il titolo chiudeva a 35.660 lire per scendere nel dopolistino a 35.150 lire (rispettivamente pari ad una diminuzione del 3,1 per cento e del 4,5 per cento a fronte dell'ultimo prezzo segnato a Milano il 14 maggio).

Tale variazione, accompagnata da un sensibile incremento delle quantità scambiate, non era tuttavia di univoca interpretazione, in quanto coincidente con la seduta dei riporti (il 15 infatti era la seduta dei riporti). È noto infatti che in tale giornata si registrano, di norma, forti incrementi dei volumi e variazioni particolari nei prezzi, in quanto ultimo giorno utile per chiudere le operazioni del ciclo borsistico (nei grafici 3 e 4 si può notare come molti dei casi di andamenti anomali rilevati coincidano o siano prossimi al giorno dei riporti o al giorno della « risposta premi »).

La commissione, nella stessa giornata (parliamo sempre del 15 maggio), aveva comunque ritenuto necessario richiedere con telex, chiarimenti ed integrazioni sulle modalità tecniche di attuazione dell'operazione proposta all'assemblea, anche al fine della successiva diffusione sul mercato degli elementi informativi acquisiti. Tale richiesta era motivata dalle caratteristiche innovative dell'operazione e dalla sua particolare complessità.

Il giorno successivo, 16 maggio, perdeva la flessione dei prezzi — parliamo del mercato — non più giustificata dal particolare aspetto tecnico della seduta precedente (giorno dei riporti). Il titolo chiudeva a 34.730 con un'ulteriore flessione nel dopolistino (34.425), con una perdita complessiva delle quotazioni, in due sedute, di circa il 6,5 per cento.

Gli elementi che ora ricorderò possono contribuire a spiegare la flessione delle quotazioni e la particolare attività sul titolo nella seduta in esame.

Innanzitutto si tratta della proposta di distribuzione del dividendo. Lo scorso esercizio era stato distribuito un dividendo pari a 350 lire, importo che va rettificato, per renderlo omogeneo con quello attuale, a 318 lire a seguito dell'operazione sul capitale eseguita nell'ottobre 1990. Quest'anno il consiglio di amministrazione ha proposto un dividendo di 160 lire, più un'azione Alleanza risparmio ogni 250 azioni Generali (vale a dire circa 210 lire per azione alle quotazioni attuali di Alleanza risparmio). A seguito di tale operazione saranno immesse sul mercato oltre 2,3 milioni di Alleanza risparmio. Poiché il volume degli scambi di questo titolo è stato, nei primi mesi del 1991, inferiore a 9 mila azioni per seduta — vi è stata una trattazione molto ridotta di tale titolo — è ipotizzabile che la massa di titoli che verrà immessa possa provocare un « ingolfamento » del mercato del titolo Alleanza risparmio con un conseguente riflesso negativo sui corsi.

Un altro elemento è rappresentato dalle attese deluse circa un aumento gratuito del capitale. Fin dall'inizio del mese

di aprile si erano diffuse voci su un aumento di capitale gratuito del quale era anche ipotizzata l'entità (una nuova azione gratuita ogni cinque vecchie possedute).

Occorre ancora considerare i riflessi sulla struttura dell'azionariato delle Generali. L'operazione, essendo idonea a consolidare gli attuali equilibri della compagine azionaria della società, sembrerebbe far venir meno l'interesse per il titolo da parte di coloro che contavano su rialzi del corso legati a possibili tentativi di *take over* o di rafforzamento delle posizioni.

Altro elemento è l'entità dell'operazione: vi è stata una richiesta di nuovi mezzi pari a 1.750 miliardi che ha pochi precedenti nella borsa italiana. A questo proposito va tuttavia osservato che un annuncio di un'operazione simile, nel 1988, da parte sempre delle Generali (proposta di aumento di capitale con una richiesta di nuovi mezzi per 1.100 miliardi) era stata accolta dal mercato in modo non negativo.

Vi è stata inoltre la diffusione di informazioni non del tutto esaurienti e tali da determinare la possibilità di disparità informativa sul mercato circa le modalità di attuazione dell'operazione. In particolare risultavano non chiare le modalità e le condizioni del diritto di opzione, la cui valutazione, in base ai metodi di stima comunemente adottati dal mercato in queste circostanze ed alle attuali quotazioni, si colloca in una fascia di valori tra le 4 mila e le 5 mila lire per azione. Non era chiaro se il borsista *warrant* poteva vendersi il diritto di opzione, anche perché si trattava di una cifra abbastanza rilevante.

L'ultimo elemento consiste nella complessità dell'operazione proposta che, fra l'altro, è impostata sull'applicazione di una disposizione legislativa di recente introduzione ed utilizzata per la prima volta in Italia (il comma 7 dell'articolo 2441 del codice civile introdotto con il decreto del Presidente della Repubblica n. 30 del 10 febbraio 1986).

Alla fine della mattinata del 16 maggio, il presidente della Consob, considerato l'andamento del mercato e ritenendo necessarie ed urgenti le integrazioni alle notizie sulle modalità e sulle condizioni di esercizio e di negoziazione dei diritti degli azionisti, in quanto in grado di avere un'influenza immediata sui prezzi, disponeva, con provvedimento urgente, la sospensione del titolo.

Si tratta di un provvedimento urgente che mi ha impegnato molto anche perché necessita della ratifica da parte della commissione. Ma ho valutato che, trattandosi di una società di prima grandezza, in una situazione del genere bisognava adottare questa decisione, di cui peraltro mi assumo ogni responsabilità.

Nella serata del 16 maggio la società, in risposta alla richiesta della CONSOB, provvedeva ad inviare i chiarimenti richiesti e bozza di un comunicato stampa da diffondere alle ore 8,30 del successivo 17 maggio 1991.

Nel comunicato stampa venivano forniti dettagli sull'operazione e venivano inoltre chiarite e/o confermate alcune delle modalità dell'operazione, che avevano dato luogo ad interpretazioni degli operatori e degli organi di stampa non del tutto omogenee.

In particolare, in risposta a richieste della CONSOB, veniva precisato che: primo, i diritti di opzione d'acquisto saranno negoziabili (parliamo di 4-5 mila lire).

Secondo: l'esercizio del *warrant* potrà essere richiesto in qualsiasi momento fino al 30 aprile 2001, con l'eccezione dei mesi di maggio e giugno di ciascun anno dal 1992 al 2001.

Terzo: il termine ultimo di esercizio del *warrant* potrà essere anticipato, in data comunque non anteriore al 30 giugno 1994, in presenza di particolari situazioni.

Quarto: i prezzi di esercizio del *warrant*, per i periodi successivi al primo, saranno determinati accrescendo anno per anno il prezzo iniziale ad un tasso pari al rendimento netto dei BOT a 12 mesi. A riduzione del prezzo da versare verranno

riconosciuti i dividendi distribuiti o deliberati. Ad evitare incomprensioni sul comunicato stampa veniva fatto un esempio del prezzo di esercizio del *warrant* e dell'importo da versare per tutto il periodo.

Quinto: i portatori di *warrant* verranno tutelati in caso di operazioni che comportino lo stacco di un diritto negoziabile.

Sesto: il consorzio di sottoscrizione e collocamento non parteciperà ad eventuali aumenti di capitale a pagamento.

Settimo: la quotazione del *warrant* sarà richiesta presso le borse valori di Milano e Trieste — tutti questi sono elementi non contenuti nel comunicato così impreciso che era stato dato alla stampa e poi anche alla CONSOB —.

Ottavo: le azioni avranno godimento 12ho gennaio 1991.

Nono: la SPAFID, che è la fiduciaria di Mediobanca, eserciterà il diritto di voto per conto dei consorziati.

Decimo: al termine ultimo il consorzio offrirà in borsa le azioni che residuassero nella gestione speciale dopo la scadenza dei *warrant*, riconoscendo alle Generali l'eventuale maggiore ricavo rispetto al prezzo di esercizio dei *warrant*.

A seguito della diffusione del comunicato, essendo venute meno le ragioni che avevano determinato la sospensione, il presidente della CONSOB, il 17 maggio 1991, prima dell'inizio delle contrattazioni, revocava il provvedimento urgente di sospensione; tuttavia, al fine di consentire al mercato di valutare le notizie diffuse la mattina alle 8,30, riammetteva il titolo a partire dalle ore 12 dello stesso giorno. Quindi, nella sostanza, il titolo è rimasto sospeso tutta la mattinata; poi è stato fatto il comunicato delle diverse borse, comunicato che, attraverso l'alto-parlante, è stato letto dal comitato e poi è stato affisso in bacheca, come prescritto.

Il giorno 17 maggio il titolo, chiamato a Milano alle ore 12, quando è stato riammesso, chiudeva a 34 mila 900 lire (più lo 0,5 per cento sull'ultimo prezzo di listino) e registrava un ulteriore rialzo nel dopo listino.

Vorrei adesso illustrare quali siano gli ulteriori adempimenti da porre in essere a partire da oggi. Vi è stata una delibera del consiglio d'amministrazione, ma tutto l'iter procedurale è ancora aperto poiché non vi è dubbio che dal consiglio d'amministrazione si debba passare a tutti gli ulteriori adempimenti prescritti per l'aumento di capitale. Descrivo dunque quali altre incombenze spettino alla CONSOB e agli altri organismi.

Gli interventi effettuati dalla commissione in ordine all'operazione in parola, finalizzati ad assicurare al mercato una tempestiva informazione sulle caratteristiche tecniche della medesima, non esauriscono i compiti attribuiti alla CONSOB in materia di informazione societaria.

Infatti il citato articolo 1, comma 4, numero 2 della legge n. 216 del 1974 conferisce all'organo di controllo, in occasione di proposte di modifica dell'atto costitutivo di società quotate, 45 giorni per effettuare un compiuto esame circa l'idoneità della documentazione predisposta dagli amministratori a fornire gli elementi conoscitivi necessari per le relative decisioni assembleari, con facoltà per la CONSOB di richiedere entro lo stesso termine di 45 giorni la trasmissione di ulteriori dati e notizie anch'esse funzionali all'informativa da rendere in assemblea. Ciò avviene sistematicamente: in ogni assemblea viene presentata dalla CONSOB una richiesta di integrazione delle informazioni che vengono fornite dagli amministratori.

Inoltre, successivamente all'approvazione dell'operazione da parte dell'assemblea e prima dell'esecuzione dell'aumento di capitale, dovrà essere pubblicato, ai sensi dell'articolo 18 della già citata legge n. 216 del 1974, un prospetto informativo relativo all'emittente, al proponente ed alle caratteristiche delle azioni e dei *warrant* oggetto dell'offerta. Un ulteriore intervento della CONSOB è previsto allorché la società chiederà l'ammissione dei *warrant* alla quotazione.

Affinché il prospetto assolvà alla funzione di assicurare al mercato l'informazione necessaria per compiere le valuta-

zioni in ordine all'investimento proposto, tale documento dovrà ovviamente dar conto anche dei provvedimenti adottati dalle diverse autorità preposte, per i profili di rispettiva competenza, ad esprimere un giudizio in ordine all'operazione in parola; e questi interventi delle altre autorità debbono essere contenuti nel prospetto.

Ai sensi dell'articolo 21 della legge 4 giugno 1985, n. 281, ed al fine di assicurare la stabilità del mercato dei valori mobiliari, tale operazione è infatti soggetta ad autorizzazione del ministro del tesoro, sentita la Banca d'Italia; inoltre è prescritto il sindacato di legittimità da parte dell'autorità giudiziaria, in quanto la deliberazione assembleare, comportando modificazioni dell'atto costitutivo, è sottoposta ad omologazione del tribunale di Trieste.

Con riferimento all'operazione in esame ricorrono anche i presupposti per l'applicazione delle disposizioni contenute negli articoli 2 e 45 della legge bancaria, le quali prevedono, tra l'altro, l'autorizzazione della Banca d'Italia — che non è l'autorizzazione all'aumento del capitale di cui ho parlato prima, ma altra autorizzazione — qualora aziende ed istituti di credito partecipino a sindacati di collocamento di azioni, obbligazioni, buoni cassa ed altri valori mobiliari diversi dai titoli di Stato e da quelli garantiti dallo Stato, ovvero prestino l'assistenza della propria organizzazione in favore del collocamento stesso. Quindi si tratta di un'ulteriore potestà che ha la Banca d'Italia.

Si rammenta, infine, che le Generali sono sottoposte, in ragione dell'attività svolta, alla vigilanza dell'ISVAP — altra agenzia pubblica — la quale tra l'altro è competente ad autorizzare l'assunzione di partecipazioni in imprese assicurative quando comportano il controllo delle imprese stesse (articolo 10 della legge 9 gennaio 1991, n. 20). L'ISVAP è inoltre destinataria delle comunicazioni relative all'acquisizione delle partecipazioni in tali imprese quando superino il 2 per cento, nonché delle relative variazioni superiori all'1 per cento.

Vi sono altri aspetti particolari dell'operazione che segnaliamo alla Commissione. Il primo attiene ai *warrant* e diritti di voto. La caratteristica innovativa dell'operazione, oltre all'applicazione del comma 7 dell'articolo 2441 del codice civile, consiste nell'utilizzo dei *warrant* che si pongono come strumento finanziario intermedio, consentendo con un esborso pari alla metà del prezzo delle azioni (in questo caso 6 mila lire rispetto alle 12 mila) di diluire nell'arco di dieci anni l'acquisto definitivo delle azioni stesse.

L'esercizio del diritto di voto sulle azioni di nuova emissione al servizio dei *warrant* spetta al consorzio diretto da Mediobanca e sarà esercitato dalla SPAFID, società fiduciaria posseduta interamente dalla stessa Mediobanca.

La percentuale dei diritti di voto relativa alle azioni di nuova emissione è pari al 20 per cento del totale, quale risulterà dal proposto aumento di capitale. È, pertanto, prevedibile che, considerata la diffusione dell'azionariato, il consorzio potrà disporre di percentuali rilevanti di tali diritti per un lungo periodo di tempo.

Per quanto riguarda i *warrant* e il quinto comma dell'articolo 1 della legge n. 216 del 1974, ricordo che sulla base della normativa attualmente vigente, l'obbligo di comunicare la percentuale dei diritti di voto relativi alle azioni di nuova emissione fa capo, nella presente operazione, ai membri del consorzio e alla SPAFID. Nessuna comunicazione sarà invece dovuta ai soggetti che acquisteranno i *warrant* fino al momento della conversione. Si potranno così avere quote elevate di *warrant* di controllo della partecipazione senza fare alcuna denuncia; di fatto, quindi, si può aggirare la norma. Si tratta pertanto di una situazione delicata.

La mancanza di comunicazione da parte dei portatori dei *warrant* costituisce un impedimento alla effettiva realizzazione della trasparenza, in quanto non consente di conoscere posizioni di azionariato potenziale, anche rilevanti, che si potrebbero nel tempo determinare.

Peraltro esiste già una possibilità, qualora il Governo intenda provvedere (è una

sottolineatura che mi permetto di fare); la direttiva comunitaria n. 627 del 1988 in materia di obblighi di comunicazione di partecipazioni rilevanti al capitale, che l'Italia si appresta a recepire, disciplina anche tale ipotesi, prevedendo l'obbligo di comunicazione non solo per i diritti di voto di cui il soggetto sia già in possesso, ma anche per quelli che « può acquistare, di propria iniziativa, in virtù di un accordo formale »; è proprio il caso dei *warrant*.

Al testo di questa relazione un pò noiosa sono allegati, come ho già detto, alcuni grafici e tabelle che possono aiutare chi voglia ricostruire e comprenderne meglio alcuni passi.

Per quanto mi riguarda sono a disposizione del presidente e dei commissari per tutte le domande che mi verranno porre. Vi prego, però, di non formulare domande difficili — perché a queste non so rispondere — ma soltanto quesiti pertinenti e volti a risolvere problemi relativi ad una situazione che, come ho già osservato deve ancora essere sviluppata. Siamo alla vigilia di una riunione del consiglio di amministrazione, vi è ancora da fare un percorso di molti giorni, vi è un'assemblea straordinaria e tutte le autorizzazioni di cui ho parlato; la CONSOB vigilerà su tutto ma è incaricata soprattutto della trasparenza. L'operazione, che abbiamo definito complessa ed innovativa, è stata esaminata a fondo, certamente però non ci siamo impegnati sul piano della legittimità perché ciò non compete a noi ma alla magistratura. Nella vita, comunque, qualche volta si può anche fare della *moral suasion*: tutti abbiamo dei sogni e speriamo che per quanto riguarda la CONSOB la trasparenza possa essere la più efficace.

**PRESIDENTE.** Desidero innanzitutto ringraziare il presidente della CONSOB per la sua preziosissima relazione e per il contributo che ci darà nella seduta odierna. Non porremo domande difficili, anche se i collaboratori del dottor Pazzi, che hanno lavorato con la nostra Commissione nell'elaborazione della legge

sulle SIM e sull'*insider trading*, potranno fornire un valido contributo e per quanto riguarda eventuali problemi giornalistici vi è il dottor Marinaro che personalmente considero un esempio di efficienza. Si tratta naturalmente di un'opinione personale, comunque, dottor Pazzi, mi auguro che le domande che i colleghi le porranno, per quanto difficili, siano tali da poter avere una risposta con l'ausilio dei suoi collaboratori.

Personalmente, dalla relazione del presidente della CONSOB ricavo la necessità di investire le autorità competenti delle materie di loro competenza, in modo particolare per quanto riguarda le questioni relative al trattamento fiscale dei *warrant*, all'aumento di capitale e dunque ai poteri del ministro del tesoro ma anche e soprattutto ai poteri della grande *authority* del nostro ordinamento, la Banca d'Italia, che fortunatamente — e sottolineo fortunatamente — è sempre entrata nel merito degli aumenti di capitale.

Mi fermo qui, perché non posso togliere ai miei colleghi la soddisfazione di rivolgere le loro domande oggi a lei e più in là, se sarà il caso, al ministro delle partecipazioni statali che non potremo sentire nella sua veste di Presidente del Consiglio, ma al quale credo che saremmo tutti molto grati se volesse intervenire appunto nella sua veste di ministro delle partecipazioni statali *ad interim* (anche perché è una fattispecie che qualche volta si è presentata, sebbene il regolamento della Camera non sia molto chiaro in proposito).

ANTONIO BELLOCCHIO. Prima di formulare alcune domande non difficili al presidente della CONSOB, devo svolgere due considerazioni preliminari.

In primo luogo, non ho nessuna difficoltà a dare atto al presidente della CONSOB (io che sono spesso critico nei confronti di questo organismo) della correttezza della decisione di sospendere la quotazione del titolo delle Assicurazioni generali, checché ne dica qualche *lobby*. Devo però aggiungere che, nonostante i chiarimenti pervenuti con il comunicato

delle Assicurazioni generali, non sono state fugate le preoccupazioni e bisogna dunque continuare a vigilare: a mio avviso, infatti, l'operazione continua a non essere trasparente.

La seconda considerazione che voglio premettere alle domande di merito è la seguente: la vicenda delle Assicurazioni generali è stata presentata come una lotta tra la finanza prevaricata e la politica prevaricatrice. Un'eco di tale impostazione si è avuta anche questa mattina nel corso di un'assemblea della Confindustria dalla quale, attraverso i *flash* di agenzia, cominciano a giungere dichiarazioni in tal senso.

Non so quali siano le eventuali mire del partito di maggioranza relativa in questa vicenda, ma se noi consentiamo che si verificino vicende del genere, nelle quali si violano le regole elementari della trasparenza e del rispetto del mercato, al punto da indurre alcuni insospettabili osservatori ad affermare che Cuccia ha esagerato e rappresentare questa operazione come una vicenda di guerra tra una politica marcia ed una finanza illibata, credo che possiamo ritenere esaurito il nostro compito, perché in questo modo salta il ruolo delle regole del controllo ed i grandi gruppi la fanno da padroni.

Dopo queste due considerazioni preliminari, passo ad alcune domande di merito. In primo luogo, mi interesserebbe sapere quale sia il legame tra le vicende dell'aumento di capitale delle Generali e le voci, costantemente diffuse per oltre un mese, di tentativi di scalate alla compagnia triestina, nonché quali siano le relazioni tra tali operazioni ed i precedenti piani Cuccia per la sistemazione di Comit e Mediobanca secondo nuovi assetti, poi non andati in porto.

In secondo luogo, più direttamente dal punto di vista tecnico, ripercorro un'osservazione che è stata fatta: si ritiene che il meccanismo del *warrant*, descritto dal presidente Pazzi, sia in armonia con l'articolo 2441, settimo comma, del codice civile, che consente che il diritto di opzione nei casi di aumento di capitale sia

considerato esistente quando le banche sottoscrivono le azioni e si obbligano a trasferirle agli azionisti della società. Se si assegna subito il *warrant* — come è giusto — e si assegnano le azioni solo in seguito, si ritiene che non si violano i diritti dei soci, dal momento che l'articolo 2441 non contempla il meccanismo del *warrant*, ma questo si riferisce al trasferimento puro e semplice delle azioni: vorrei dunque un chiarimento al riguardo.

In terzo luogo, a mio avviso, con il meccanismo approvato, le Generali finiranno per essere un soggetto collegato alle banche del consorzio: desidero porre una domanda precisa in proposito, per verificare se il mio dubbio sia fondato o meno. Mi riferisco ai rapporti di finanziamento che vi potrebbero essere tra le Generali e le banche, e quindi tra assicurazioni ed aziende di credito.

In quarto luogo, i membri del consorzio potrebbero non avere gli stessi interessi degli azionisti della società ed anzi — come è stato rilevato — potrebbe verificarsi un conflitto di interessi: condivide tale ipotesi, presidente Pazzi?

Vi è poi l'esigenza di conoscere la destinazione dell'aumento di capitale: si tratta di un'informativa al pubblico che viene resa da qualsiasi normale imprenditore che faccia ricorso al mercato. Forse, le Generali si trovano, a questo proposito, in una situazione di extraterritorialità?

**PRESIDENTE.** Effettivamente, vi è una legge speciale per Trieste.

**ANTONIO BELLOCCHIO.** Sì, ma non mi sembra significativo in questo ambito.

Passando ad un'altra domanda: come e da chi sarà costituito il consorzio di banche? È in armonia con le disposizioni comunitarie che regolano questo tipo di operazioni la costituzione di un consorzio non di collocamento e/o di garanzia? In effetti, si tratta di una nuova forma di consorzio che assume le azioni a titolo di proprietà — lo sottolineo —, sia pure con l'obbligo di trasferirle: quale impatto avrebbe tale assunzione in proprietà sul

rischio delle banche interessate? Più in generale, a giudizio del dottor Pazzi, l'operazione potrebbe tradursi in un plateale mutamento degli assetti proprietari delle Generali? Mi sembra, infatti, che proprio tale conseguenza potrebbe prodursi. Come egli giudica, inoltre, la sfavorevole impressione che l'operazione ha destato sui mercati esteri? È un altro problema di cui occorre tener conto.

Ancora, ritiene il dottor Pazzi di poter escludere che dietro la vicenda si nascondano società, o gruppi finanziari esteri, magari legati a gruppi industriali e finanziari italiani?

Un altro aspetto importante è il seguente: la vicenda ha riproposto la questione delle regole del mercato finanziario, come ho accennato inizialmente; qual è la sua opinione sul necessario completamento della legislazione in materia? A questo punto, si presenta l'urgenza assoluta di approvare la legge sull'OPA, nell'attesa della quale, forse, è stato affrettato l'aumento di capitale delle Generali. Desidero però osservare, anche per rispondere ad un collega che si è intrattenuto sul problema nel corso di un'intervista, che il testo trasmesso dal Senato è in molti punti obsoleto ed inadeguato, in particolare in relazione agli indirizzi comunitari: infatti, se fosse stato vigente quel testo, probabilmente, l'aumento di capitale delle Generali si sarebbe potuto realizzare negli stessi termini censurabili che ora stiamo esaminando.

Tuttavia, a mio avviso, il Parlamento può e deve dare una risposta significativa nel senso della trasparenza e della tutela del risparmio, nonché degli azionisti di minoranza, approvando rapidamente — tale è la nostra intenzione, come osservato più volte dal presidente della Commissione — un testo emendato per l'OPA. Concordo pienamente con il presidente Piro al riguardo, come d'altro canto con le opinioni che egli ha reso alla stampa sulla vicenda delle Generali: dobbiamo compiere uno sforzo particolare per licenziare subito il provvedimento sull'OPA. Resta inoltre da affrontare la questione dei nuovi intermediari finanziari e di una

disciplina seria delle attività finanziarie extrabancarie, altrimenti, anche con l'approvazione della legge sull'OPA, i problemi non verranno completamente risolti.

Infine, presidente Pazzi, mi scuso se entro nel merito dei problemi di « casa sua » ma vorrei conoscere la sua opinione sulla tematica dell'assetto di vertice della CONSOB: pongo il problema poiché si stanno ora discutendo proposte di modifica al riguardo nell'altro ramo del Parlamento. Le sarei grato, inoltre, se volesse fornirci un ragguaglio sulle esigenze di organico della CONSOB e sul potenziamento della struttura con sede a Milano che recentemente sarebbe stato deciso, recependo sostanzialmente — ritengo opportunamente — le tesi di un commissario, il dottor Bessone, senza cedere, una volta tanto — va rilevato — a spinte particolaristiche e corporative, anche all'interno della CONSOB.

**PRESIDENTE.** Ringrazio l'onorevole Bellocchio per la concisione e la concretezza della sue domande, che sono molte e puntuali. Invito gli altri colleghi che desiderino porre quesiti al presidente Pazzi ad intervenire brevemente, in considerazione dei nostri impegni in Assemblea e di quelli del presidente della CONSOB.

**PIETRO SERRENTINO.** A mio avviso, le domande poste dall'onorevole Bellocchio sono così precise e puntuali, spaziando sui diversi aspetti della materia, che il porre altre domande ci esporrebbe al rischio della ripetitività.

**PRESIDENTE.** Condivido personalmente l'osservazione dell'onorevole Serrentino e se gli altri colleghi sono d'accordo invito il presidente Pazzi a rispondere alle domande dell'onorevole Bellocchio, che sono quelle di tutti i membri della Commissione.

**BRUNO PAZZI, Presidente della CONSOB.** per quanto riguarda la prima domanda, relativa al legame tra aumento di capitale e ricorrenti voci di scalate, effet-

tuo una considerazione di carattere generale: la società Assicurazioni Generali SPA è notoriamente una cosiddetta *public company*, cioè a larga diffusione di azionariato (a qualcuno piace parlare di diffusione popolare, ma noi parliamo di diffusione di azionariato). Praticamente la società Assicurazioni generali ha avuto sempre questa caratteristica di larghissima diffusione dell'azionariato.

In uno degli allegati alla relazione che ho consegnato alla Commissione è riportata l'attuale situazione dell'azionariato delle Assicurazioni generali, cioè il modo in cui è diviso l'azionariato stesso. Ad oggi, in base a dati di cui noi disponiamo come denuncia alla CONSOB, ma che io ritengo attendibili, i principali azionisti della società sono in primo luogo Mediobanca con il 6 per cento; in precedenza la percentuale era di poco più del 5 per cento, poi in questi mesi Mediobanca ci ha comunicato, su nostra richiesta, di avere operato sul mercato e arrotondato questa percentuale al 6 per cento. Il secondo azionista è Euralux, con il 4,77 per cento. Al terzo posto troviamo la Banca d'Italia; credo si tratti del fondo pensioni della Banca d'Italia, per cui non considero quest'ultima, perché credo che il fondo pensioni non abbia determinate mire.

Come si legge nello stesso allegato (e ritengo che un esame attento degli allegati vi possa fornire qualche risposta), è stata dichiarata in assemblea l'esistenza fra i due maggiori azionisti di un patto di blocco. L'ho fatto inserire volutamente, perché voi sapete che chiediamo queste informazioni ma siamo vincolati dal segreto in ordine all'esibizione dei vari tipi di sindacato, di voto o di blocco. Ho potuto inserire questa notizia nel documento perché nel corso dell'ultima assemblea — mi sembra — è stato dichiarato ufficialmente dallo stesso presidente che esiste un patto di blocco tra i due maggiori azionisti.

Certamente è inutile fare disquisizioni giuridiche sui tipi di patto di sindacato. La dichiarazione in assemblea circa l'esistenza di un patto di blocco significa che i due gruppi marciano, decidono delibe-

rano insieme; questa è l'interpretazione. Tuttavia esaminando questi numeri, di fronte alla casistica delle 250 società quotate, dove vediamo che il maggior azionista ha sempre più del 50 per cento (quindi esiste un controllo) emerge che l'unica società scalabile era rimasta la Assicurazioni generali. La mia è però una considerazione astratta. Per avere anche solo l'1 per cento delle Assicurazioni generali, ai prezzi attuali di borsa — che non sono i più alti registrati dalla società — si dovrebbero investire 200 miliardi; per chi intendesse detenere il 5 per cento, l'investimento ammonterebbe a mille miliardi. Si tratta, quindi, di cifre molto impegnative. Determinate affermazioni vanno poi soggette ad interpretazioni: si dice che il presidente della CONSOB ha affermato che in questa operazione vi è intenzione di scalata. Non lo so, valutiamo, perché è come se tutti i sottoscrittori di *warrant* avessero esercitato il diritto di opzione, perché hanno diritto ad avere le azioni immediatamente: sottoscritto il *warrant*, hanno la facoltà di cambiarlo e in azioni.

Si tratta di un aumento di capitale che è stato presentato come allettante, perché invece di pagare 12 mila lire, si ha lo stesso diritto di avere l'azione pagandone solo 6 mila; poi, quando si vuole, ci si presenta con il *warrant*, si pagano quegli interessi e si ha diritto all'azione.

Nel mio ruolo istituzionale, non posso creare fumi e non posso formulare ipotesi concrete in ordine al motivo per cui l'operazione sia stata condotta in quel modo. Vi è stato un periodo in cui le Assicurazioni generali erano a bassissimo prezzo; si sarebbe potuta effettuare un'operazione di normale rastrellamento, che non è proibita. È pertanto difficile ipotizzare quale sia lo scopo dell'operazione; non dico questo perché intendo sottrarmi al problema. Oltretutto, dal punto di vista del temperamento io assomiglio al presidente di questa Commissione, cioè sono estroverso; pertanto nell'esprimere determinate valutazioni, devo considerare certo che sono estroverso, ma quando parlo lo faccio nella veste attuale di presidente della CONSOB. Ribadisco, quindi,

con franchezza che è difficile ipotizzare quale sia la vera finalità di una operazione che posso definire « originale ».

Noi siamo molto più curiosi (ed approfondiremo abbastanza bene questo aspetto) di sapere come vengano impiegati i circa 1.750 miliardi. Perché si effettua un aumento di capitale così ingente, che nella nuova situazione rappresenta il 20 per cento? La stampa riporta versioni o interpretazioni che noi non possiamo dare nel nostro ruolo; dobbiamo invece fornire tutta l'informativa al mercato e dobbiamo dare ancora dell'informativa. Negli Stati Uniti ad esempio l'azionariato è diffuso; io sono favorevole all'azionariato diffuso o popolare, perché ciò che manca al nostro paese è proprio la forza che proviene dalla diffusione azionaria, che dà linfa e forza all'economia, perché a tasso zero. I 1750 miliardi entrano a tasso zero per le Generali, quindi si tratta di una grossa opportunità.

Debbo dare atto al Parlamento per quanto ha fatto, dalla legge relativa alle SIM a quella sull'*insider trading*, che tanto ci stanno impegnando in questi giorni. È importante per noi il rafforzamento degli organici della CONSOB ed il potenziamento della sede di Milano (non in senso polemico né, come è stato detto, in senso corporativo); certamente 250 persone sole non possono svolgere adeguatamente l'attuale mole di lavoro; si potrebbe obiettare che Pazzi chiede soltanto un aumento dell'organico mentre ha le leggi e le disponibilità per poter operare; a tale obiezione risponderai che potremmo operare meglio. Certamente dobbiamo intervenire anche per la sede di Milano, al pari di quella di Roma.

PRESIDENTE. Anche a Bologna e Bari !

BRUNO PAZZI, *Presidente della CONSOB*. A Bari in un secondo momento; vi è comunque la possibilità di istituire mercati locali.

CORRADO CONTI, *Direttore generale della CONSOB*. Vorrei rispondere alla domanda posta dall'onorevole Bellocchio in ordine all'articolo n. 2441 ed al *warrant*.

L'articolo n. 2441 prevede un'ipotesi generale: non è escluso il diritto di opzione quando le azioni sono sottoscritte da banche; non parla però assolutamente del *warrant*. Poiché in questo caso il *warrant* è considerato strumento per l'esercizio, da parte dell'azionista, del diritto di opzione, l'operazione viene ritenuta, sotto il profilo della legittimità, conforme al dettato del suddetto articolo. Occorre però considerare che è l'esercizio del *warrant* che fa effettivamente divenire azionista colui che oggi richiede questo documento sostitutivo dell'azione; fino a quel momento, l'azionista è unico ed è rappresentato dal consorzio che sottoscrive l'intero aumento di capitale. La particolarità di quest'operazione rispetto a quelle che tradizionalmente sono state effettuate è che, tanto per fare un'ipotesi, un'obbligazione convertibile, mediante la quale venga realizzato un aumento di capitale, non comporta automaticamente l'aumento del capitale, ma quest'ultimo aumenta via via che l'obbligazione viene convertita in azione. In questo caso, invece, le azioni sono emesse immediatamente, quindi il capitale è aumentato ed è pari all'importo che la società ha deliberato; però, gli azionisti optanti non esisteranno finché non porteranno il *warrant* alla SPAFIO per la conversione nell'azione alla quale avrebbero avuto diritto se l'operazione fosse stata diretta.

È difficile rispondere alla domanda relativa ai rapporti fra le Generali e le banche partecipanti al consorzio posta dall'onorevole Bellocchio, perché fino a questo momento non sappiamo quale sia il consorzio, nonostante nel telex di richiesta di informazioni della CONSOB sia stato precisato che uno degli elementi caratteristici dell'operazione è rappresentato proprio dalla composizione del consorzio (che non è di garanzia; il consorzio di garanzia è infatti quello che si addossa l'obbligo, in veste sussidiaria, di assumere i titoli ove non vengano assorbiti dal mercato).

GIUSEPPE ZADRA, *Responsabile dell'area borsa della CONSOB*. Per quanto riguarda il mercato estero, vorrei solo ricordare quanto detto nel testo della relazione,

cioè che esso ha reagito con un calo alla notizia dell'aumento di capitale. Sicuramente le reazioni ad operazioni complesse sono negative, come abbiamo visto ripetutamente negli ultimi cinque anni. Quando il mercato estero ravvisa difficoltà nel dare una valutazione economica della proposta normalmente è cedente.

Un'altra posizione è rappresentata sicuramente dalla considerazione, già contenuta nella proposta, di posizioni di speculazione — l'estero è molto abile in questo tipo di cose — che venivano a perdere di senso in quanto le ipotesi di una scalata o della costituzione di posizioni di controllo su questo titolo per il momento non avevano senso.

VINCENZO VISCO. Vorrei chiedere ai rappresentanti della CONSOB se siano in grado di darci qualche informazione su operazioni analoghe effettuate all'estero. Infatti, molto spesso in Italia si grida « al lupo » senza verificare se effettivamente il lupo esista e se sia o meno in grado di sbranare.

Approfitto dell'occasione per ringraziare il presidente Pazzi per la sua relazione assolutamente esauriente; la CONSOB ha avuto un comportamento corretto e ha fatto bene, in questo periodo in cui si sta discutendo della sua struttura futura, a non interferire sulle decisioni del Parlamento con determinazioni affrettate relative alla sede di Milano.

PRESIDENTE. Ringrazio nuovamente, anche a nome dei colleghi, il presidente Pazzi e gli altri rappresentanti della CONSOB per aver preso parte all'odierna seduta della Commissione.

**La seduta termina alle 16,30.**

---

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO  
STENOGRAFIA DELLE COMMISSIONI  
ED ORGANI COLLEGIALI

DOTT. LUCIANA PELLEGRINI CAVE BONDI

---

Licenziato per la composizione e la stampa  
dal Servizio Stenografia delle Commissioni  
ed Organi Collegiali alle 20.

---

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO