

dal listino evidenzia una riduzione delle società quotate, così come il numero dei titoli ammessi è inferiore a quello dei titoli revocati.

Tuttavia, da un'osservazione più approfondita dei singoli casi, sembra emergere un quadro meno negativo: per quanto concerne le revoche, se si escludono le offerte pubbliche di acquisto di carattere residuale (che si verificano a seguito di passaggi dei pacchetti di controllo, quando viene meno il requisito minimo di flottante) e le incorporazioni in altre società quotate, che riguardano il riassetto della struttura proprietaria e di controllo delle stesse, le società cancellate risultano essere solamente due.

Considerando i nuovi ingressi, invece, anche escludendo gli istituti bancari provenienti dal mercato Ristretto (Credito Agrario Bresciano e Banca Briantea) e che non conducono pertanto ad un vero e proprio ampliamento del listino, risulta un incremento di dodici società. Queste ultime possono essere ripartite fondamentalmente in tre tipologie, a seconda delle caratteristiche peculiari che ne hanno contraddistinto l'ingresso in borsa: imprese industriali di media dimensione (Ima, Brembo, Stayer, Bulgari, Crespi, La Doria, Pagnossin, Carraro), società riconducibili al settore pubblico (Tim ed Eni) e banche a carattere locale (Banca Carige, quotata a seguito dell'offerta pubblica di sottoscrizione effettuata nel dicembre 1994, e Banco di Desio).

Oltre alla rilevanza dell'impatto sulla capitalizzazione di borsa dell'Eni (la cui capitalizzazione di fine anno rappresentava circa il 14 per cento del totale), la novità di maggior rilievo riguarda proprio la quotazione di un numero considerevole di piccole e medie imprese industriali, che da lungo tempo non parevano più attratte dal nostro mercato azionario: dal 1990 al 1994 le società non finanziarie che si sono quotate in borsa non sono più di cinque e quasi tutte appartenenti al settore immobiliare.

Inoltre, le aziende si sono rivolte al mercato mobiliare nonostante l'andamento complessivamente negativo dei corsi dei titoli. La motivazione principale sottostante la scelta della quotazione non appare riconducibile, quindi, ad eventuali aspettative circa il positivo andamento, nel breve periodo, del mercato ma a decisioni strategiche

delle aziende medesime. In tal modo il prezzo di collocamento, riflettendo esclusivamente i reali contenuti patrimoniali delle imprese, è risultato, nella maggior parte dei casi, particolarmente vantaggioso per gli investitori.

Un ruolo non secondario può essere attribuito alla legge 8 agosto 1994, n. 489, recante disposizioni tributarie volte a favorire lo sviluppo dell'attività produttiva, con particolare riferimento agli articoli che si applicano alle società ammesse alla quotazione dei mercati regolamentati italiani.

L'art. 5, legge 489/94 prevede, per le società ammesse alle quotazioni di borsa o degli altri mercati regolamentati italiani, la riduzione dell'aliquota dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche di 16 punti percentuali. Per beneficiare di tale agevolazione, la cui applicazione è prevista per i tre periodi di imposta successivi a quello in corso alla data di entrata in vigore del decreto, sono richiesti i seguenti requisiti: ammissione alla quotazione nel periodo che va dalla data di entrata in vigore del decreto fino al 31 dicembre 1997; patrimonio netto, risultante dalla certificazione peritale richiesta per l'ammissione a quotazione, non superiore a 500 miliardi di lire; emissione di nuove azioni in percentuale non inferiore al 15 per cento del patrimonio netto della società.

Al riguardo, si osserva che tutte le società considerate, ad eccezione dell'Eni, soddisfano il requisito patrimoniale necessario per beneficiare degli incentivi fiscali sopra richiamati. Inoltre, in tutti i casi considerati l'ammissione a quotazione è avvenuta con emissione di azioni non inferiore al 15 per cento del patrimonio netto dell'emittente: in media, la sottoscrizione di nuove azioni ha riguardato il 28,3 per cento del patrimonio netto delle società in discorso.

Nel corso del 1995, le offerte di titoli finalizzate all'ammissione alla contrattazione continua sul sistema telematico delle borse valori sono state dieci, per un valore complessivo di oltre 7.000 miliardi di lire; inoltre, l'ingresso in borsa delle medesime società ha condotto a un incremento della capitalizzazione di borsa, calcolata al prezzo di offerta dei titoli, di quasi 44.000 miliardi.

Ovviamente, su tali valori assume un'incidenza particolarmente rilevante la parziale privatizzazione dell'Eni, avvenuta a fine novembre '95; escludendo l'impatto sul mercato di quest'ultima società, il valore complessivo delle offerte si riduce a circa 750 miliardi di lire, con un aumento della capitalizzazione di oltre 1.800 miliardi.

TAV. I.2

**STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ AMMESSE A
QUOTAZIONE NEL 1995**

SOCIETÀ	STRUTTURA PROPRIETARIA PRIMA DELL'OFFERTA		STRUTTURA PROPRIETARIA DOPO L'OFFERTA			
	AZIONISTI DI CONTROLLO	AZIONISTI CON PIÙ DEL 2%	AZIONISTI DI CONTROLLO	AZIONISTI CON PIÙ DEL 2%	TOTALE VECCHI AZIONISTI (1)	MERCATO
BANCO DI DESIO	58,5	18,0	50,0	15,4	85,5	14,5
IMA	61,4	28,9	51,0	4,7	56,0	44,0
BREMBO	65,34	29,1	56,9	11,8	72,0	28,1
STAYER	58,0	40,5	19,5	19,5	40,0	60,0
BULGARI	93,4	6,6	65,2	2,7	67,9	32,1
CRESPI	77,4	22,6	56,5	18,5	75,0	25,0
ENI	100,0	--	85,0	--	85,0	15,0
LA DORIA	100,0	30,0	70,0	--	70,0	30,0
PAGNOSSIN	90,0	10,0	45,0	5,0	50,0	50,0
CARRARO	79,9	20,1	57,3	7,0	64,3	35,7

Fonte: Prospetti informativi.

¹ Oltre agli azionisti che esercitano il controllo e a quelli che detengono più del 2 per cento del capitale sociale, la colonna include anche gli azionisti, preesistenti alla quotazione, che detengono quote minori al 2 per cento.

Un altro aspetto interessante riguarda l'evoluzione della struttura proprietaria delle società a seguito della diffusione tra il pubblico dell'azionariato (Tav. I.2): ad eccezione della società Stayer, a seguito delle offerte di collocamento, gli azionisti preesistenti nella compagine sociale hanno mantenuto, complessivamente, partecipazioni non inferiori al 50 per cento del capitale ordinario. Si consideri, al riguardo, che in

cinque casi sono presenti accordi tra gli azionisti, comunicati alla Consob ai sensi dell'art. 10, comma 4, legge 149/92 e successive modificazioni e integrazioni, che coinvolgono quote superiori al 50 per cento del capitale ordinario delle società: tali patti di sindacato sono relativi all'esercizio del diritto di voto, al trasferimento di azioni o alla preventiva consultazione.

Infine, per quanto concerne le offerte pubbliche di titoli non quotati, una particolare attenzione meritano le cinque operazioni aventi ad oggetto titoli esteri. In particolare, le quattro offerte di vendita rientravano nell'ambito delle privatizzazioni francesi ed hanno avuto ad oggetto azioni della Usinor-Sacilor SA, della Total SA, della Pechiney SA ed azioni cum warrant della Compagnie Des Machines Bull SA: tutte le offerte in questione erano rivolte a dipendenti ed ex-dipendenti e, nel caso della Total, anche agli amministratori italiani. L'offerta pubblica di sottoscrizione riguardava invece un prestito obbligazionario cum warrant emesso dalla società belga Uniwear SA.

Con riferimento a tali operazioni la Commissione ha proceduto al riconoscimento dei prospetti informativi pubblicati in Francia e in Belgio, secondo la procedura prevista dall'art. 1/18-sexies, legge 216/74, rilasciando il nullaosta alla pubblicazione in Italia del prospetto informativo straniero e di una nota integrativa contenente indicazioni sulle modalità di adesione all'offerta e sulle particolarità della tranche italiana dell'operazione.

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

Il collocamento di titoli quotati

La tavola al.3 presenta un quadro complessivo delle operazioni di collocamento di titoli quotati, o finalizzate all'ammissione a quotazione dei titoli, effettuate nel periodo 1990-95; sono incluse da un lato le offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione di titoli quotati, per le quali i soggetti offerenti hanno l'obbligo di depositare presso la Consob un prospetto informativo ai sensi della delibera 6430/92, dall'altro gli aumenti di capitale effettuati da società con titoli quotati sul sistema telematico delle borse valori e rivolti agli azionisti con la facoltà di esercitare il diritto di opzione, per i quali gli emittenti sono tenuti a depositare presso l'organo di controllo un documento informativo ai sensi della delibera 5553/91.

Si osserva che nel corso del 1995 l'ammontare complessivo delle offerte, in una

fase negativa della borsa valori italiana con riferimento all'andamento degli indici di prezzo, si mantiene su livelli sostenuti rispetto ai primi anni '90 (quasi 16.000 miliardi di lire). Si nota tuttavia una sensibile flessione rispetto al forte aumento che aveva caratterizzato il biennio 1993-94 (fase di crescita del ciclo borsistico); in particolare, rispetto al 1994, si è ridotto il numero di operazioni effettuate, classificate secondo la tipologia del titolo offerto (ordinario, privilegiato o di risparmio) e dei destinatari dell'offerta (pubblico, azionisti e investitori istituzionali), ma la dimensione media delle medesime è rimasta invariata e ben superiore rispetto ai primi anni del quinquennio esaminato.

La maggior parte delle operazioni si riferisce a operazioni di finanziamento con vincolo di capitale. Inoltre, circa il 70 per cento del valore complessivo dei titoli obbligazionari emessi nel 1995 risulta legato al comparto azionario da facoltà potenziali di conversione diretta o indiretta.

Con riferimento al comparto azionario, si osserva che le offerte esaminate riguardano prevalentemente titoli ordinari, mentre le emissioni di azioni di risparmio sono state solamente 2 per un controvalore complessivo di appena 32 miliardi (Tav. aI.4). Non si riscontrano emissioni di azioni privilegiate nel corso dell'anno, che peraltro sono state pochissime dal 1990 ad oggi.

La tavola aI.5 presenta informazioni riguardo l'entità media dei sovrapprezzi applicati, ponderata con il valore delle operazioni, rispetto al valore nominale dei titoli offerti. Si osserva come l'incidenza del sovrapprezzo sia costantemente più elevata nelle emissioni di azioni di risparmio; sui medesimi titoli nel 1995 sembra ridursi il divario tra prezzo di emissione e valore nominale, sebbene si tratti di operazioni di scarsa rilevanza dal punto di vista quantitativo e, quindi, di ridotta rappresentatività.

I destinatari delle offerte di collocamento, distinti tra pubblico (compresi i dipendenti del soggetto emittente se non individuati nominativamente), azionisti e investitori professionali, evidenziano una crescita del peso di quest'ultima categoria (Tav. aI.6).

Le offerte rivolte agli investitori professionali, sulla base dell'art. 4, comma 1, lett. a), delibera 6430/92 non sono considerate sollecitazioni del pubblico risparmio; tuttavia sono sempre più numerosi i casi in cui un'offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione viene rivolta in parte al pubblico e in parte a investitori istituzionali italiani e esteri (cosiddette offerte globali). Tale procedura è stata seguita, oltre che in occasione delle privatizzazioni, anche per la quotazione dei titoli di alcune società private. Nel corso del 1995 la maggior parte delle offerte ha comunque continuato ad essere rivolta agli azionisti (circa il 50 per cento del totale).

L'offerta al pubblico di quote e azioni di Oicvm

L'attività istruttoria svolta dalla Consob in ordine all'offerta al pubblico di quote e azioni di Oicvm di diritto italiano e Oicvm di diritto estero armonizzato ha dato luogo alla pubblicazione, complessivamente, di 354 prospetti informativi con un aumento pari ad oltre il 35 per cento rispetto ai 259 pubblicati nel corso del 1994. In particolare, i prospetti pubblicati riguardanti Oicvm di diritto nazionale sono stati 319 (con un incremento del 43 per cento rispetto all'anno precedente), mentre quelli concernenti Oicvm esteri armonizzati risultano pari a 35, confermando sostanzialmente il dato dell'anno precedente.

Si tratta di prospetti relativi all'offerta di quote e azioni di Oicvm, sia dell'aggiornamento integrale di prospetti già pubblicati, per effetto di modifiche apportate alla parte fissa. In particolare, i numerosi aggiornamenti di prospetti concernenti Oicvm italiani sono stati determinati in gran parte da mutamenti nella loro politica di investimento che ha privilegiato la specializzazione su determinati mercati o aree valutarie. Frequente è stata altresì la variazione del regime commissionale già esistente. Nel corso dell'anno sono state inoltre svolte numerose istruttorie relative alla sostituzione degli allegati mobili dei prospetti pubblicati con nuovi allegati aggiornati.

Merita anche di essere segnalato il rigetto, da parte delle autorità di vigilanza italiane, della prima istanza inoltrata, a norma del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 86, da un Oicvm estero non armonizzato per la commercializzazione in Italia di proprie quote.

Per ciò che attiene all'attività istruttoria avente ad oggetto iniziative pubblicitarie concernenti l'offerta di Oicvm italiani ed esteri armonizzati, sono stati esaminati 253 annunci pubblicitari (687 nell'anno precedente). Tale decremento è stato in parte determinato da una progressiva sistematizzazione delle iniziative pubblicitarie effettuate dai soggetti interessati all'attività di sollecitazione. In particolare, è stata frequente la predisposizione di rapporti periodici riportanti l'andamento dei fondi e dei mercati di riferimento.

Per quanto riguarda il quadro complessivo della presenza di Oicvm sul mercato italiano, al 31 dicembre 1995 ne risultano attivi 523 con un significativo incremento rispetto ai 410 operativi al 31 dicembre 1994.

In particolare, per quanto concerne gli Oicvm di diritto nazionale, risultano operativi 459 fondi comuni di investimento di tipo aperto, con un aumento del 30 per cento rispetto al dato dell'anno precedente (354).

La maggior parte dei fondi operativi presenta elevate caratteristiche di specializzazione per area geografica, per settori merceologici, per capitalizzazione delle società oggetto d'investimento, per propensione al rischio nonché per tipologie di sottoscrittori verso i quali si indirizza la sollecitazione. Di contro, può constatarsi la diminuzione percentuale dei fondi a vocazione globale presenti sul mercato. In particolare, i fondi bilanciati italiani ed esteri rappresentano una percentuale sempre più marginale del mercato.

La ricerca di una maggiore trasparenza informativa nel rapporto tra sottoscrittore e gestore ha dato luogo anche alla costituzione di fondi che tendono a replicare nella composizione del portafoglio l'indice del mercato di riferimento ovvero un *benchmark* composito. Per quanto concerne il rapporto fra numero di fondi e società di gestione,

i dati riportati nella tavola aI.8, a fronte di un numero di società di gestione sostanzialmente invariato, evidenziano il significativo aumento dei fondi gestiti da ogni singola società. Tale dato conferma la tendenza, già riscontrata nel corso dell'anno precedente, all'ampliamento del novero delle società che, nell'ottica della diversificazione e specializzazione dei prodotti offerti, gestiscono una vasta gamma di fondi. Sempre più significativa appare inoltre la presenza di gruppi esteri sul mercato italiano, tramite la costituzione di nuove società di gestione o l'acquisizione di soggetti già esistenti. Di rilievo, altresì, la tendenza ad operazioni di fusione tra società di gestione appartenenti ad un medesimo gruppo nell'ottica della razionalizzazione dell'operatività sul mercato.

Infine, il 1995 ha visto l'attivazione delle prime due società di investimento a capitale variabile di diritto italiano, nonché l'attivazione di tre fondi di investimento mobiliare di tipo chiuso.

Relativamente poi agli Oicvm di diritto estero armonizzati che commercializzano le proprie quote o azioni in Italia, occorre evidenziare come la maggior parte di essi (soprattutto quelli di diritto lussemburghese), continuano a caratterizzarsi per una struttura multicompartimentale in forza della quale il patrimonio gestito viene suddiviso in distinti comparti, ciascuno dei quali è connotato da una propria specifica politica di investimento e viene valorizzato in modo autonomo.

Nell'ambito della categoria degli Oicvm esteri armonizzati, è inoltre da segnalare l'ingresso di Sicav di diritto francese. Per quanto concerne il numero di tali organismi presenti sul mercato italiano, al 31 dicembre 1995 risultano operativi 59 organismi. Tale variazione appare di scarso rilievo se riferito ai 56 dell'anno precedente; occorre però sottolineare che, durante il 1995, nell'ambito di un disegno di razionalizzazione della struttura di un gruppo bancario svizzero, sono intervenute delle operazioni di fusione che hanno determinato il venir meno dell'autonoma presenza di 18 Oicvm, i quali sono confluiti in altrettanti comparti di altri Oicvm già attivi in Italia. Pertanto, anche per quanto riguarda la presenza degli Oicvm esteri armonizzati, si segnalano

numerosi nuovi ingressi. Detto incremento è di tutta evidenza ove si considerino, per gli Oicvm multicompartimentali, in modo autonomo i diversi comparti facenti capo al medesimo organismo.

In considerazione di quanto sopra, al 31 dicembre 1995, risultano commercializzati 357 organismi/comparti, contro i 185 dell'anno precedente, con un incremento superiore al 90 per cento.

L'attività regolamentare e interpretativa in materia di sollecitazione del pubblico risparmio

Nel corso del 1995, la Commissione ha provveduto a modificare il regolamento di cui alla delibera 6430/92, con riferimento allo schema-tipo di prospetto previsto per la pubblicizzazione di offerte concernenti quote di fondi comuni di investimento mobiliare di tipo aperto.

In particolare, nell'ipotesi in cui per più fondi gestiti dalla medesima società sia stato approvato dalla Banca d'Italia un regolamento di gestione unico, è stata consentita la predisposizione di un unico prospetto informativo, in luogo della pubblicazione di un distinto prospetto per ciascun fondo. La previsione dell'obbligo di pubblicazione di un prospetto distinto per ciascun fondo gestito dalla medesima società, che costituiva prassi consolidata sin dall'avvio dei primi fondi mobiliari aperti, aveva l'obiettivo di assicurare compattezza ed omogeneità all'informazione e trovava fondamento nella normativa comunitaria di riferimento.

Peraltro, da un confronto di esperienze e di opinioni con altri paesi europei è emerso che in molti Stati membri già da tempo veniva consentita la pubblicazione di un prospetto unico. Quindi, alla luce dei predetti orientamenti a livello comunitario e dell'evoluzione del settore dei fondi, nonché del maggior grado di consapevolezza del pubblico dei risparmiatori, si è ritenuto che la pubblicazione in un unico prospetto di dati e notizie afferenti più fondi, connotati da un grado di omogeneità tale da

consentire l'adozione di un regolamento di gestione comune, non contrasti con l'esigenza di una chiara e corretta informazione.

Nel prospetto unico devono comunque risultare, distintamente evidenziate, le specificità di ciascun fondo. A tal fine, è stata prevista la possibilità di riportare i dati e le notizie caratterizzanti i singoli fondi oggetto dell'offerta all'interno di un apposito allegato al prospetto informativo.

Con riferimento al processo di privatizzazione, nel corso del 1995, l'effettuazione dell'offerta Eni, realizzata mediante la procedura prevista dall'art. 19-*bis* del vigente regolamento Consob disciplinante l'ammissione alla quotazione di borsa, ha fornito l'occasione sia per verificare operativamente i principi elaborati nel corso delle precedenti operazioni di privatizzazione, sia per intervenire, in via di prassi, al fine di consentire il massimo livello di adattamento delle norme esistenti alle concrete esigenze del caso in esame.

Più specificamente, l'innovazione più significativa introdotta in relazione all'offerta di vendita delle azioni Eni è stata rappresentata dalla previsione di modalità di adesione all'offerta stessa del tutto peculiari. L'esigenza di utilizzare modalità di adesione diverse da quelle previste dal Regolamento vigente è sorta in virtù della constatazione - già rilevata nelle offerte Comit, Credit, Imi e Ina - della presenza di un elevato numero di adesioni dei risparmiatori rispetto alla quantità di titoli offerti, e della conseguente necessità di dover procedere al riparto secondo quanto previsto dall'art. 16 della delibera 6430/92 per il caso in cui non sia possibile attribuire neanche il lotto minimo a ciascun sottoscrittore. Ciò ha comportato il verificarsi di numerosi problemi sia in ordine alla gestione da parte dei collocatori della raccolta delle adesioni nei due giorni di durata dell'offerta, sia con riferimento al controllo della regolarità dei meccanismi di riparto.

Per ovviare alle suddette difficoltà, garantendo al contempo un più ordinato procedimento di raccolta delle sottoscrizioni, è stata proposta, nell'ambito dell'offerta ENI, una nuova modalità di adesione all'offerta, costituita dal "mandato di acquisto". In sostanza, il risparmiatore ha avuto la possibilità di aderire all'offerta in questione, oltre che mediante la sottoscrizione del modulo di adesione durante il periodo di offerta, anche attraverso il conferimento ad uno

dei collocatori incaricati - in un periodo antecedente l'inizio dell'operazione - di un mandato speciale a presentare, in nome e per conto del cliente, domanda di adesione all'offerta medesima. Detto mandato ha costituito, al pari del modulo di adesione, parte integrante del prospetto informativo e della nota informativa sintetica relativi all'operazione. La circostanza che la raccolta dei mandati fosse effettuata nel periodo immediatamente precedente l'inizio dell'offerta e in assenza dell'indicazione del prezzo definitivo della stessa ha reso necessaria la previsione della possibilità di revocare il mandato stesso, con le modalità specificamente descritte nel prospetto informativo e nella nota informativa sintetica, in un giorno prestabilito, successivamente alla fissazione del prezzo definitivo in questione, ma anteriormente all'inizio del periodo di offerta. Sono state altresì modificate le modalità di presentazione dei mandati di acquisto da parte dei collocatori. Infatti detti mandati si sono considerati presentati convenzionalmente alle ore 9 del giorno di inizio dell'offerta, indipendentemente sia dalla data di rilascio da parte del risparmiatore, sia dal momento di effettivo inserimento nel corso dell'offerta da parte dei collocatori mandatarî. La previsione di tali peculiari modalità di adesione ha reso poi necessaria l'utilizzazione quale criterio di riparto aggiuntivo rispetto a quelli previsti dall'art. 16, comma 3, delibera 6430/92, del criterio di estrazione a sorte. La circostanza che tutti i mandati di acquisto, come sopra rappresentato, dovessero essere considerati convenzionalmente presentati alla medesima ora ha reso infatti indispensabile la previsione, nell'ipotesi in cui il quantitativo di azioni richiesto tramite i predetti mandati fosse tale da non consentire l'assegnazione di almeno un lotto minimo a ciascuno dei richiedenti, di un criterio di riparto diverso da quello cronologico, criterio che è stato per l'appunto individuato nell'estrazione a sorte. Pertanto, anche qualora l'adesione all'offerta fosse avvenuta mediante lo strumento del mandato di acquisto, che come evidenziato comportava l'inserimento delle sottoscrizioni all'inizio del periodo di offerta, non sarebbe stata garantita l'effettiva assegnazione a tutti gli aderenti delle azioni richieste.

2. L'INFORMATIVA SOCIETARIA

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

Nel corso del 1995 sono state inviate alla Consob 1.423 comunicazioni concernenti l'assunzione o le variazioni rilevanti di partecipazioni in società quotate e 7.411 comunicazioni riguardanti partecipazioni di società quotate in non quotate. È interessante notare come la variazione dell'azionariato nel corso dell'anno abbia riguardato la quasi totalità delle società quotate. In media, nel corso dell'anno, la

struttura proprietaria delle società quotate si è modificata in maniera rilevante quasi sette volte. Questo dato induce a prestare una particolare attenzione alle condizioni in cui si verificano tali passaggi di pacchetti azionari, al fine di coglierne gli aspetti più rilevanti.

La Consob, utilizzando le comunicazioni di cui all'art. 5/1, legge 216/74, ha effettuato un'indagine su un campione di 134 società quotate sul mercato ufficiale (su un totale, a fine '95, di 221). Le società costituenti il campione sono state selezionate secondo un criterio dimensionale (le prime 100 per capitalizzazione) e uno basato sull'assetto proprietario (tutte le società per le quali non si sono riscontrate partecipazioni superiori al 50 per cento del capitale ordinario). In termini di capitalizzazione le società così selezionate rappresentano oltre il 97 per cento del totale.

Il numero medio di azionisti con partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale ordinario nelle società quotate è pari a circa 4 (si consideri che, rispetto alle comunicazioni inviate, si è provveduto ad aggregare le partecipazioni direttamente o indirettamente riconducibili al medesimo soggetto). Se si distinguono le società quotate a seconda della presenza o meno di una partecipazione superiore al 50 per cento del capitale ordinario, si osserva che nelle società controllate di diritto sono presenti mediamente circa 3 soci mentre, nelle altre la media è pari a quasi 6 azionisti per società.

La maggiore presenza di partecipazioni rilevanti nelle società non controllate di diritto può essere collegata alla maggiore rilevanza strategica che esse possono assumere nella determinazione degli assetti di controllo.

In media, la quota detenuta dall'azionista o dal patto di controllo, o in assenza dall'azionista di maggioranza relativa, è superiore al 50 per cento del capitale votante, mentre considerando le quote in possesso dei primi tre azionisti si supera il 60 per cento. Questi dati confermano l'elevata concentrazione della struttura proprietaria delle società quotate in Italia, il cui modello di controllo prevalente risulta essere di tipo proprietario e, nella maggior parte dei casi, nelle mani di un solo azionista che possiede più del 50 per cento del capitale ordinario. In particolare, si osserva che il controllo di diritto caratterizza circa il 60 per cento della capitalizzazione totale di borsa, mentre per un ulteriore 20 per cento si individua una forma di controllo, ai sensi della normativa vigente, con una quota inferiore alla metà del capitale ordinario ma comunque elevata (superiore al 40 per cento). Solo per il restante 20 per cento della capitalizzazione complessiva non

è possibile, con gli attuali strumenti normativi, individuare un soggetto controllore: tuttavia, si tratta in molti casi di banche popolari o di società recentemente privatizzate o privatizzande per le quali lo statuto prevede l'esistenza di tetti al possesso massimo detenibile da un'unico soggetto.

A tali risultati si giunge prendendo in considerazione, come accennato, le quote vincolate dai patti di sindacato rilevanti ai sensi della citata legge Opa. Se infatti si considerano esclusivamente le partecipazioni che direttamente o indirettamente fanno capo al medesimo soggetto, la quota di pertinenza del primo azionista è in media pari a circa il 45 per cento del capitale ordinario. L'importanza crescente che vanno assumendo le forme di controllo di tipo coalizionale induce a prestare una particolare attenzione alla presenza e all'evoluzione nel tempo delle partecipazioni rilevanti, tanto più se sono nella condizione di giocare un ruolo determinante nell'attribuzione del controllo.

Un altro aspetto interessante riguarda il grado di diffusione tra il pubblico dell'azionariato delle società quotate, misurato istituzionalmente dal flottante così come definito dal regolamento Consob per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori (art. 9, delibera 4088/89 e successive modificazioni e integrazioni). In base a tale norma la "sufficiente diffusione" si presume realizzata qualora i titoli siano ripartiti tra il pubblico per almeno il 25 per cento del capitale con diritto di voto e il numero di azionisti sia non inferiore a 500. In media, la diffusione dell'azionariato riguarda circa il 40 per cento del capitale ordinario di ciascuna società quotata. Tale quota scende al 37 per cento se si considerano esclusivamente le società a controllo individuato; con riferimento a queste ultime società, in base alla normativa vengono considerate nel flottante anche le partecipazioni comprese tra il 2 e il 10 per cento del capitale: escludendo anche queste partecipazioni, per le sole società a controllo individuato, risulta che il complesso di partecipazioni non rilevanti, quindi inferiori al 2 per cento, ammonta in media appena al 29,6 per cento del capitale votante.

L'attività di controllo sulla documentazione relativa alle assemblee straordinarie

Nel corso del 1995, le assemblee sociali riunite in sede straordinaria sono state convocate per assumere, principalmente, delibere in merito a proposte di aumento del capitale sociale e di approvazione di progetti di fusioni e di scissioni (Tav. aI.15). Le

riferite assemblee sono state indette, altresì, per deliberare su proposte di modifica della denominazione sociale, di cambiamento dell'oggetto sociale nonché di emissioni di prestiti obbligazionari.

Gli aumenti di capitale deliberati nel corso dell'anno di riferimento sono stati pari a 7.551 miliardi di lire, con una diminuzione del 56 per cento rispetto all'anno precedente (nel 1994 gli aumenti di capitale deliberati erano risultati pari a 17.350 miliardi di lire). Tale decremento ha riguardato solo gli aumenti di capitale a pagamento (passati dai 16.959 miliardi di lire del 1994 ai 7.147 del 1995); gli aumenti di capitale in forma gratuita hanno registrato una leggera variazione positiva, passando da 391 a 404 miliardi di lire.

I sovrapprezzi richiesti sugli aumenti di capitale a pagamento sono stati pari a circa 1.600 miliardi di lire, con una riduzione del 72 per cento rispetto al medesimo ammontare riferito al 1994 (5.700 miliardi). La domanda complessiva di mezzi finanziari effettuata dalle società quotate, suddivisa fra aumenti di capitale a pagamento (8.780 miliardi, pari all'84 per cento della domanda complessiva di nuovi mezzi finanziari) ed emissioni di prestiti obbligazionari pari a 1.656 miliardi, corrispondenti al 16 per cento del totale) è risultata pari a 10.436 miliardi di lire.

In particolare, per quanto concerne le emissioni di obbligazioni, esse hanno riguardato prevalentemente i prestiti obbligazionari convertibili per lire 139 miliardi e i prestiti obbligazionari convertibili con abbinati *warrant* (fattispecie non presente tra le delibere adottate dalle società quotate nel corso del 1994). Tali emissioni hanno portato ad una raccolta di 1.107 miliardi, pari al 67 per cento dell'ammontare complessivo delle riferite emissioni obbligazionarie.

Sempre nel corso del 1995 si è avuto un sensibile incremento delle operazioni di fusione deliberate da società quotate (si è passati da 27 operazioni deliberate nel 1994 a 37 del 1995). Le motivazioni sottostanti alla realizzazione delle fusioni sono riconducibili prevalentemente all'esigenza di pervenire ad assetti organizzativi più razionali, attraverso la creazione di sinergie derivanti dall'integrazione delle attività di

carattere produttivo, commerciale e finanziario, ovvero eliminando società controllate le cui funzioni risultavano esaurite. Altre delibere di fusione invece hanno avuto il fine di realizzare concentrazioni di attività creditizie nel comparto bancario.

Fra le operazioni più rilevanti avvenute nel corso dell'anno di riferimento si segnala la fusione mediante incorporazione della società Partecipazioni Finanziarie e Industriali Spa (le cui azioni erano quotate in Borsa) nella Santavaleria Finanziaria Spa. Con tale operazione, e a seguito della perdita del ruolo di holding da parte della Partecipazioni, gli amministratori hanno inteso eliminare sovrapposizioni fra le due società, creando i presupposti per una migliore chiarezza e trasparenza del gruppo nei confronti del mercato. Agli azionisti convocati in assemblea, nonché a tutti i soggetti interessati, gli amministratori hanno messo a disposizione un documento informativo sui termini e sulle modalità del progetto fusione. A seguito di tale operazione Santavaleria Finanziaria ha modificato la denominazione sociale in "Santavaleria-società di partecipazioni industriali Spa".

Altra operazione di fusione ha riguardato la società Europa Metalli-LMI Spa che è stata incorporata dalla società capogruppo SMI-Società Metallurgica Italiana Spa. L'operazione si inquadra nell'ambito di un ampio programma di ristrutturazione organizzativa e finanziaria del gruppo. Infatti, con la fusione e a seguito dello scorporo della propria attività industriale da parte di Europa-Metalli LMI - mediante conferimento ad altra società del gruppo - è stato evitato che si verificassero duplicazioni di ruoli e di funzioni nell'ambito del gruppo. L'operazione, in sostanza, è servita ad attuare una diversa organizzazione societaria, mediante la realizzazione di un'unicità nella gestione delle aziende industriali del gruppo nonché a rafforzare la struttura finanziaria della SMI-Società Metallurgica Italiana Spa. Per effetto della citata fusione, agli azionisti di Europa Metalli LMI è stato concesso, ai sensi dell'art. 2437 c.c., il diritto di recesso, atteso che l'oggetto sociale della società incorporante (finanziaria) risultava diverso da quello dell'incorporata (industriale). Anche per tale operazione, tenuto conto che le società interessate alla fusione erano quotate, gli amministratori hanno predisposto e reso pubblico un documento informativo sull'operazione.

Di rilievo è inoltre la fusione deliberata dalla società quotata Fondiaria Spa, con la quale quest'ultima ha incorporato le due società controllate, anch'esse quotate, la Fondiaria Assicurazioni Spa e la Compagnia Latina Assicurazioni Spa nonché altre società controllate: La Fenice Ri. Spa, Fimedit Srl, Cerfin Srl, Fimea-Finanziaria Medica Assicurativa Srl, GAF-Gestioni Alberghi Firenze Srl e la Monte Albano Finanziaria Srl. A seguito dell'operazione di fusione, Fondiaria Spa ha assunto la denominazione sociale "La Fondiaria Assicurazioni Spa". Tale operazione, comunicata e sottoposta alla preventiva approvazione dell'Isvap, si inquadra in un ampio progetto di concentrazione delle attività del gruppo volto a riaffermare la centralità della propria vocazione assicurativa. Inoltre, nell'ambito di tale operazione è stato deliberato di attribuire al Consiglio di amministrazione la delega per eseguire un aumento di capitale riservato agli azionisti. La proposta trova ragione nell'opportunità di far partecipare all'operazione sul capitale anche gli azionisti terzi delle società incorporate nonché nell'esigenza di rafforzare la struttura patrimoniale e finanziaria della nuova entità societaria.

Si segnala inoltre la fusione per incorporazione con la quale la Ferruzzi Finanziaria Spa ha incorporato alcune società controllate (Fenicia Spa, Finisvim Spa, Andromaca Srl, Ferruzzi Finance Spa, Musa Srl, Siklon Spa, Sival Srl e Vesta Spa) nonché le società quotate Gaic Spa e Isvim Spa. Con tale operazione, che era prevista dal piano di semplificazione della struttura societaria del gruppo, gli amministratori hanno inteso rendere più diretta la partecipazione

della capogruppo Ferruzzi Finanziaria nelle società ove erano presenti le attività produttive, realizzando economie nei costi di funzionamento ed eliminando gli intrecci connessi ai rapporti finanziari tra società appartenenti allo stesso gruppo. Nell'ambito della medesima fusione, gli azionisti di Gaic hanno potuto esercitare il diritto di recesso in quanto gli stessi avrebbero ricevuto azioni della Ferruzzi Finanziaria il cui oggetto sociale, ancorché esso pure finanziario, risultava parzialmente diverso rispetto a quello della loro società. Gli amministratori hanno predisposto e messo a disposizione degli azionisti e del pubblico un documento informativo sull'operazione.

Infine, è opportuno segnalare l'operazione di fusione per incorporazione con la quale il Credito Romagnolo Holding ha incorporato il Credito Romagnolo Spa e la Carimonte Banca Spa. L'operazione in questione ha assunto particolare rilievo in quanto il Credito Italiano, nel corso del 1995, a seguito di una operazione di Opa e successivo rilancio, ha acquisito il controllo del Credito Romagnolo Holding coadiuvato nella riferita offerta pubblica dalla Carimonte Banca. La fusione ha consentito al Credito Italiano di assumere la veste di società capogruppo delle predette società e ha permesso, attraverso la nascita di tale concentrazione bancaria, di realizzare una realtà creditizia fortemente radicata nel territorio di origine delle società oggetto della fusione. A seguito della riferita operazione la denominazione sociale è stata modificata in "Rolo Banca 1473".

Per quanto riguarda le operazioni di scissione (nel corso del 1995 sono state adottate 3 delibere) esse hanno avuto lo scopo di realizzare uno snellimento delle strutture organizzative ed un rafforzamento delle potenzialità competitive delle società interessate.

In particolare, si richiama l'attenzione sull'operazione di scissione parziale deliberata dalla Telecom Italia Spa, con la quale è stato trasferito il ramo d'azienda relativo ai servizi di telecomunicazioni mobili ad una società di nuova costituzione: la Telecom Italia Mobile Spa. Con tale operazione, che rappresenta l'ultima tappa del processo di riassetto del settore delle telecomunicazioni avviatosi con l'emanazione della legge 29 gennaio 1992, n. 58, gli amministratori (in esecuzione di disposizioni normative ed in attuazione di scelte industriali) si sono posti l'obiettivo di far nascere uno dei più rilevanti operatori di servizi di telecomunicazioni a livello mondiale.

Di rilievo è inoltre la scissione parziale con la quale è stata separata dalla SME-Società Meridionale Finanziaria Spa la partecipazione Autogrill, detenuta nel settore della ristorazione e nella sua attribuzione ad una nuova società denominata Finanziaria Autogrill Spa. Giova ricordare che, con l'avvio del processo di privatizzazione della SME, è stata deliberata una prima scissione, realizzata nel 1993, che ha determinato la separazione delle attività industriali da quelle della distribuzione e della ristorazione. Nel corso del 1995, gli amministratori, in considerazione dell'evoluzione strutturale del gruppo, hanno posto in primo piano l'esigenza di rivedere l'assetto organizzativo. Pertanto sono state separati i due settori, in modo da configurare due entità giuridicamente indipendenti e completamente autonome sotto il profilo gestionale. In sostanza, tale soluzione è stata ritenuta, sul piano operativo, più vantaggiosa rispetto ad una ipotesi di totale integrazione, così come, sul piano strategico, la separazione delle attività del gruppo, è stata giudicata più favorevole ai piani di sviluppo dei due comparti.

Per quanto riguarda l'attività di vigilanza sull'informativa che le società quotate sono tenute a fornire in occasione delle assemblee straordinarie, solo in un caso gli amministratori hanno manifestato opposizione, rappresentando alla Commissione il