

CAMERA DEI DEPUTATI

Doc. XXVIII
N. 1

RELAZIONE

SULL'ATTIVITÀ DELLA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB) (1995)

*(Articolo 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216, modificato dall'articolo 1
della legge 4 giugno 1985, n. 281)*

***Presentata dal Ministro del tesoro
(CIAMPI)***

Trasmessa alla Presidenza il 28 giugno 1996

PAGINA BIANCA

INDICE

Osservazioni del Ministro del tesoro sulla relazione della Consob per l'anno 1995	Pag.	7
A) — LE LINEE PROGRAMMATICHE	»	17
B) — L'ATTIVITÀ ISTITUZIONALE	»	39
I — <i>Le società quotate</i>	»	41
1. La sollecitazione del pubblico risparmio e il collocamento di titoli quotati	»	41
2. L'informativa societaria	»	59
3. L'informativa, la correttezza e la revisione contabile	»	65
II — <i>I mercati</i>	»	82
1. Il controllo sulla regolarità degli scambi e l'uso di informazioni riservate	»	87
2. Gli interventi sul mercato	»	89
3. Le procedure di liquidazione ed il sistema di riscontro e rettifica giornalieri	»	98
4. L'attività di delega al Consiglio di borsa ...	»	100
III — <i>Gli intermediari mobiliari</i>	»	103
1. L'attività di vigilanza e i controlli sugli intermediari	»	103
2. L'attività regolamentare e interpretativa	»	116
3. Le attività di intermediazione mobiliare	»	124
4. L'evoluzione della struttura del settore	»	130

IV — <i>L'attività della Consob in sede giurisdizionale</i>	Pag.	137
1. La giurisdizione amministrativa	»	140
2. La giurisdizione civile e penale	»	145
V — <i>La cooperazione internazionale</i>	»	148
1. L'Unione europea	»	148
2. La Iosco	»	152
3. L'attività in ambito Ocse	»	155
4. Gli accordi con le autorità straniere	»	155
C) — LA GESTIONE FINANZIARIA E L'AMMINISTRAZIONE	»	157
VI — <i>Il bilancio e l'organizzazione</i>	»	159
1. La gestione finanziaria	»	159
2. L'organizzazione e il personale	»	162
3. L'attività di controllo interno	»	163
4. La trasparenza amministrativa e i provvedimenti attuativi adottati dalla Consob	»	164
D) — APPENDICE STATISTICA	»	169
Indice delle tavole	»	171
Tavole statistiche	»	175
Note metodologiche	»	233

RELAZIONE
SULL'ATTIVITÀ DELLA COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)

PAGINA BIANCA

OSSERVAZIONI DEL MINISTRO DEL TESORO SULLA RELAZIONE DELLA CONSOB PER L'ANNO 1995

Il 1995 è stato, per il mercato mobiliare italiano, un anno di transizione: a fronte della persistente debolezza complessiva, non mancano dei segnali che lasciano presagire un'evoluzione quantitativa e qualitativa coerente con le esigenze dello sviluppo del nostro sistema produttivo e della competizione internazionale.

Giustamente la CONSOB sottolinea le perduranti carenze della nostra borsa, la quale appare notevolmente sottodimensionata e non abbastanza competitiva.

Peraltro, occorre rilevare con grande favore l'avvenuto incremento delle ammissioni a quotazione di imprese medio - piccole.

Si tratta di un fenomeno che, pur essendo ancora limitato sotto il profilo quantitativo, è nondimeno assai significativo come indice di una netta inversione di tendenza, anche perché risponde a motivazioni di tipo strategico.

E' ragionevole immaginare che le imprese italiane, spinte dalla necessità di competere in mercati sempre più concorrenziali, modificheranno progressivamente il proprio consolidato atteggiamento, caratterizzato da una scarsa propensione alla raccolta di capitale di rischio.

Il legislatore e le autorità di settore hanno il compito di assecondare questo processo, mediante interventi che agiscano sull'offerta e sulla domanda di titoli rappresentativi di capitale di rischio, nonché sulla trasparenza e sulla struttura organizzativa del mercato mobiliare.

Anche le privatizzazioni stanno dando un contributo significativo allo sviluppo del mercato azionario. Il volume di titoli collocati presso il pubblico dei risparmiatori è infatti molto consistente sia in termini percentuali sia in termini assoluti; e questo nonostante si sia dovuto tener conto - nella scelta tra diffusione dell'azionariato e collocamento privato - di una serie di fattori che hanno richiesto difficili valutazioni comparative.

In questo contesto, è indispensabile che le preferenze degli investitori si adeguino progressivamente alle esigenze poste dalla trasformazione della struttura finanziaria delle imprese, orientandosi verso l'investimento azionario.

A tal fine sarà decisivo l'apporto che scaturirà dall'entrata a regime dei fondi pensione. In vista di questa importante scadenza, il Ministero del tesoro sta lavorando alla predisposizione della normativa di attuazione della relativa legge istitutiva per gli aspetti riguardanti la gestione e gli impieghi del patrimonio.

Le argomentazioni della CONSOB in merito ai criteri per gli investimenti dei fondi pensione vanno senz'altro condivise. È infatti auspicabile, alla luce dell'evoluzione in atto nei sistemi più progrediti, l'adozione di un modello di regolamentazione di tipo liberale-prudenziale, che contemperi in maniera adeguata le esigenze di sicurezza e di redditività degli investimenti dei fondi e consenta altresì a questa nuova categoria di investitori istituzionali di fare da volano per la crescita del mercato mobiliare. In tale ottica, è da ritenersi inadeguata una regolamentazione basata esclusivamente sulla predeterminazione di limiti quantitativi alle diverse categorie di investimenti.

E' indubbio che la disciplina della previdenza complementare non deve trascurare le cautele per una corretta e oculata gestione delle risorse raccolte dai fondi così da fronteggiare adeguatamente gli impegni assunti, ma è pure vero che, di fronte alla prospettiva di politiche di investimento che privilegiano titoli rappresentativi di capitale di rischio trattati nei mercati regolamentati, trova più spazio la crescita dell'offerta di tali titoli con prevedibili effetti benefici su tutto il sistema. La possibilità di una sufficiente diversificazione degli impieghi stimolerà anche l'articolazione dei fondi e lo sviluppo di gestioni dinamiche volte a conseguire buoni rendimenti.

Le residue "resistenze" delle imprese e degli investitori nei confronti della borsa potranno poi essere superate soltanto rendendo efficienti e competitive le strutture del mercato e riformando il diritto societario secondo principi coerenti con le esigenze di tutela dell'azionariato di minoranza.

In tale contesto, il recepimento della direttiva "Eurosif" costituisce un atto di decisiva importanza e nella presente occasione lo spazio maggiore sarà quindi concesso all'illustrazione dei passi fondamentali dell'evoluzione normativa in corso..

Il testo del decreto legislativo recentemente approvato dal Consiglio dei ministri

in prima lettura costituisce, a un tempo, un punto di arrivo e un punto di partenza.

Costituisce un punto di arrivo, perché tiene conto dell'evoluzione del nostro sistema finanziario nel corso degli ultimi anni, dell'esperienza delle SIM con le sue luci e le sue ombre, dei risultati delle elaborazioni teoriche più avanzate, del confronto con i sistemi esteri.

Rappresenta inoltre un punto di partenza, in considerazione degli sviluppi innovativi che sarà lecito attendersi sulla base di un impianto normativo che riconosce agli operatori un'ampia autonomia.

Con riferimento, in primo luogo, alla disciplina dell'attività e delle imprese di investimento, il decreto accoglie una impostazione decisamente innovativa, diretta sia ad ampliare le capacità operative degli intermediari, sia a rendere più snelli e nel contempo più efficaci i presidi di vigilanza.

Particolare risalto è stato dato alla flessibilità, mediante numerosi rinvii a norme secondarie. La previsione di poteri normativi in capo al ministro del tesoro risponde a finalità di garanzia, anche in considerazione degli aspetti procedurali: il potere normativo del ministro si esercita mediante regolamenti sottoposti al previo parere del Consiglio di stato, alla stregua delle norme vigenti.

Le novità introdotte in materia di attività di intermediazione sono particolarmente rilevanti sotto il profilo sistematico.

Alcune di esse costituiscono diretta e vincolata attuazione delle previsioni comunitarie e sono già state oggetto di attente analisi in ordine all'impatto atteso sul sistema: basti pensare all'accesso diretto delle banche ai mercati regolamentati e alla piena attuazione della libertà di stabilimento e della libera prestazione di servizi in base al mutuo riconoscimento.

Altre previsioni sono volte, oltre che a recepire le disposizioni comunitarie, a ridisegnare il sistema dell'intermediazione secondo linee innovative.

Innanzitutto, va sottolineata la nuova ampia definizione dell'oggetto sociale delle SIM. Analogamente a quanto già previsto per le banche, e in conformità all'impostazione aperta accolta dalla direttiva comunitaria e vigente nella maggior parte dei paesi dell'Unione Europea, alle SIM sarà consentito lo svolgimento di altre attività finanziarie oltre a quelle tipiche di intermediazione mobiliare. In questo modo, la sfera

di operatività delle imprese di investimento verrà sottratta a una previa delimitazione legislativa o regolamentare e sarà rimessa all'autodeterminazione degli operatori, ferme restando le riserve previste dall'ordinamento per determinate attività (p.es. la riserva dell'attività di gestione di patrimoni "in monte" alle società di gestione di fondi comuni di investimento).

Un'altra scelta significativa va individuata nella nuova qualificazione dell'attività di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari come attività accessoria, non più riservata agli intermediari autorizzati.

Ovviamente si ha presente il rischio dell'abusivo esercizio - sotto le mentite spoglie della consulenza - di attività riservate, come la gestione di portafogli, la raccolta di ordini, la mediazione. Pur tuttavia, non sarebbe corretto assoggettare a riserva l'attività di consulenza in funzione dell'esigenza di prevenire lo sviluppo di attività anomale: a tal fine è da ritenersi maggiormente idonea, nonché sufficientemente dissuasiva, la sanzione penale prevista per i casi di abusivismo.

Per quanto concerne le attribuzioni delle autorità, il decreto fissa con precisione le finalità e i parametri di riferimento dell'intera attività di vigilanza. Inoltre, esso individua gli ambiti dei poteri di vigilanza cd. "regolamentare" rispettivamente spettanti alla Banca d'Italia e alla CONSOB, conseguentemente attribuendo, in quei medesimi ambiti, i poteri di vigilanza operativa.

Nel quadro della normativa attinente alla stabilità dell'intermediario, è opportuno richiamare la previsione di sistemi di monitoraggio delle fonti di finanziamento del gruppo di appartenenza dell'intermediario, che non sia soggetto alla vigilanza consolidata. Questa soluzione, peraltro, pur essendo conforme alla disciplina comunitaria vigente, riveste in pratica carattere transitorio: essa dovrà essere rivista alla luce del ripensamento dell'intera problematica della vigilanza consolidata, tuttora in corso nelle competenti sedi internazionali.

Particolare importanza riveste il complesso delle disposizioni dirette ad assicurare pienamente - anche mediante l'impiego della sanzione penale - la separazione giuridica e materiale dei beni di pertinenza della clientela, oltre che a rafforzare la tutela dei diritti degli investitori anche nella fase della procedura

concorsuale.

Riguardo alla disciplina della gestione di patrimoni si segnalano due innovazioni di rilievo: la possibilità, per il gestore, di sub-delegare a terzi l'esecuzione dell'incarico, nonché la facoltà di derogare al divieto di contrarre obbligazioni che impegnino il cliente oltre il limite del patrimonio gestito. Si tratta di un notevole ampliamento di possibilità operative, diretto a consentire una gestione più efficiente dei portafogli dei clienti, senza peraltro intaccare né la peculiare connotazione di questa attività né la connessa responsabilità professionale dell'intermediario.

Si è altresì attribuito al ministro del tesoro il potere di definire i limiti e le modalità del voto per delega inerente agli strumenti finanziari in gestione. Ciò al fine di assicurare un livello minimo di coerenza della regolamentazione nell'ambito del sistema dell'intermediazione mobiliare, in attesa di un ulteriore organico intervento legislativo.

La disciplina dell'offerta fuori sede e dei promotori finanziari è stata ridefinita sulla base di principi di semplificazione. Tale attività viene configurata non come autonomo servizio di investimento, bensì come modalità della prestazione di un servizio di investimento già autorizzato in base alle regole sue proprie; agli organismi di investimento collettivo e ai fondi pensione viene consentito di collocare direttamente i propri prodotti.

Alla disciplina dell'offerta fuori sede è connessa la materia dei promotori finanziari. E' parso ragionevole demandare alla normativa secondaria la definizione dei requisiti di accesso all'albo, in considerazione della complessità delle relative valutazioni. In tale contesto, la previsione di prove valutative non deve necessariamente rappresentare l'unica modalità di accertamento del requisito di professionalità.

Anche la normativa sulle SIM in materia di crisi e sanzioni è profondamente innovativa. Essa scaturisce da un'attenta considerazione dell'esperienza maturata e risponde alla necessità di rafforzare il quadro delle misure di tutela dei risparmiatori nelle situazioni patologiche.

Infatti la realtà di questi ultimi anni, con riferimento specifico ai numerosi casi di sospensione e cancellazione di società, ha messo in luce due esigenze fondamentali: quella di prevenire ed individuare tempestivamente i comportamenti irregolari e quella

di evitare che i risparmiatori perdano la concreta possibilità di recuperare i propri valori affidati all'intermediario, circostanze queste che costituiscono una seria minaccia all'immagine dei nostri operatori.

A questo riguardo basta leggere i dati riportati nella relazione per verificare che nel 1995 è stato ancora alto il numero degli intermediari colpiti dalle sanzioni pecuniarie, ma ancora di più sono stati quelli assoggettati a provvedimenti interdittivi quali la sospensione e la cancellazione. In tal modo la CONSOB ha continuato l'opera di controllo volta a ripulire il mercato e a tentare di prevenire i comportamenti scorretti che, soltanto se bloccati in tempo, non provocano effetti disastrosi.

Allorché la tempestività è stata carente si sono verificate insolvenze che hanno congestionato il Fondo nazionale di garanzia, già gravato dei casi verificatisi negli anni precedenti, neutralizzando temporaneamente lo strumento previsto dal legislatore per risarcire in parte i risparmiatori coinvolti nelle crisi degli intermediari, con la conseguenza che occorrerà attivare una contribuzione suppletiva a carico degli altri intermediari per risanare gradualmente la situazione.

Proprio a tal fine, vengono introdotte per le SIM le procedure di amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa, sulla base di una disciplina omogenea a quella vigente per le banche; il sistema delle sanzioni amministrative viene rivisto sulla base del principio della diretta responsabilità degli esponenti e dei dipendenti dell'intermediario.

La normativa di carattere penale è stata modificata con la depenalizzazione di alcuni illeciti minori, accompagnata dall'introduzione di nuove figure di reato. A quest'ultimo riguardo vanno segnalati i nuovi reati di *gestione infedele* e *confusione di patrimoni*, che hanno per oggetto i comportamenti più frequentemente riscontrati nell'esperienza delle situazioni di crisi. Le relative formulazioni normative sono state accuratamente calibrate tenendo conto delle esigenze di tipicità, in maniera da colpire i comportamenti gravemente lesivi dei diritti degli investitori senza intralciare la corretta operatività degli intermediari.

Il decreto non si limita a disciplinare l'attività di intermediazione: esso incide profondamente sulla regolamentazione dei mercati, giungendo a configurare

un'autentica rivoluzione.

La necessità di un pronto adeguamento al mutato scenario competitivo comporta infatti la necessità di superare la concezione pubblicistica e la conseguente configurazione monopolistica dei mercati mobiliari. Nel nuovo contesto, il senso delle regole tradizionali deve essere ripensato.

Si tratta di predisporre un assetto in cui siano nettamente distinti i compiti organizzativi e di sviluppo, riservati all'iniziativa privata, dalle funzioni di controllo, affidate alle autorità.

La prima fondamentale caratteristica del nuovo sistema consiste nell'espresso riconoscimento del carattere imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati mobiliari, il cui esercizio sarà consentito a società per azioni operanti secondo ordinari criteri privatistici.

Correlativamente, la disciplina dell'organizzazione e del funzionamento dei mercati viene demandata a un regolamento deliberato dall'assemblea ordinaria della società di gestione e approvato dalle autorità; sulla base di tale regolamento la società di gestione adotta in piena autonomia tutte le misure necessarie al concreto funzionamento del mercato.

Il mutamento di impostazione è radicale: analogamente a quanto accade nei sistemi più evoluti, i mercati dovranno nascere dal basso e operare secondo logiche economiche di efficienza sulla base di regole autonomamente predisposte.

Naturalmente, tutto ciò non comporta alcuna attenuazione della vigilanza pubblica. L'autorità provvederà a verificare la compatibilità delle norme di autoregolamentazione con le esigenze di trasparenza del mercato, di ordinato svolgimento delle negoziazioni e di tutela degli investitori; e per le medesime finalità potrà porre in essere interventi urgenti anche di carattere sostitutivo.

Poteri informativi e di intervento sono stati attribuiti all'autorità anche in relazione agli scambi che si svolgono al di fuori dei mercati regolamentati.

Le fondamentali esigenze connesse al buon funzionamento del sistema dei pagamenti e della politica monetaria sono state tenute nel debito conto nella disciplina della fase della compensazione e della liquidazione delle operazioni.

Si deve porre l'accento sulla validità delle iniziative assunte dalla CONSOB nel corso del 1995, che hanno consentito lo sviluppo del nostro mercato, modernizzandone l'operatività anche attraverso l'introduzione di nuovi strumenti finanziari. Queste iniziative rappresentano la sintesi di un continuo colloquio con le autorità di settore e le associazioni di categoria che permetterà un decollo morbido del nuovo sistema, dove gli operatori assumeranno l'onere della efficienza e concorrenzialità del mercato.

La relazione della CONSOB dedica particolare attenzione ai problemi del governo dell'impresa.

Occorre essere consapevoli della necessità di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza e, più in generale, di sviluppare la trasparenza dell'informazione societaria.

L'occasione per riformare incisivamente la normativa in materia è rappresentata dalla emanazione del testo unico della finanza, che farà seguito al recepimento della direttiva Eurosim.

In quella sede occorrerà intervenire in maniera organica sulla materia del "governo societario", in conformità alle indicazioni della delega contenuta nella legge comunitaria.

Si condivide al riguardo la necessità di un assetto normativo che dia adeguato e autonomo risalto alle società quotate.

In questo contesto andrà riesaminata la tematica dei controlli interni. Questi dovranno essere rafforzati, ma anche semplificati, eliminando le duplicazioni di compiti in capo ai collegi sindacali e alle società di revisione.

La relazione illustra poi l'attività di indirizzo e di controllo rivolta a questi ultimi soggetti che rappresentano lo strumento più adeguato per mettere in luce le difficoltà delle società quotate. Certamente si deve ammettere che occorre ancora tanto impegno per porre in essere una regolamentazione compiuta del contenuto dell'attività di revisione e una vigilanza capillare sugli operatori che la effettuano; questo progetto non deve mai venire meno proprio per dare un segnale netto e deciso al mercato.

Grande rilievo andrà dato alla problematica del gruppo, di cui la CONSOB sottolinea giustamente l'importanza, in considerazione delle peculiarità della struttura

proprietaria delle imprese italiane.

Una ultima riflessione deve essere dedicata alla futura operatività della Commissione che, proprio in virtù delle modifiche preannunciate, potrà riorganizzare le funzioni da svolgere, gli strumenti da utilizzare e gli obiettivi da raggiungere, in un contesto sempre più spazioso e dinamico che certamente richiederà tempestività negli interventi e rapidità nelle decisioni.

Sarà allora da stabilire se l'attuale quadro normativo è ancora adatto a regolare la formazione e la struttura di questa autorità di vigilanza e se il fatto di aver previsto di snellire i procedimenti amministrativi e di ridisegnare le competenze avrà effetti tangibili sull'attività operativa. A ciò deve anche aggiungersi che l'avvio da questo anno del proprio autofinanziamento, tenacemente e consapevolmente sostenuto dalla CONSOB, permetterà di valutare quali e quanti vantaggi, in termini di efficacia ed efficienza, ne riceveranno i servizi resi agli operatori ed al mercato nel suo complesso.

Tuttavia, fino a quando avranno applicazione le regole attuali, l'autoregolamentazione e la gestione delle risorse saranno vincolate ad esami di legittimità in base ai quali la Commissione può essere chiamata a spiegare le regole osservate nelle procedure di spesa e di amministrazione del personale. A tale riguardo si informa doverosamente che, di recente, la Corte dei Conti, con riferimento al biennio '91 e '92 per le spese e all'anno '94 per il personale, ha attivato gli strumenti di controllo di propria competenza.

In conclusione, si esprime apprezzamento per la collaborazione resa che ha consentito all'amministrazione del tesoro di utilizzare al meglio professionalità ed esperienze derivanti dal contatto diretto con il mercato e i suoi operatori così da effettuare una compiuta analisi dei fenomeni connessi all'attività di regolamentazione ed a quella di vigilanza.

PAGINA BIANCA

A - LE LINEE PROGRAMMATICHE

PAGINA BIANCA

Nell'anno appena trascorso, è proseguita l'attività di controllo sui mercati mobiliari e sulle società quotate finalizzato al rafforzamento della tutela degli investitori e alla promozione dell'efficienza del mercato.

L'azione di vigilanza e di regolamentazione, la promozione dell'informativa societaria e l'affinamento di tecniche e strumenti di negoziazione non sembrano tuttavia sufficienti a far uscire la borsa italiana da una condizione di persistente gracilità. Dai comportamenti di diverse categorie di operatori si desume infatti una riluttanza ad utilizzare il mercato mobiliare come sistema organizzato di regole e comportamenti: numerose imprese continuano a rimanere fuori dalla borsa; le banche preferiscono collocare direttamente presso la propria clientela ampi ammontari di titoli obbligazionari non quotati; in alcuni casi le società già presenti sul listino si mostrano restie ad assicurare un adeguato grado di trasparenza sulle proprie decisioni strategiche e sui relativi effetti economico-patrimoniali.

L'azione della Commissione diviene impervia in un contesto nel quale lo sviluppo dei mercati regolamentati non rappresenta un obiettivo effettivamente condiviso.

Il mercato nel 1995

L'anno appena concluso evidenzia una riduzione dell'indice del 6,9 per cento, nonostante i prezzi dei titoli azionari abbiano registrato un generale rialzo in pressoché tutti i principali mercati. Bisogna tornare indietro di venti anni, al 1975, per ritrovare un anno nel quale il mercato italiano si sia mosso in completa controtendenza rispetto all'estero. In quell'anno tuttavia la *performance* dell'economia italiana era stata decisamente negativa.

La spiegazione di un andamento così anomalo sembra doversi ricercare nella

perdurante incertezza politico-istituzionale. Solo con l'adozione di efficaci e credibili politiche macroeconomiche di stabilizzazione, con orizzonti temporali almeno di medio periodo, si pongono le premesse per lo sviluppo della borsa, come è indicato in modo inequivocabile dall'esperienza dei mercati cosiddetti emergenti.

L'andamento in corso d'anno della borsa italiana ha risentito sfavorevolmente, nella fase finale, delle aspettative degli investitori esteri che, dopo un periodo di diffusa incertezza nei mesi centrali, sono divenute decisamente pessimistiche, come confermato dall'ampliamento del differenziale fra i tassi a lungo termine italiani e quelli tedeschi. I corsi, che fino alla seconda metà di settembre erano rimasti stabili, hanno subito un peggioramento sensibile nell'ultimo trimestre.

Viene confermata una delle caratteristiche del mercato italiano, ossia una volatilità sistematicamente più elevata rispetto a quella dei principali paesi sviluppati e non compensata da più elevati rendimenti. Nell'arco degli ultimi sei anni la volatilità media su base settimanale è risultata superiore di circa un punto percentuale rispetto a quella dei paesi del G-5; il rendimento, misurato su base annua, è invece inferiore del 7 per cento, senza ovviamente tener conto delle variazioni del tasso di cambio.

Nonostante queste caratteristiche, il flusso di ordini dall'estero ha rappresentato, negli ultimi due anni, una quota considerevole, pari al 30 per cento, degli scambi registrati sul mercato italiano, anche se in parte, verosimilmente, a causa dell'esenzione dall'imposta sul bollo per gli ordini di operatori non residenti. Peraltro, la domanda complessiva di servizi di negoziazione relativi ad azioni di società italiane, da parte di soggetti non residenti, confluisce solo parzialmente nei circuiti domestici. Indicativa a questo riguardo è la ridotta dimensione del comparto dei blocchi di titoli, ove si sviluppa in modo particolarmente acceso la competizione internazionale tra mercati. Gli scambi sui blocchi in Italia, dopo una fase di relativa crescita tra il 1992 e il 1994, hanno fatto registrare un calo nel 1995; il loro peso rispetto agli scambi sul mercato ufficiale si è ridotto, tra il 1992 ed il 1995, di 21 punti percentuali (dal 28,5 al 7,6 per cento), ciò anche in conseguenza dell'aumento delle soglie minime per la definizione

dei blocchi e per la forte crescita degli scambi sul mercato ufficiale che si sono quadruplicati. I principali paesi dell'Europa continentale, dal canto loro, hanno sviluppato forme di organizzazione di scambi all'ingrosso più sofisticate, favorendo, anche attraverso opportuni interventi regolamentari, lo sviluppo di intermediari specializzati che, allo stato attuale, in Italia, restano virtualmente assenti.

Un segnale positivo si è avuto nel numero di nuove società ammesse a quotazione. Si tratta complessivamente di 14 imprese, 11 delle quali hanno accompagnato la loro quotazione con un'offerta pubblica. Sono stati collocati 2.600 miliardi di lire sul mercato nazionale, per più di tre quarti concentrati nell'offerta Eni. Le società manifatturiere che si sono quotate si caratterizzano infatti per una dimensione medio-piccola, con fatturati compresi tra i 60 e i 300 miliardi. In seguito alla quotazione, la quota di capitale che è andata sul mercato è pari, nella media, al 33 per cento. Solo in un caso gli azionisti originari hanno ceduto la maggioranza assoluta del capitale. A determinare il nuovo interesse per la quotazione ha contribuito la normativa fiscale. Tutte le società, ad eccezione dell'Eni, avevano i requisiti dimensionali per beneficiare della riduzione dell'imposta sul reddito prevista dalla legge 489 del 1994.

Il funzionamento del mercato è destinato a modificarsi in misura non marginale a seguito dell'adozione della liquidazione a contante, che ha completato lo sforzo tecnico e organizzativo avviato con il processo di telematizzazione. Se si considera che il rischio di controparte è una funzione diretta dell'ampiezza del ciclo di liquidazione, la liquidazione a contante diviene un passaggio obbligato per aumentare la sicurezza del mercato, soprattutto nei confronti dei committenti. Le forme di garanzia delle liquidazioni basate sulla costituzione di appositi fondi consentono di eliminare il rischio di controparte tra gli aderenti alla liquidazione stessa, ma solo la riduzione del lasso temporale intercorrente tra conclusione e regolamento del contratto consente una effettiva tutela dei committenti. In questo senso l'adozione della liquidazione a contante, anche nell'ipotesi di uno sviluppo del prestito titoli, deve essere vista come

uno strumento per aumentare l'appetibilità del nostro mercato nei confronti degli investitori istituzionali, in particolare esteri, ciò anche per favorire il processo di "istituzionalizzazione" del risparmio che, sia pure con ritardo, tende oggi a manifestarsi nel nostro paese.

L'aver reso la speculazione più costosa contribuisce inoltre a riportare il mercato su volumi meno artefatti e più in linea con le motivazioni fondamentali dello scambio. Le operazioni più speculative potranno trovare la loro sede naturale nel mercato dei derivati, i cui sviluppi, nei primi mesi di quest'anno, appaiono più che promettenti.

Il mercato obbligazionario privato

Sintomo evidente della debolezza del nostro sistema di intermediazione mobiliare è la dimensione contenuta del mercato obbligazionario regolamentato. L'ammontare di emissioni da parte di operatori privati è pari, al 31 dicembre del 1995, secondo i dati della Banca d'Italia, a 254 mila miliardi, di cui solo circa un quarto è quotato. Per i titoli emessi dalle banche che, utilizzando al meglio i loro canali distributivi, ne collocano quantità ingenti nel portafoglio delle famiglie, l'incidenza del quotato scende al 10 per cento. I titoli quindi non vengono scambiati nel mercato borsistico neanche quando la loro diffusione tra il pubblico è elevata. La "non quotazione" è in molti casi preferita dagli stessi investitori, preoccupati che il valore del proprio attivo possa deprezzarsi a causa di andamenti non favorevoli del mercato.

Gli effetti negativi sulla trasparenza delle condizioni di offerta sono inevitabili. Le gestioni patrimoniali, quando l'incidenza dei titoli non quotati è elevata, sono esposte ad un conflitto d'interesse. Si genera così una classica situazione da circolo vizioso: le banche italiane scelgono soluzioni finanziarie lontane dal mercato mobiliare; così facendo, limitano la capacità di crescita dei servizi tipici di intermediazione e

dunque le dimensioni del mercato potenziale, riducendo ulteriormente l'incentivo ad offrire servizi diversi da quelli tradizionali. La domanda internazionale di obbligazioni private, che appare particolarmente sostenuta, si rivolge ad emittenti di altri paesi. Gli appelli allo sviluppo dei servizi di intermediazione finanziaria, a cominciare da quelli relativi al risparmio gestito, non trovano una concreta risposta.

E' d'altra parte evidente che, alla luce delle tendenze generali e dei principi della direttiva sui servizi di investimento, la capacità di far crescere questo tipo di servizi non può venire da soggetti esterni al sistema bancario. Inoltre, poiché nessuna singola banca è in grado di modificare la situazione, si tratta di un classico insuccesso del mercato che, qualora continuasse a manifestarsi, dovrebbe essere corretto attraverso la regolamentazione.

L'esclusione delle emissioni obbligazionarie delle banche dalla sollecitazione del pubblico risparmio, voluta dal legislatore del 1983 con la motivazione della loro natura pubblica e confermata dal testo unico bancario, non appare più giustificabile. Si tratta di adattare la disciplina del prospetto ad emissioni che avvengono in via continuativa e per le quali si potrebbe richiedere all'emittente di consegnare agli investitori una nota sintetica sulle caratteristiche dell'emissione, specificando se il titolo è destinato alla quotazione. In attesa che il legislatore adotti misure di ampio respiro, evidentemente nell'ambito di una revisione organica delle molteplici normative oggi vigenti in materia di emissione di valori mobiliari, la Consob, se dotata, attraverso il decreto delegato di recepimento delle direttive, degli opportuni poteri, potrà assicurare adeguata trasparenza agli scambi che avvengono al di fuori dei mercati regolamentati.

Il contributo delle privatizzazioni allo sviluppo del mercato

Nel corso del 1995 le privatizzazioni attraverso il mercato hanno subito un certo

rallentamento rispetto all'anno precedente: nel corso dell'anno si registra il collocamento dell'Eni di 6.300 miliardi, laddove, nel 1994 vi erano state tre offerte per un importo complessivo di circa 10.400 miliardi; nel caso dell'Eni, la quota collocata con offerta pubblica è stata inferiore a quella delle precedenti privatizzazioni attraverso il mercato.

I rendimenti dei titoli privatizzati hanno registrato un andamento anticiclico rispetto al mercato. Chi avesse sottoscritto al momento del collocamento i titoli delle quattro società che, tra il 1993 ed il 1994, sono state oggetto di privatizzazione con offerta pubblica di vendita, nell'ipotesi di invarianza del portafoglio così costituito, avrebbe ottenuto alla fine del 1995 un rendimento su base annua inferiore a quello del mercato, di circa il 4,6 per cento. Il segno della differenza si inverte qualora l'orizzonte temporale dell'investimento sia limitato al solo 1995: chi infatti avesse investito all'inizio dello scorso anno nelle stesse società privatizzate - e quindi sempre ad eccezione dell'Eni, per ovvi limiti temporali - avrebbe conseguito un rendimento medio superiore dell'8,7 per cento a quello del mercato.

Nell'arco temporale di tre anni, da quando le privatizzazioni iniziano ad entrare concretamente nell'agenda di politica economica, l'obiettivo dello sviluppo del mercato azionario, sovente indicato in documenti ufficiali come una delle finalità del processo di privatizzazione non può dirsi completamente raggiunto. Le dismissioni complessive del Tesoro e quelle predisposte dalle holding Iri ed Eni, ammontano a circa 29.000 miliardi. Di questi, circa 19.000 sono transitati per il mercato attraverso la modalità del collocamento istituzionale - interno ed internazionale - e dell'offerta pubblica. Un peso delle privatizzazioni attraverso il mercato di circa due terzi è spiegabile solo in parte con la decisione di ricorrere alla trattativa diretta per pressoché tutte le imprese del settore manifatturiero cedute dalle holding di gestione. Anche quando la dimensione dell'impresa e una elevata specializzazione produttiva suggeriscono la vendita ad un gruppo ristretto di acquirenti, o ad un'unica impresa, sarebbe possibile procedere alla quotazione e al collocamento sul mercato di una quota del capitale, comunque

minoritaria. Vi sono almeno quattro società manifatturiere, dismesse negli ultimi anni con il metodo della trattativa diretta, che per redditività e patrimonio avrebbero potuto accedere al mercato. In un listino con un numero così ridotto di titoli quotati, l'ammissione, o la permanenza, di società dalla struttura proprietaria non contendibile rappresenta una soluzione, se non ottimale, pur sempre positiva.

Il completamento del processo di privatizzazione attende la dismissione delle imprese che operano nei servizi di pubblica utilità. Limitandosi alla prospettiva parziale dei mercati mobiliari, non si può non osservare come collocare società più specializzate per attività è in genere apprezzato dagli operatori che sono in grado di meglio valutarne i valori fondamentali.

La quotazione di sole grandissime imprese rafforza una caratteristica non positiva del nostro mercato: in una graduatoria mondiale la borsa italiana si colloca tra il quindicesimo ed il ventesimo posto sulla base degli indicatori di consueto utilizzati - quali scambi, capitalizzazione e numero delle società - ma al settimo posto per dimensione media delle imprese. Le scelte di portafoglio in azioni denominate in lire italiane incontrano maggiori vincoli in un mercato concentrato su poche grandi società.

I problemi del governo dell'impresa

Nel corso del 1995 alcuni accadimenti hanno riproposto il tema della trasparenza dell'informazione e dei connessi meccanismi di governo dell'impresa, con riferimento, in particolare, a comportamenti che sono sembrati in contrasto con gli interessi degli azionisti di minoranza.

Emblematica è al riguardo la reazione dei prezzi all'annuncio dell'operazione cosiddetta "Supergemina". Nei giorni successivi al 1° settembre, quando l'operazione viene annunciata, il mercato ha riconosciuto un premio in favore della società i cui

azionisti avrebbero assunto il controllo del costituendo gruppo e ha penalizzato i titoli di tutte le altre società coinvolte nell'operazione, nonostante l'indice generale, in quegli stessi giorni, abbia fatto registrare un lieve rialzo. La mancanza di informazioni precise sui rapporti di concambio e dei dati sulle semestrali ha causato nell'immediato un'elevata variabilità di prezzi.

Un difetto di informativa al mercato si riscontra con riferimento ad un altro titolo guida del listino. Nel caso dell'Olivetti, dopo aver concluso un'operazione di raccolta di capitale pari a 2.250 miliardi tra il mese di novembre del 1995 e la metà di gennaio del 1996, venivano, in un momento immediatamente successivo, tra il 23 ed il 26 gennaio, fornite al mercato stime su fatturato, risultato operativo e oneri di ristrutturazione diverse da quelle contenute nel prospetto informativo.

In entrambi i casi, la Consob ha immediatamente attivato strumenti conoscitivi e di *enforcement*; in un caso è intervenuta con una richiesta di convocazione anticipata dei consigli di amministrazione.

L'azione della Commissione è talvolta invocata a tutela diretta degli azionisti di minoranza di società quotate. Si tratta di una prospettiva erronea, che trae origine dal fatto che nell'ordinamento italiano, a differenza di quanto previsto nei paesi a capitalismo evoluto, i poteri dell'organo di controllo sono integrati solo da pochi - e non particolarmente efficaci - strumenti di autotutela diretta degli azionisti di minoranza. Funzionale allo sviluppo dell'autotutela dovrebbe essere un codice di diritto societario moderno, basato sulla distinzione fondamentale tra società che coinvolgono il risparmio del pubblico e società private.

Lasciata sola, la regolamentazione sull'informativa non riesce ad essere efficace rispetto ai suoi stessi fini: essa dovrebbe essere accompagnata da una riforma in grado di incidere sul governo delle imprese e sul loro controllo dall'interno, ossia sulla composizione e sul funzionamento del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale. Il problema si pone con particolare enfasi considerato che la struttura proprietaria delle imprese italiane è fortemente concentrata: le società controllate con

una quota del primo azionista superiore al 50 per cento capitale - includendo in tale definizione i patti rilevanti ai fini della legge sulle offerte pubbliche di acquisto - rappresentano il 63 per cento della capitalizzazione; qualora si tenga conto anche delle società controllate con una quota di maggioranza relativa, il peso sulla borsa sale all'80 per cento.

Negli ultimi anni la Commissione ha ripetutamente segnalato all'attenzione del Governo e del Parlamento la necessità di operare organiche riforme sul sistema dei controlli societari e soprattutto su quelli di natura contabile. L'esperienza maturata sulle problematiche del mercato mobiliare ha infatti ampiamente dimostrato come i meccanismi più efficaci per la tutela degli azionisti delle società quotate vadano individuati nei sistemi di gestione e di controllo dell'attività sociale interna, ad opera degli stessi organi societari.

Un'equilibrata articolazione dei poteri e delle responsabilità dei soggetti coinvolti nella vita societaria (assemblea, consiglio di amministrazione, comitato esecutivo, amministratori delegati, collegio sindacale e società di revisione) rappresenta la condizione necessaria, ancorché non sufficiente, per garantire gli azionisti da eventuali abusi da parte degli amministratori e degli azionisti di controllo. In tal modo il mercato disporrebbe di un quadro sistematico per valutare i comportamenti degli organi sociali; l'operato della Consob sarebbe più efficace.

L'intervento legislativo dovrebbe definire una riforma organica disciplinante l'intero sistema del governo delle imprese, piuttosto che andare ad incidere su singoli aspetti.

Una favorevole occasione in tal senso è oggi offerta dagli ampi poteri di riordinamento normativo previsti dalla recente legge comunitaria che, nell'attribuire al governo la delega ad emanare decreti legislativi per il recepimento delle direttive e per l'elaborazione di testi unici in tema di servizi d'investimento, consente altresì di apportare modifiche alla "disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle

minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza".

Nel disegnare un sistema di governo dell'impresa adeguato alla realtà italiana, oltre alla previsione di strumenti più efficaci e tempestivi per impedire comportamenti pregiudizievoli degli interessi dei soci e del mercato, si dovrà considerare l'esigenza di ridurre per le imprese i costi che oggi rendono gravoso l'accesso al listino nazionale.

Si profila a questo riguardo come particolarmente urgente provvedere ad una definitiva e chiara suddivisione di compiti tra collegio sindacale e società di revisione, attribuendo esclusivamente a quest'ultima le funzioni di controllo contabile. Un intervento in tal senso appare anche opportuno in termini di concorrenza del sistema nazionale con i mercati e le aziende straniere, in quanto consentirebbe alle società quotate italiane di non sostenere più il doppio costo per i controlli di natura contabile.

Il sistema di *corporate governance* che si vorrà definire dovrà inoltre tener conto di un'altra particolare realtà degli assetti proprietari e di controllo delle società quotate italiane, per le quali, com'è noto, l'articolazione in gruppi costituisce una caratteristica fisiologica.

In particolare andranno incrementati i flussi informativi verso il mercato ed i momenti di contatto tra gli organi di controllo delle società appartenenti al medesimo gruppo. Ciò in quanto, a fronte della strutturale opacità dei gruppi e della presenza di livelli plurimi di quotazione che comportano una divaricazione tra gli interessi dell'azionista di controllo e quello degli azionisti finanziatori, diventa oltremodo complicato garantire l'effettivo perseguimento dell'interesse individuale delle società rispetto a quello del gruppo.

In tale contesto si pone infine l'esigenza di accrescere la responsabilità dei vari organi societari riguardo alle operazioni intragruppo, stabilendo le modalità ed i confini dell'esame di tali operazioni, al fine di valutarne gli effetti sulla situazione reddituale e patrimoniale delle società coinvolte. In particolare, andranno distinti gli ambiti di competenza propri dei membri del consiglio di amministrazione rispetto a quelle del

collegio sindacale, restando di esclusiva pertinenza dei primi le decisioni in ordine alla opportunità e alla convenienza economica di determinate scelte gestionali. Al collegio sindacale andrà riconosciuto il compito di accertare che non siano compiuti atti che possano compromettere la situazione economico-patrimoniale della società.

I fondi pensione

La normativa relativa alla previdenza complementare in Italia ha ricevuto nel corso dell'anno un definitivo impulso con la legge 335: l'esistenza di un contesto normativo dotato di una certa organicità rende ora possibile uno sviluppo consistente e armonico dei fondi pensione anche nel nostro paese. A tal fine appare particolarmente oculata la scelta del legislatore di prevedere una pluralità di operatori abilitati alla gestione delle risorse dei fondi pensione, a fronte della presenza di una banca depositaria, distinta dal soggetto gestore stesso, presso la quale dovrà essere depositato il patrimonio del fondo, così da garantirne la conservazione nel rispetto delle norme di legge, regolamentari e di statuto in merito alla composizione degli investimenti.

L'elevata propensione al risparmio delle famiglie italiane, la decisione di utilizzare parte del trattamento di fine rapporto e la quota di risparmio gestito, ancora relativamente bassa rispetto agli altri paesi industrializzati, inducono a ritenere che il potenziale di domanda per un sistema previdenziale a capitalizzazione sia in Italia abbastanza ampio. I fondi pensione potranno sicuramente incidere sulla struttura dell'industria dell'intermediazione mobiliare nazionale, modificando il portafoglio di attività finanziarie delle famiglie, la distribuzione settoriale del possesso dei titoli, la mappa degli operatori presenti nella gestione del risparmio e le loro dimensioni relative, le relazioni tra imprese quotate e investitori istituzionali.

La rilevanza e la significatività di tali effetti dipenderà, in misura non marginale, dai contenuti della normativa secondaria. Nel corso del 1996 saranno emanate le norme attuative, relative in particolare alla disciplina statutaria e regolamentare dei fondi e ai criteri e principi ai quali dovranno ispirarsi gli investimenti del loro patrimonio. Questo secondo aspetto in particolare sarà fondamentale per gli effetti che si potranno produrre sui mercati finanziari. Le esperienze estere delineano due diversi modelli e orientamenti in materia di limiti di investimento: l'uno, proprio dell'area anglo-americana, che non fissa vincoli quantitativi stringenti, ma si appella a regole prudenziali di gestione del portafoglio e di trasparenza nell'informativa; l'altro, vigente nei sistemi tedesco e giapponese, che impone soglie minime - segnatamente per titoli di Stato - e massime - per titoli azionari e esteri.

Tuttavia, a livello di scelte di portafoglio si sta realizzando una generale, progressiva convergenza verso il modello anglosassone, con un aumento della quota dei patrimoni dei fondi pensione investita in valori mobiliari negoziabili. La normativa in materia che verrà adottata in Italia dovrà coniugare l'esigenza di garantire al fondo la possibilità di investire laddove si ottenga il massimo rendimento con la necessità di una oculata e diversificata gestione del portafoglio. Per raggiungere tale obiettivo non sono necessari stringenti limiti quantitativi alla detenzione di attività e valori mobiliari diversi, ma la fissazione di rigorosi criteri e principi di oculata gestione, l'adozione e la pubblicità delle tecniche di ottimizzazione del rapporto rischio/reddittività, la trasparenza e la continuità dell'informativa nei confronti degli iscritti e degli enti di controllo, la previsione di norme idonee a prevenire gli effetti perversi di potenziali conflitti di interesse, l'attività di vigilanza e di verifica periodica dell'operato dei fondi e dei soggetti gestori. La Commissione sottolinea, in particolare, l'esigenza che le norme attuative in tema di investimenti risultino chiaramente orientate allo sviluppo dei mercati regolamentati, con specifico riferimento ai titoli privati.

Affinché i fondi pensione possano contribuire allo sviluppo del mercato azionario italiano, è tuttavia necessario che si realizzino alcune trasformazioni. In primo luogo un

adeguamento nell'offerta di titoli azionari; non meno rilevante sarà l'evoluzione delle norme a tutela degli azionisti di minoranza.

La Consob è chiamata, insieme con i ministeri competenti e gli altri organismi di vigilanza, a definire il quadro regolamentare all'interno del quale si svilupperà la previdenza integrativa. In parte si tratta di attingere a norme già vigenti in materia di vigilanza sui mercati e sugli intermediari finanziari; per alcuni aspetti, quali convenzioni e mandati gestori per i fondi pensione, sarà necessario un intervento regolamentare integrativo specifico. Avendo la legge correttamente consentito ad un ampio novero di intermediari finanziari di gestire le risorse dei fondi pensione, sarà fondamentale la collaborazione tra le diverse autorità di vigilanza per realizzare una assetto di regolamentazione rispettoso dei requisiti di uniformità e equa concorrenza tra i diversi operatori, non inutilmente gravoso e pervasivo. In questo senso il settore della previdenza integrativa costituisce un terreno nuovo e impegnativo per gli organismi di vigilanza nazionali.

La direttiva Eurosim

Con la legge comunitaria 1994, il nostro legislatore ha previsto non solo il recepimento della direttiva sui servizi di investimento ma anche un'ulteriore opportunità: quella di un riordinamento normativo in materia di mercati, intermediari, informativa societaria e tutela degli investitori. E' infatti prevista la possibilità di emanare, entro due anni, uno o più testi unici delle disposizioni dettate in attuazione della delega prevista dalla legge comunitaria, "coordinandovi le norme vigenti nelle stesse materie ed apportando alle medesime le integrazioni e modificazioni necessarie al predetto coordinamento": gli interventi di revisione normativa potranno, quindi, essere più ampi di quelli introdotti, a suo tempo, con il testo unico bancario, alla luce

della previsione esplicita di "integrazioni" alle normative vigenti.

Nell'ambito del decreto legislativo di recepimento emerge con chiarezza la scelta del legislatore delegato a favore, già nell'immediato, di modifiche non minimali in materia di organizzazione dei mercati. Qui si afferma con decisione l'obiettivo della privatizzazione. La privatizzazione di un mercato, dove viene trattata una attività - il risparmio - che ha tutela costituzionale ed esercita riflessi di rilievo nell'allocazione delle risorse e nella promozione dello sviluppo, pone importanti responsabilità sugli operatori. Ammissione dei titoli, regole di funzionamento, correttezza dei comportamenti nelle negoziazioni divengono attribuzione pressoché esclusiva degli operatori. L'autorità pubblica interviene, sostituendosi alla società di gestione del mercato, solo in ultima istanza, in caso di necessità ed urgenza per la tutela di finalità generali o in caso di gravi irregolarità nella gestione.

Si tratta di un passo coraggioso da cui ci si attende un mercato maggiormente competitivo. Come tutte le privatizzazioni, anche quella della borsa non può però essere intesa come un mero trasferimento di funzioni dal pubblico al privato ma richiede l'adozione di comportamenti nuovi. Perde fondamento l'approccio di tipo programmatico e dirigitico dell'autorità pubblica; corrispondentemente va rafforzata la capacità di individuare e perseguire comportamenti contrari alle finalità più generali tutelate dalla legge. Il cammino verso l'autoregolamentazione richiede agli operatori di assumere effettivamente lo sviluppo del mercato tra i propri fini e quindi una trasformazione delle associazioni di categoria verso nuovi equilibri: organismi in grado di condizionare la qualifica di aderente ad una continuità di comportamenti corretti, che tutelino non solo i loro interessi diretti ma anche quelli della clientela e che, a fronte di un loro riconoscimento giuridico, siano responsabili verso le autorità del comportamento dei loro associati. In questa direzione l'anno recentemente trascorso ha registrato segnali positivi da parte di un'associazione di categoria.

La direttiva non pone in modo esplicito il problema della competizione tra i mercati, che emerge invece in modo indiretto attraverso tre elementi fondamentali: la

definizione di mercato regolamentato; la definizione di concentrazione su un mercato regolamentato; le modalità di accesso al mercato da parte di operatori esteri.

L'innovazione maggiormente significativa è rappresentata dalla circostanza che su un mercato regolamentato, non essendo richiesta la presenza fisica per eseguire le transazioni, le imprese di investimento potranno diventarne membri o accedervi senza avere una sede. In sostanza, la direttiva facilita la già presente possibilità di competizione tra mercati, consentendo ad intermediari residenti in un solo paese di eseguire transazioni su più mercati regolamentati.

La possibilità di scambiare lo stesso titolo su più mercati fa venir meno uno dei presupposti economici della concentrazione degli scambi: la *ratio*, infatti è quella che in un mercato, soprattutto ad asta, la significatività dei prezzi sia massima quando gli stessi sono formati dall'incrocio di tutta la domanda e di tutta l'offerta; altrimenti l'efficacia segnaletica è minore in quanto il prezzo si può "muovere" più facilmente con flussi monetari inferiori.

La diretta competizione tra diversi mercati spinge quindi i vari soggetti a chiedere condizioni di maggiore efficienza competitiva: per gli emittenti, non solo ridotti oneri di quotazione, ma soprattutto meccanismi di contrattazione che assicurino liquidità nelle negoziazioni, a tutto vantaggio dei costi di raccolta dei capitali; per gli investitori, trasparenza e bassi costi di negoziazione in termini monetari e temporali; per gli intermediari, modalità e termini di contrattazione omogenei a livello internazionale.

In materia di intermediari, la direttiva comunitaria pone fine alla riserva di attività relativa alla negoziazione in borsa che il legislatore italiano aveva previsto a favore delle società d'intermediazione per facilitare la nascita di un settore d'intermediazione moderno, articolato su imprese costituite in forma societaria, regolamentato e indipendente, almeno per una parte, dal controllo delle banche. Tali obiettivi sono stati in buona misura raggiunti, anche se l'abolizione della riserva di attività si colloca in una fase in cui il processo di ristrutturazione del settore e il rafforzamento competitivo degli operatori più efficienti non si sono ancora completati.

Il settore è reso dinamico anche da alcuni significativi mutamenti nelle connotazioni dell'attività di intermediazione che sollecitano una più ampia revisione del quadro dei controlli che potranno trovare accoglimento nel testo unico sulla finanza. Si afferma sempre più la tendenza da parte di intermediari con caratteristiche tipiche originariamente diverse ad uscire dalle loro linee tradizionali di attività per convergere verso l'attività di gestione del risparmio della clientela. Le prospettive di sviluppo di questo settore appaiono particolarmente sensibili, tenuto conto dell'arretratezza della finanza privata italiana. In questo contesto di evoluzione strutturale, l'azione della vigilanza è più efficiente se si affida ad una separazione delle competenze basata sulla finalità dei controlli. L'obiettivo della regolamentazione è infatti quello di non frapporre ostacoli alla convergenza ed evitare, nel contempo, che il naturale movimento verso modalità più efficienti di gestione sia ostacolato da comportamenti poco corretti da parte degli intermediari.

Il primo obiettivo può essere perseguito non solo ponendo fine alla riserva di attività nella negoziazione, ormai liberalizzata dal legislatore comunitario, ma anche nell'attività di sollecitazione e di gestione, adottando soluzioni più uniformi a quelle degli altri paesi.

Il secondo obiettivo - evitare comportamenti non corretti, quando non addirittura fraudolenti - non viene raggiunto salvaguardando la stabilità. Neppure lo strumento della separazione tra il patrimonio dell'intermediario ed il patrimonio dell'investitore, fatto proprio dal legislatore comunitario, e comunque fondamentale per porre le premesse di un comportamento sano e prudente dell'intermediario, è sufficiente ad assicurare da solo negoziazioni eque e trasparenti. L'attività di gestione presenta infatti numerosi profili rilevanti in materia di disciplina e controllo dei comportamenti. Tra gli altri, il rispetto degli indirizzi di investimento e di limitazione del rischio della gestione indicati nel contratto; il possibile insorgere di conflitti di interesse, che si manifestano ogni qualvolta un intermediario inserisce nei patrimoni gestiti titoli di propria emissione o emessi da un soggetto appartenente al proprio gruppo; l'eventuale utilizzo delle

disponibilità finanziarie giacenti nei conti gestiti per influenzare il prezzo di un titolo di una società appartenente al proprio gruppo o a questo legata da rapporti di affari. I futuri assetti regolamentari dovranno tener conto del ruolo primario da assegnare al controllo dei comportamenti nell'attività di gestione dei diversi intermediari.

La Consob negli anni a venire

A più di vent'anni dalla data della sua costituzione, la Consob costituisce una "istituzione indipendente", ma con un'aura di ancora incompleta autonomia, tanto da ritenere auspicabili modifiche legislative di una certa portata, riguardanti in particolare le condizioni di operatività, i poteri e i controlli.

Il recepimento della direttiva comunitaria sui servizi di investimento e, in un'ottica più ampia, la redazione del testo unico della finanza, possono rappresentare l'occasione per avanzare alcune proposte.

Su un piano del tutto generale si deve in primo luogo osservare una eterogeneità dei procedimenti di nomina dei membri delle autorità indipendenti esistenti nell'ordinamento italiano, nonché una difformità nella composizione delle commissioni di controllo dei mercati mobiliari operanti nei diversi paesi. Pur se l'indipendenza trae fondamento in primo luogo dagli interessi protetti e dalla stessa terzietà dell'organismo, sarebbe auspicabile una convergenza verso criteri di nomina e requisiti di composizione maggiormente omogenei e più conformi ad una effettiva autonomia e rappresentatività dell'istituto.

Quanto alle condizioni di operatività, particolare attenzione merita il tema del rafforzamento dei poteri sanzionatori amministrativi. L'attribuzione in via principale alle autorità indipendenti di poteri comminatori sembra essere, oltre ad un necessario ed efficiente strumento diretto di intervento nella repressione di comportamenti non

corretti, logica conseguenza dell'autonomia, rispetto anche all'esecutivo, nell'attività di *enforcement*. Pertanto, tali prerogative andrebbero estese, per ciò che riguarda la Consob, rispetto a quelle attuali che prevedono un procedimento di tipo complesso, gravoso per il soggetto vigilato, che attribuisce al Ministero del tesoro l'emanazione dei provvedimenti sanzionatori, su proposta della Commissione.

Inoltre, anche alla luce della progressiva autoregolamentazione degli intermediari, la Consob intende rafforzare i rapporti con i soggetti controllati, al fine di migliorare l'efficacia della propria azione ed il suo rapporto con il mercato. In tal senso, la Commissione prevede di estendere agli operatori interessati la partecipazione nell'elaborazione di regolamenti.

L'attuale struttura dei controlli appare relativamente limitativa dell'autonomia della Consob in materia di amministrazione e di spesa. Si tratta di un sistema che, quando venne concepito, non poteva prevedere l'evoluzione, realizzatasi negli ultimi anni, verso una regolamentazione indipendente dall'esecutivo. In via generale si può notare che, mano a mano che le autorità di regolamentazione acquistano caratteri di autonomia e funzioni più ampie, si evidenzia un potenziale contrasto con la prassi e i metodi di norma applicati dagli organi di controllo nei confronti degli apparati amministrativi più tradizionali. Da tale situazione emerge la necessità della ricerca di nuovi equilibri.

L'ampliamento dell'autonomia della Commissione si collega al tema delle sue modalità di finanziamento. Il principio introdotto con la legge 724/94 è, sotto questo profilo, di rilievo. Il reperimento di fonti autonome sottrae l'Autorità al vaglio esclusivo dei controlli statali e la espone a quelli del mercato. La responsabilità della Commissione ne esce rafforzata.

L'architettura del sistema contributivo per il finanziamento della Consob dovrà essere peraltro adattata a seguito dell'evoluzione dell'organizzazione dei mercati e degli intermediari indotta dal recepimento delle norme comunitarie. In tal senso, l'esigenza di garantire condizioni di competitività ai nostri mercati pone l'obiettivo prioritario di

un contenimento dei costi complessivi gravanti sugli scambi; sarebbe quindi opportuno e coerente che, all'interno di un riesame della fiscalità gravante sui mercati finanziari, si preveda una revisione dell'attuale tassa sui contratti di borsa.

Infine, i nuovi poteri della Commissione sembrerebbero opportunamente completati dalla previsione esplicita di competenze, consultive e propositive, nei confronti del Parlamento e del Governo, attinenti le iniziative legislative in materia di mercati mobiliari e di tutela del risparmio. Tale prerogativa caratterizza già altre autorità indipendenti.

* * * * *

Le problematiche descritte portano inevitabilmente a sostenere che per un effettivo sviluppo dei mercati finanziari regolamentati dove vengono trattati titoli privati è necessaria un'ampia riforma nella legislazione. Riforma del diritto societario, rafforzamento dei poteri e dell'indipendenza dell'organo di controllo, più radicati convincimenti di mercato nel portare avanti il processo di privatizzazione e modifiche nel trattamento fiscale di imprese ed investitori rappresentano, a parere di questa Commissione, gli ingredienti di una nuova politica per il mercato mobiliare che il nuovo Parlamento dovrà affrontare.

A volte, in questi anni, si è avuta la percezione che si sia diffuso il convincimento, anche se per pudore mai apertamente dichiarato, che lo sviluppo economico dell'Italia possa fare a meno di una borsa nazionale. Tale prospettiva, alimentata dai risultati lusinghieri dell'economia italiana dell'ultimo anno e dalla crescente integrazione dei mercati finanziari, si presta ad una obiezione di fondo: il non estendere le regole del

mercato ad una fascia più ampia possibile di operatori, quando ad esse si sono già sottoposte alcune imprese che raccolgono capitali sui mercati esteri, aggiunge un nuovo dualismo all'economia italiana. Ed il dualismo rappresenta certamente un segno di arretratezza, civile ancor prima che economica.

Nel rivolgere un saluto alle Autorità e a tutti i presenti, desidero esprimere il pieno apprezzamento al personale per l'attività svolta. Un augurio particolare al professor Mario Bessone che, nel gennaio del 1996, è stato nominato Presidente della Commissione di vigilanza sui fondi pensione dopo aver dato, per nove anni, un apporto di rilievo alle decisioni assunte dalla Commissione Nazionale per la Società e la Borsa.

B - L'ATTIVITA' ISTITUZIONALE

PAGINA BIANCA

I. LE SOCIETÀ QUOTATE

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

Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio

Nel corso del 1995 sono state concluse 19 offerte pubbliche di acquisto, per un valore complessivo di 5.786 miliardi di lire, aventi ad oggetto valori mobiliari quotati o che consentono di acquisire diritti di voto (Tav. I.1). Pertanto, dall'entrata in vigore della legge 149/92 si può osservare una continua crescita delle offerte, sia per numero che per valore, che ha condotto nel periodo 1992-95 alla realizzazione di ben 60 Opa per un valore di 11.542 miliardi.

Con riferimento alla natura delle offerte, si è avuta, nel 1995, una sola Opa preventiva, che rappresenta lo strumento utilizzato da chi intende acquisire il controllo o la quota di maggioranza relativa di una società quotata. Complessivamente, le Opa preventive effettuate dall'entrata in vigore della normativa sono state tre.

Nel corso dell'anno sono state concluse 8 Opa successive, 7 residuali e 3 volontarie. Con riferimento alle Opa successive (effettuate da chi abbia ottenuto il controllo o la maggioranza relativa di una società quotata tramite acquisti effettuati in borsa e/o fuori dalla borsa), il passaggio del controllo è avvenuto prevalentemente con il consenso dell'azionista di controllo o di maggioranza relativa. Questo dato, assieme allo scarso ricorso all'Opa preventiva sopra riscontrato, conferma le peculiarità della struttura proprietaria e di controllo delle società quotate, dove a fronte di una forte concentrazione della proprietà rimane contenuto lo spazio per le scalate ostili.

Per quanto concerne le altre tipologie di Opa, si osserva che quelle residuali hanno condotto alla revoca dalla quotazione di 5 società; in questi casi la scelta

dell'offerente è stata condizionata dal fatto che le condizioni per mantenere un flottante adeguato (tramite la successiva effettuazione di un'offerta pubblica di vendita) sarebbero state, almeno nell'immediato, poco vantaggiose.

TAV. I.1

TIPOLOGIA DELLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E DI SCAMBIO

	1992		1993		1994		1995	
	NUM.	MLD	NUM.	MLD	NUM.	MLD	NUM.	MLD
VOLONTARIA	4	1.146	2	1.646	2	139	3	135
PREVENTIVA	--	--	2	1.051	--	--	1	3.770
INCREMENTALE	--	--	--	--	--	--	--	--
SUCCESSIVA	2	22	3	24	11	1.605	8	1.837
RESIDUALE	--	--	5	13	6	45	7	44
TOTALE	6	1.168	12	2.734	19	1.789	19	5.786

In particolare, le 3 offerte volontarie effettuate nel 1995 hanno avuto ad oggetto azioni ordinarie della Vetriere Italiane (offerente la Spafi), azioni ordinarie, azioni di risparmio, obbligazioni convertibili e warrant su azioni di risparmio della Cementeria di Merone (offerente la Société Suisse de Ciment Portland), le azioni ordinarie della Fisia (offerente la Fiatimpresit); tutte le offerte volontarie citate erano finalizzate alla cancellazione dal listino dei titoli oggetto delle offerte medesime.

Le offerte obbligatorie cosiddette successive, ovvero quelle effettuate successivamente all'acquisizione di una partecipazione rilevante nelle società i cui titoli sono quotati in borsa o negoziati al mercato ristretto, sono state 8 con riguardo a società quotate in borsa, e una con riguardo a società negoziate al mercato ristretto. Le prime hanno avuto ad oggetto i titoli del Lloyd Adriatico (offerente la Allianz AG), del Credito Lombardo (offerente la Banca Antoniana), della Bonifiche Siele (offerente la Banca di Roma), della SME (offerenti la Schemaventuri e il Crediop), della Gaic (offerente la Ferruzzi Finanziaria), della Banca Mercantile Italiana (offerente la Banca Popolare di Lodi), della Finanza & Futuro (offerente la Deutsche Bank) e della Enichem Augusta (offerente la Rwe-Dea). L'unica offerta successiva rivolta verso una società negoziata al mercato ristretto è stata effettuata dal Credito Emiliano sui titoli della Banca Creditwest.

Le offerte residuali realizzate nel 1995 sono state 7, più 2 aventi ad oggetto azioni di società negoziate al mercato ristretto. Le offerte lanciate nei confronti di società quotate in borsa hanno avuto ad oggetto i titoli Nuovo Pignone (offerente la General Electric), l'Abeille (offerente la Compagnie UAP), Vetriere Italiane (offerente la Spafi), del Lloyd Adriatico (offerente la Allianz), Cementeria di Merone (offerente la Société Suisse de Ciment Portland), Banca Mercantile Italiana (offerente la Banca Popolare di Lodi) e Credito Lombardo (offerente la Banca Antoniana). Le operazioni da ultimo descritte erano state tutte precedute dalle corrispondenti offerte successive, ad eccezione delle offerte lanciate dalla Compagnie UAP sui titoli L'Abeille, dalla Spafi sui titoli Vetriere Italiane e dalla Société Suisse de Ciment Portland sui titoli Cementeria di Merone, che erano state precedute da offerte volontarie di acquisto.

Le 2 Opa residuali aventi ad oggetto azioni negoziate al mercato ristretto sono state quelle effettuate sui titoli Banca Creditinvest da parte del Credito Emiliano e sui titoli Zerowatt da parte della Candy. Di queste offerte solo la prima era stata preceduta da un'Opa successiva. A seguito di dette offerte tutte le società citate sono state revocate dal listino ufficiale.

Facendo seguito all'offerta pubblica di acquisto preventiva lanciata nel dicembre del 1994 sui titoli del Credito Romagnolo da parte del Credito Italiano, sono state lanciate rispettivamente dalla Cariplo e dal Credito Italiano un'offerta concorrente e una di aumento.

Nel 1995, infine, sono state effettuate 6 offerte di acquisto e una di acquisto e scambio le quali, non avendo ad oggetto titoli ammessi alla quotazione ufficiale, non rientrano nell'ambito applicativo del Capo II della legge 149/92. Pertanto tali operazioni sono state promosse ai sensi dell'art. 18 della legge 216/74, ancorchè alle stesse siano state applicate, ove compatibili, le modalità procedurali delle offerte di cui alla legge 149/92.

Dette operazioni hanno riguardato l'offerta di acquisto di titoli della Banca Popolare di Rieti da parte della Carimonte Banca, l'offerta di acquisto avente ad oggetto i titoli della Banca Popolare di Lanciano e Sulmona da parte della Banca Popolare dell'Emilia Romagna, l'offerta di acquisto di titoli della Banca Agricola Popolare di Cerea da parte della Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo, l'offerta di acquisto avente ad oggetto i titoli Grand Hotel di Rimini da parte della Volante, l'offerta di acquisto di titoli della Banca Popolare del Materano da parte della Banca Popolare dell'Emilia Romagna, l'offerta di acquisto di titoli della Banca Popolare della Marsica da parte della Banca Agricola Mantovana e, infine, l'offerta di acquisto e scambio avente ad oggetto titoli della Banca Popolare di Abbiategrasso da parte della Banca Agricola Mantovana medesima.

L'attività regolamentare e interpretativa in materia di offerte pubbliche di acquisto

Nel corso del 1995 la Commissione è stata più volte sollecitata ad intervenire per chiarire e precisare l'ambito ed i limiti di applicazione della legge 149/92.

In particolare, la Commissione ha escluso la possibilità di effettuare un'offerta in aumento da parte di chi abbia presentato un'offerta concorrente. Nella fattispecie, occorre stabilire se fosse applicabile anche all'offerta concorrente la disciplina di cui all'art. 22, comma 1, legge 149/92, che autorizza l'aumento del corrispettivo offerto dall'offerente originario una sola volta e a condizione che tale aumento non sia inferiore al 5 per cento.

Secondo l'avviso manifestato dalla Commissione, con il conforto di un parere reso sul punto dal Consiglio di Stato, il contesto normativo della legge 149/92, interpretato secondo criteri letterali, logici e sistematici, non consente di riconoscere la facoltà, per il soggetto che presenti un'offerta concorrente, di effettuare, a sua volta, una successiva offerta in aumento. In particolare, a supporto di tale orientamento si è

sostenuta la tesi secondo la quale la norma posta dall'art. 22, letta nel contesto dell'intera disciplina contenuta nella legge 149/92 e del complessivo procedimento cui dà luogo la presentazione di una offerta pubblica, non riguarda la disciplina generale delle offerte, ma è una disposizione sull'offerta originaria o, più precisamente, sul potere dell'offerente originario di migliorare la propria offerta.

Nella medesima circostanza la Commissione si è pronunciata sull'ammissibilità di una dichiarazione unilaterale di inefficacia dell'offerta concorrente, effettuata da chi si sia reso promotore della stessa, al fine di apportare all'offerta originaria i titoli posseduti prima del lancio dell'offerta concorrente. La questione è stata risolta in senso affermativo, ritenendo che, in presenza di offerte tra loro contrapposte, i presupposti dell'inefficacia possano verificarsi nel corso dell'offerta e prima della sua scadenza, qualora dalla pubblicazione dei dati relativi alle adesioni risulti inequivocabilmente che il quantitativo minimo richiesto dall'offerta concorrente non sia più raggiungibile, tenuto conto delle accettazioni pervenute all'altra parte.

In altra occasione, la Commissione ha escluso che le azioni possedute a titolo di nuda proprietà - le quali, in base a quanto previsto dall'art. 2352 c.c., non attribuiscono il diritto di voto - possano assumere rilievo ai fini della disciplina di cui alla legge 149/92, precisando che, al contrario, tale rilevanza sopravvenga solo quando si verifichi la riunione dell'usufrutto alla nuda proprietà.

In risposta ad un quesito riguardante la sussistenza dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto nell'ipotesi di conferimento di azioni ad un patto di sindacato, la Commissione ha osservato che l'operazione, ove non comporti un acquisto di azioni, ma un mero conferimento di quelle esistenti nel patrimonio dei partecipanti all'accordo, non assume rilievo ai fini dell'applicazione della normativa sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.

In relazione a possibili comportamenti elusivi della legge 149/92, è stata affrontata la questione dell'applicabilità della disciplina delle offerte pubbliche obbligatorie ad un'operazione di fusione. Nella circostanza, la Commissione ha

affermato l'insussistenza, in capo alla società incorporante, di un obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni della società incorporata, per la radicale incompatibilità di tale fattispecie con il presupposto di applicazione della legge 149/92: nel caso di fusione per incorporazione, difatti, determinandosi la riduzione ad unità dei patrimoni e delle organizzazioni sociali, la società incorporata perde la propria individualità giuridica; la situazione di controllo significativa ai sensi dell'art. 10, legge 149/92, al contrario, presuppone l'esistenza di due soggetti distinti, uno dei quali sia in grado di "dominare" l'attività sociale dell'altro attraverso una partecipazione azionaria.

Sempre con riferimento ad un'operazione di fusione per incorporazione, l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto è stato escluso anche nei confronti delle azioni di eventuali società controllate dalla società incorporata. In particolare, la Commissione, dopo aver ribadito che il presupposto per la rilevanza di un'operazione ai fini dell'applicabilità dell'art. 10 consiste nell'intenzione di acquisire la partecipazione rilevante (sia essa di controllo o di maggioranza relativa), ovvero nell'avvenuta volontaria acquisizione di tale partecipazione, ha osservato come l'acquisizione al patrimonio della società incorporante delle partecipazioni della società incorporata, essendo un effetto automatico della fusione, non può essere di per sé qualificabile quale autonomo atto di volontà di acquisizione delle suddette partecipazioni. Ciò a meno che non sussistano ulteriori elementi dai quali risulti che l'intera operazione sia finalizzata non alla realizzazione della fusione, ma all'acquisizione del controllo delle società controllate dalla società incorporata, in elusione, quindi, delle norme in materia di offerte pubbliche obbligatorie.

Alcune recenti pronunce giudiziarie hanno, inoltre, mostrato di recepire l'orientamento interpretativo assunto dalla Commissione relativamente al caso di acquisto di azioni da parte di istituti di credito in esecuzione di un piano di salvataggio. In base a tale orientamento - del quale si è già dato conto nella Relazione sull'attività di questa Commissione per l'anno 1994 - la normativa sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie è stata ritenuta non applicabile a quelle ipotesi in cui l'acquisto

di azioni di una società fosse avvenuto con l'intento non di assumerne il controllo, ma esclusivamente di favorirne il riequilibrio economico-patrimoniale, con il conseguente recupero dei crediti vantati nei confronti della stessa. Non si tratta, dunque, di un caso di esonero dall'applicazione della legge 149/92 (esonero che, peraltro, sulla base della normativa attualmente in vigore, la Commissione non avrebbe il potere di disporre), bensì del riconoscimento dell'insussistenza, nella fattispecie concreta presa in esame, di tutti i presupposti previsti dalla legge per l'applicazione della normativa sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie. Sul punto, la Commissione ha avuto occasione di precisare, da un lato, che la non applicazione della normativa sulle offerte pubbliche di acquisto deve intendersi limitata alle sole quote di pertinenza degli istituti di credito aderenti al piano di salvataggio; dall'altro che la soglia di maggioranza relativa - rilevante ai fini della sussistenza dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto in capo ad eventuali soggetti diversi da quelli aderenti al piano di salvataggio - deve essere determinata senza considerare le quote da questi ultimi possedute.

Sulla base dell'esperienza maturata in questi primi anni di applicazione della legge 149/92, la Commissione ha elaborato una proposta complessiva di modifica della disciplina attualmente in vigore.

Un primo aspetto di tale proposta intende affrontare una delle esigenze di modifica della legge 149/92 oggi maggiormente avvertite, ossia quella di giungere ad una semplificazione dei presupposti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie. L'attuale normativa ricollega tale obbligo all'intenzione di raggiungere il controllo della società (Opa preventiva) o all'avvenuto raggiungimento dello stesso (Opa successiva), sia che si tratti di controllo di diritto che di fatto, esercitato in assemblea ordinaria da un soggetto o tramite un sindacato di voto, come prevede l'art. 10, comma 2, della legge 149/92. Nelle società in cui non sia individuabile un azionista o un patto di sindacato di controllo, l'obbligo deriva dal conseguimento della quota di maggioranza relativa, anch'essa detenuta da un soggetto o tramite un sindacato di voto. Tale meccanismo necessita di una continua opera di monitoraggio e di aggiornamento delle

soglie rilevanti da parte della Commissione, in quanto richiede che per ogni società venga verificata l'esistenza di un azionista di controllo o identificata la soglia di maggioranza relativa: chi opera sul mercato, quindi, deve fare riferimento a valori potenzialmente soggetti ad una continua variabilità, con l'ulteriore difficoltà derivante dalla possibilità che la società presenti forme di controllo di coalizione non esplicite che, quindi, ostacolano la corretta identificazione delle soglie rilevanti. Allo scopo di porre rimedio a tale situazione, una delle proposte di modifica dell'attuale normativa avanzate dalla Commissione consiste nell'introduzione di una soglia percentuale unica (la cui entità potrebbe essere ricompresa tra il 25 ed il 33 per cento), calcolata sulle azioni che conferiscono diritti di voto in assemblea ordinaria, alla quale collegare l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto, così come previsto, peraltro, dalle principali normative europee. Alla Commissione verrebbe, peraltro, attribuito il potere di individuare, avuto riguardo alle esigenze di tutela del pubblico risparmio sottese alla normativa stessa, una soglia inferiore per quelle società che presentino una particolare struttura azionaria.

Altra innovazione contenuta nella proposta di riforma della legge 149/92 che merita di essere menzionata è l'abrogazione dell'offerta pubblica cosiddetta "incrementativa" del semicontrollo, attualmente prevista dall'art. 10, comma 7, della legge 149/92. Tale proposta si comprende ove si consideri che finalità di questa figura di Opa - che non ha, ad oggi, mai trovato applicazione - in effetti, non è tanto quella di imporre un'offerta pubblica di acquisto a tutela degli azionisti di minoranza, bensì di scoraggiare l'acquisizione del controllo mediante tecniche diverse da quelle dell'Opa preventiva o successiva, impedendo, così, le scalate cosiddette "occulte".

A fronte dell'abrogazione dell'offerta pubblica incrementativa del semicontrollo, inoltre, si propone l'introduzione di una nuova figura di offerta pubblica incrementativa, del tutto differente dalla precedente, che operi nei confronti di chi intenda acquistare o abbia acquistato più del 2 per cento dei diritti di voto, muovendosi tra la soglia unica predeterminata ed il 50 per cento del capitale sociale. La sua

previsione appare indispensabile al fine di disciplinare gli eventuali acquisti successivi all'acquisizione di una partecipazione rilevante rispetto alla soglia unica predeterminata, e finalizzati al raggiungimento del controllo di società aventi titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto.

Va segnalato, ancora, come tale progetto di modifica della legge 149/92 preveda l'introduzione della nozione di "azione di concerto" al fine di dare rilievo, nell'individuazione dei soggetti che detengono la partecipazione rilevante o che intendono acquisirla, alle diverse forme di accordo coalizionale attraverso le quali si può realizzare il controllo della società.

Per impedire automatismi nell'imposizione dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto, si suggerisce, inoltre, di inserire nella legge un compiuto sistema di deroghe, in modo tale che la normativa operi soltanto qualora sia effettivamente presente l'esigenza di assicurare pari opportunità economiche a tutti gli azionisti. Tale obiettivo può essere raggiunto, avuto riguardo alle principali normative straniere, tramite due distinte innovazioni: l'inserimento nella legge di alcune ipotesi di irrilevanza dell'obbligo ulteriori rispetto a quella delle operazioni infragruppo attualmente prevista (ad esempio nel caso di acquisizione a titolo gratuito), nonché l'attribuzione alla Consob del potere di concedere deroghe nei casi che saranno previsti in termini generali dalla legge.

Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione

Il rapporto tra le imprese e la borsa italiana nel corso del 1995, a fronte di un andamento negativo del mercato azionario, presenta interessanti elementi di rivitalizzazione. Dal lato dell'offerta, si assiste alla quotazione ufficiale di un numero considerevole di società di medio-piccola dimensione operanti nei settori industriali, che rappresenta un segnale positivo verso una migliore rappresentatività dell'economia reale (Tav. aI.2). Complessivamente, il saldo tra società iscritte (14) e cancellate (16)

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 revoke, 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 Univear 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 aI.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

danno che poteva derivare alla società dalla diffusione di talune informazioni in assemblea. La Commissione, dopo le opportune valutazioni, ha respinto l'opposizione, disponendo la pubblicazione delle notizie in occasione della diffusione del documento informativo redatto ai sensi dell'art. 23 della delibera Consob n. 5553/91 e relativo ad una operazione sul capitale.

Per garantire una corretta e completa informativa agli azionisti, sono state richieste, in sette casi, informazioni aggiuntive in occasione di aumenti di capitale sociale; in sette casi le informazioni richieste alle società hanno avuto ad oggetto delibere di fusioni; in otto casi gli interventi sono stati mirati a far integrare l'informativa in occasione di assemblee aventi ad oggetto delibere ai sensi degli artt. 2446, 2447 e 2448 c.c. In un solo caso, infine, la richiesta ha interessato un'assemblea straordinaria avente ad oggetto la modifica di un articolo dello statuto sociale nella parte relativa al numero massimo dei componenti il consiglio di amministrazione.

Si soggiunge che, per quanto riguarda le delibere concernenti le operazioni sul capitale, gli interventi della Commissione hanno avuto lo scopo di far integrare l'informativa predisposta per gli azionisti invitando le società interessate a fornire elementi aggiuntivi circa la destinazione dei mezzi raccolti, la disponibilità dell'azionista di maggioranza a sottoscrivere l'aumento di capitale nonché in ordine alla costituzione di consorzi di collocamento e/o garanzia.

3. *L'INFORMATIVA, LA CORRETTEZZA E LA REVISIONE CONTABILE*

L'attività regolamentare ed interpretativa

In materia di informativa sui bilanci l'anno 1995 ha visto la Commissione

impegnata in una continua azione di interpretazione della normativa vigente, effettuata sia attraverso l'emanazione di comunicazioni di carattere generale, sia attraverso il rilascio di specifici pareri richiesti dalle società emittenti concernenti alcune problematiche ancora strettamente connesse alla fase di avvio della nuova disciplina codicistica dei conti annuali e consolidati.

Tra le comunicazioni di carattere generale del 1995, si segnala quella sui criteri di classificazione e valutazione del portafoglio titoli delle banche (95001296 del 15 febbraio 1995); ciò in quanto l'analisi delle relazioni semestrali delle banche al 30 giugno 1994 aveva messo in evidenza un rilevante aumento, in termini percentuali, dei titoli ricompresi nel comparto "immobilizzato".

Il D. l. 87/92 detta per i titoli criteri di valutazione diversi a seconda che i titoli siano classificati nel comparto "immobilizzato" ovvero "non immobilizzato". In merito alla valutazione il citato decreto ha stabilito, per i titoli "immobilizzati", l'applicazione del principio generale del costo d'acquisto, per quelli "non immobilizzati" due criteri alternativi: il valore di mercato ovvero il minore tra costo d'acquisto e valore di mercato. Per quanto riguarda la classificazione di tali attività, la disciplina prevede un criterio di distinzione di tipo funzionale. I primi infatti, sono detenuti a scopo di stabile investimento, gli altri per esigenze di tesoreria ovvero ai fini della negoziazione.

La Commissione ha giudicato innanzitutto opportuno che le procedure relative alla gestione del portafoglio titoli prevedano l'adozione di specifiche deliberazioni (cosiddette "delibere quadro") da parte degli organi societari competenti, che individuino le caratteristiche essenziali dei comparti costituenti il portafoglio titoli. Si è inteso inoltre sottolineare che i titoli immobilizzati, assoggettati al requisito dello "stabile investimento", non dovrebbero essere utilizzati per esigenze di tesoreria, ferma restando la possibilità di un loro impiego per operazioni di pronti contro termine, o, comunque, di temporaneo smobilizzo.

Da ultimo è stato stabilito che, qualora situazioni straordinarie rendano necessario il trasferimento da un comparto all'altro o dismissioni anticipate di parte del portafoglio titoli immobilizzato, occorrerà adottare una nuova "delibera quadro", salvo il caso in cui la nuova struttura del portafoglio risulti ancora coerente con quanto precedentemente deliberato.

Un secondo intervento ha riguardato la ridefinizione degli obblighi informativi a cui sono soggette le società quotate in merito alla documentazione da inviare alla Consob in allegato al bilancio.

Su tale argomento la Commissione, con una precedente comunicazione del maggio 1994, aveva richiesto alle società che in sede di adempimento del citato articolo si erano avvalse della facoltà prevista dall'art. 2429, ultimo comma, c.c. ("il deposito

delle copie dell'ultimo bilancio delle società controllate [...] può essere sostituito, per quelle incluse nel consolidamento, dal deposito di un prospetto riepilogativo dei dati essenziali dell'ultimo bilancio delle medesime"), di trasmettere successivamente allo svolgimento dell'assemblea le copie integrali dei bilanci delle partecipate incluse nell'area di consolidamento.

A parziale modifica di tale comunicazione è stato stabilito che le società con titoli quotati al mercato ufficiale, ove ricorrano le medesime condizioni, unitamente alla documentazione prevista dall'art. 1/4, legge 216/74, dovranno inviare esclusivamente gli schemi contabili (stato patrimoniale e conto economico) delle società controllate incluse nell'area di consolidamento utilizzati ai fini della redazione del bilancio consolidato, nonchè, ove siano redatti, i consolidati delle *sub-holding* controllate. Tale disposizioni valgono anche per le società i cui titoli sono ammessi alle negoziazioni del mercato ristretto.

A seguito dell'entrata in vigore delle disposizioni che hanno generalizzato l'obbligo del bilancio consolidato, la Commissione ha provveduto ad emanare una comunicazione con la quale si è stabilito che devono intendersi superate tutte le prescrizioni e le comunicazioni adottate dalla stessa prima dell'entrata in vigore delle citate disposizioni in materia di bilancio consolidato.

Inoltre, nell'ambito dell'esercizio dei poteri di cui all'art. 1/3, lettera a), legge 216/74 nei confronti degli enti creditizi o finanziari non tenuti *ex lege* alla redazione del bilancio consolidato, si è confermato l'obbligo di redigerlo nei confronti di nove società, che, ancorché non più tenute per legge alla sua redazione, tuttavia possiedono significative partecipazioni di controllo tali da rendere necessaria la redazione ai fini di una corretta informazione al pubblico della propria situazione economico-patrimoniale. I poteri di prescrizione in questione potranno essere comunque esercitati dalla Commissione ogniqualvolta si renda necessaria, in presenza di una diversità dei settori di attività dei gruppi, una rappresentazione delle informazioni patrimoniali, finanziarie ed economiche più idonea a garantire la chiarezza e la trasparenza nei confronti del

mercato.

Un'altra comunicazione ha riguardato la possibilità di rappresentare i dati contabili contenuti nei bilanci consolidati in forma arrotondata. La Commissione, che sul punto si era già espressa favorevolmente in occasione dell'emanazione del regolamento concernente la redazione della relazione semestrale, ha precisato che nella scelta del grado di arrotondamento - normalmente le società adottano un'approssimazione alle "lire milioni" - dovrà essere tenuto sempre presente l'obiettivo di assicurare la piena significatività dell'informazione fornita al mercato.

La Commissione ha infine apportato, con delibera 9389/95, alcune modifiche di natura minimale alle precedenti delibere in materia di relazione semestrale.

Le modifiche si riferiscono alla relazione semestrale delle società tenute all'osservanza del D.lgs. 127/91, delle banche e delle imprese di assicurazione. Per le prime, in particolare, al fine di recepire le modifiche della legge 503/94 (abolizione dell'appendice fiscale), è stato modificato il commento alla semestrale contenuto nell'appendice 1 della delibera 8195/94. Con riferimento alla redazione della semestrale delle banche, la Commissione ha modificato le appendici 5 e 6 della citata delibera, al fine di adattare il commento della relazione alle variazioni terminologiche introdotte dalla Banca d'Italia con il provvedimento del gennaio 1995. Per quanto attiene infine il settore assicurativo, per garantire una migliore standardizzazione delle informazioni di carattere reddituale e finanziario, è stato ridefinito il regime transitorio in attesa del recepimento della direttiva 91/674/CEE sui conti annuali e consolidati del settore, modificando al riguardo le tabelle 9 e 12 della delibera 2838/87.

È stato anche richiesto di pronunciarsi in merito alla possibilità di avviare la redazione di documenti consolidati da parte della società capogruppo sulla base di dati preliminari non ancora approvati da parte dei consigli di amministrazione delle imprese controllate. La Commissione, nel rilasciare parere favorevole, ha comunque ritenuto opportuno sottolineare che l'applicazione di tale procedura deve sempre essere valutata in un'ottica di conformità alla vigente disciplina in materia di insider trading.

Un altro quesito posto alla Commissione ha riguardato la possibilità di consolidare proporzionalmente il bilancio consolidato di una sub-holding, detenuta al 50 per cento in joint-venture con un altro socio, che a sua volta controllava interamente una società industriale. Sul punto la Commissione ha espresso parere favorevole nel presupposto che la sub-holding rappresentava di fatto una struttura societaria di interposizione nei confronti del reale investimento costituito dalla società operativa e che i conti del sub-consolidato in questione riflettevano (sostanzialmente) in termini quantitativi quelli del bilancio civilistico della controllata operativa.

In un altro caso, infine, un'emittente ha manifestato la volontà di non procedere al consolidamento integrale, nel bilancio consolidato al 31 dicembre 1994, di un gruppo di società il cui controllo era stato acquisito a fine esercizio. Sulla questione la Commissione ha sottolineato che il controllo della regolarità e della corrispondenza alle scritture contabili del bilancio consolidato è demandato, in base alla disciplina del bilancio, agli organi o soggetti cui è attribuito per legge quello

sul bilancio d'esercizio dell'impresa controllante. Si è ritenuto quindi che, anche qualora la società richiedente non avesse inteso procedere al consolidamento integrale, a seguito dell'eventuale consenso ottenuto dai competenti organi, si sarebbero comunque dovute fornire in bilancio esaurienti informazioni complementari nella nota integrativa, tali da consentire un'adeguata valutazione della situazione patrimoniale, economica e finanziaria del Gruppo stesso.

Un'ulteriore problematica affrontata ha riguardato la redazione dei bilanci secondo le disposizioni del D.lgs. 87/92, sulla quale la Commissione si è espressa richiamando, in due casi, il principio della continuità dei conti economici in termini di simmetria tra flussi di costi e di ricavi. In particolare, un primo caso ha riguardato la regolarità dell'utilizzo a conto economico della riserva da conferimento ex "Legge Amato" (legge 218/90 sulla ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico) al fine di coprire una svalutazione per pari importo di una partecipazione detenuta in un altro istituto di credito. L'avviso espresso dalla Commissione al riguardo è stato favorevole a condizione da un lato che l'alimentazione della riserva di patrimonio fosse stata in passato effettuata attraverso la diretta imputazione di componenti positivi di reddito (quali le plusvalenze da conferimento) mai confluiti nel conto economico in virtù dei benefici fiscali concessi dalla legge, dall'altro che si fosse in presenza di una stretta correlazione, in termini di bene di riferimento, tra il componente negativo di reddito che si intende neutralizzare e la riserva da utilizzare a tal fine.

Diverse sono state invece le conclusioni alle quali la Commissione è giunta affrontando l'altra tematica concernente la possibilità di trasferire al Fondo rischi bancari generali una riserva di patrimonio netto. In tal caso infatti, avendo la riserva di patrimonio netto trovato la sua costituzione e alimentazione in sede di destinazione dell'utile, senza quindi aver mai influenzato il conto economico, si è ritenuto che la prospettata riclassificazione al Fondo rischi bancari generali, il cui saldo tra dotazioni e prelievi deve invece incidere sulla determinazione del risultato di esercizio, non fosse coerente con il rispetto del principio della continuità dei conti economici in termini di simmetria tra costi e ricavi in precedenza citato.

Un'ulteriore interpretazione, sempre in tema di Fondo rischi bancari generali ha portato a ritenere legittima, da parte di società ed enti finanziari, l'utilizzazione di tale fondo nel caso di copertura delle perdite derivanti dalla mancata percezione dei dividendi distribuiti da società controllate. Per le società ed enti finanziari, infatti, il Fondo rischi bancari generali appare finalizzato a far fronte ai rischi tipici dell'attività finanziaria ivi compresa quindi, la gestione delle partecipazioni.

Ulteriori aspetti trattati hanno riguardato alcune problematiche concernenti la relazione semestrale e le sue modalità di redazione. In un caso, una società ha manifestato l'intenzione di voler procedere, in sede di predisposizione della situazione infrannuale al 30 giugno 1995, al consolidamento integrale delle società partecipate, coerentemente con quanto effettuato in sede di bilancio consolidato al 31 dicembre 1994, anche se tale metodologia non era quella seguita per la relazione consolidata al 30 giugno 1994, nell'ambito della quale veniva utilizzato il cosiddetto consolidamento sintetico ad *equity*.

La società ha richiesto alla Commissione, che non ha ritenuto di dover formulare

alcun rilievo al riguardo, la possibilità di comparare i dati semestrali solamente con quelli del bilancio al 31 dicembre 1994, fornendo le adeguate informazioni complementari.

Un altro tema affrontato ha riguardato il trattamento contabile dei dividendi. Sul tema la Commissione, che già precedentemente aveva accettato l'impostazione contabile che prevedeva l'imputazione dei dividendi in base al principio della competenza, si è espressa contemplando favorevolmente la possibilità di utilizzare tale criterio anche qualora le assemblee di approvazione dei bilanci di alcune partecipate si fossero tenute successivamente alla data di approvazione del progetto di bilancio della capogruppo. Tuttavia, la Commissione, che nel formulare tale giudizio ha tenuto conto dell'influenza determinante sulle politiche dei dividendi di gruppo da parte della controllante, ha sottolineato l'esigenza che nel progetto di bilancio venisse garantita la chiarezza sotto il profilo informativo ed inoltre che nel caso in cui eventi imprevisi avessero cambiato la decisione finale assunta nelle riunioni assembleari di approvazione del bilancio da parte delle controllate, la controllante ne avrebbe dovuto tener conto nell'assemblea di approvazione del proprio bilancio.

In tema di "revisione", nel corso del 1995 la Commissione ha dato l'avvio ai lavori per la formulazione di un apposito principio di revisione dei conti consolidati e sul ruolo del revisore principale e secondario.

Il problema del ruolo del revisore principale e il suo rapporto con il revisore secondario soprattutto per i profili che interessano la revisione e certificazione del bilancio consolidato è stato in effetti più volte oggetto dell'attenzione della Commissione. Le note vicende degli ultimi anni hanno portato infatti a riflettere sul problema della revisione di un gruppo e sulla attualità delle indicazioni contenute nel Principio di revisione n. 2 formulato dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, che attualmente rappresenta l'unico riferimento in materia.

Nella pratica si è riscontrato che le indicazioni contenute nel citato principio sono state adottate in maniera disomogenea. Non risultano infatti ancora chiaramente

definiti i nessi di collegamento tra il ruolo del revisore principale e secondario e l'attività di revisione e certificazione dei conti consolidati.

Si è inoltre constatata in generale una scarsa attenzione al significato attribuito alla revisione del bilancio consolidato. Si è notato in proposito che l'approccio di revisione seguito per detto documento riflette un'impostazione meramente contabile. Ciò ha condotto al risultato di trascurare il rilevante obiettivo della revisione dei gruppi che, in definitiva è quello di giudicare, attraverso la visione del gruppo di appartenenza, la corretta rappresentazione della situazione economica, patrimoniale e finanziaria della *holding*.

In attesa di definire l'intera disciplina, la Commissione ha ritenuto di intervenire in via d'urgenza, con la comunicazione 95001280 del 15 febbraio 1995 indirizzata alle società di revisione iscritte nell'albo speciale, per disciplinare il contenuto della relazione di certificazione nel caso di utilizzazione delle prestazioni professionali di altri revisori, rendendolo più aderente alle disposizioni contenute nel citato Principio di revisione n. 2, che allo stato attuale rappresenta l'unico punto di riferimento. Con la stessa comunicazione sono stati altresì forniti chiarimenti, rispetto a quanto già disciplinato con la comunicazione Consob 20778 del 22 dicembre 1986, in merito al comportamento che il revisore deve tenere nel caso vi sia la perdita dello *status* di revisore principale.

Nel corso del 1995, il Tar, in occasione del ricorso presentato da alcuni soggetti a cui erano state irrogate dalla Consob le sanzioni previste dall'art. 11, secondo comma, del D.p.r. 136/75, ha avuto modo di esprimersi su alcuni aspetti meritevoli di menzione. In particolare il Tar, nel precisare che vi deve essere sempre un razionale rapporto tra la gravità degli addebiti e la durata del periodo di inibizione prescritto ai sensi dell'art.11 del citato decreto, ha affermato che la Consob deve dare espressamente conto nei propri provvedimenti sanzionatori del criterio in forza del quale è pervenuta alla determinazione quantitativa del periodo di inibizione in concreto prescritto; ossia, in sostanza, del grado di gravità relativa attribuito al fatto sia nel suo

aspetto oggettivo che in quello soggettivo (come, per esempio, l'esistenza o meno di eventuali cause di parziale giustificazione della violazione commessa).

A tali criteri la Commissione si è quindi attenuta nella comminazione delle sanzioni assunte ai sensi delle norme previste nel D.p.r. 136/75.

Nei primi giorni del gennaio 1996 la Consob, a seguito della verifica ispettiva effettuata presso la Coopers & Lybrand (C&L), in relazione ai lavori di revisione e certificazione dei bilanci del Gruppo Gemina, ha intimato alla società di revisione, ai sensi dell'art. 11, comma 2, lettera a), del D.p.r. 136/75, di non avvalersi nell'attività di revisione e certificazione, per un periodo di ventiquattro mesi, di un socio firmatario delle relazioni di certificazione e ha disposto d'ufficio, ai sensi dell'art. 2, comma 9, D.p.r. 136/75, la revoca dell'incarico di revisione e certificazione relativo ai bilanci d'esercizio e consolidato della Gemina Spa per il triennio 1995, 1996 e 1997. In particolare il socio nei confronti del quale è stata irrogata la sanzione era direttamente e personalmente responsabile delle gravi irregolarità tecniche riscontrate nello svolgimento dei lavori di revisione sui bilanci della RCS Rizzoli Libri Spa al 31 dicembre 1992 e della RCS Editori al 31 dicembre 1992 e al 31 dicembre 1993. Ciò in quanto lo stesso era il responsabile di detti lavori e firmatario delle relative relazioni di certificazione.

Inoltre dette irregolarità, per la loro rilevanza, hanno influito anche sul corretto svolgimento dell'attività di revisione e certificazione dei bilanci d'esercizio e consolidato della Gemina Spa al 30 giugno 1993 e al 31 dicembre 1993, attività per le quali il socio sanzionato era, ancora una volta, direttamente e personalmente responsabile in quanto responsabile dei lavori e firmatario delle relative relazioni di certificazione. La Consob ha in tale occasione anche valutato l'operato della società di revisione.

In tale contesto l'analisi del comportamento della C&L, nella prospettiva della revisione contabile della capogruppo Gemina Spa, ha fatto emergere profili di inidoneità tecnica nell'esercizio da parte di questa del ruolo di revisore principale. Infatti la C&L, sulla base dei piani di revisione riferiti agli esercizi chiusi al 30 giugno 1993 e al 31 dicembre 1993, aveva assunto la qualifica di revisore principale, che comportava l'assunzione piena della responsabilità nei confronti di tutti i lavori di revisione svolti direttamente nell'ambito del gruppo, e quindi anche nei confronti di quelli concernenti la RCS

Rizzoli Libri Spa al 31 dicembre 1992 e della RCS Editori Spa al 31 dicembre 1992 e 1993, nello svolgimento dei quali sono state accertate le citate gravi irregolarità che hanno riverberato i loro effetti anche sui bilanci della Gemina alle medesime date.

I principi contabili nella prospettiva dell'internazionalizzazione dei mercati

La carenza di armonizzazione internazionale delle regole dell'informazione finanziaria costituisce un rilevante ostacolo alla libera circolazione dei capitali ed all'efficienza dei mercati finanziari. Nel corso del 1995 la collaborazione instaurata in sede Iosco con l'*International Accounting Standards Committee* (Iasc) ha consentito di realizzare notevoli progressi in tale direzione. A tale attività ha collaborato efficacemente anche la Commissione europea.

Il gruppo di lavoro della Iosco sull'armonizzazione contabile sta conducendo dal 1987 un'intensa attività con lo Iasc finalizzata ad individuare un nucleo di principi contabili di riferimento per le offerte pubbliche e le ammissioni a quotazione dei titoli sui mercati di più Stati. Essa è diretta a superare le attuali difficoltà di riconciliazione dei conti imposte dalle autorità dei mercati statunitensi, onerose per gli emittenti multinazionali e generanti asimmetrie informative. La prima fase di questo processo si è chiusa nel giugno del 1994, con la comunicazione da parte dello Iasc della propria opinione sui 10 *standard* rivisitati nell'ambito del *Comparability Project*.

Nella primavera del 1995, inoltre, lo Iasc ha reso pubblico il proprio *work program*, approvato anche dalla Iosco, volto a completare l'esame di quelle materie indicate dalla stessa Iosco come determinanti per la realizzazione di un'accordo tra le autorità di controllo dei paesi membri (*core standard*). Tale programma prevede l'emanazione di 16 nuovi principi entro il 1999. La collaborazione della Iosco continuerà con un'attività continua di indirizzo e valutazione dei lavori di *standard setting*. Ciò determinerà il costante coinvolgimento delle autorità di controllo nel processo di formazione delle regole contabili.

Nell'ambito delle iniziative volte ad indirizzare l'interesse nazionale sull'armonizzazione contabile, la Consob ha promosso un dibattito da cui sembra emergere un generale consenso su un accordo di armonizzazione in materia contabile, fondato su norme "effettivamente" internazionali e atte a soddisfare le necessità di mercati finanziari in evoluzione e sempre più integrati. Nella prospettiva europea è stata evidenziata l'opportunità di superare, anche sotto il profilo formale, le rigidità e gli schematismi delle direttive. Ciò per garantire alle norme relative all'informazione finanziaria la necessaria flessibilità coerente con la dinamica societaria. Inoltre, è stata indicata l'opportunità che, almeno in questa fase, l'accordo riguardi unicamente il bilancio consolidato. Tale necessità deriva sia dalle emerse difficoltà di coordinamento con la vigente legislazione fiscale, sia dalla circostanza che i conti consolidati costituiscono ormai il riferimento prevalente nei mercati finanziari internazionali.

Successivamente, una comunicazione della Commissione UE al Consiglio ha annunciato la nuova politica delle istituzioni comunitarie relativamente al processo di armonizzazione contabile.

In tale documento si osserva che la globalizzazione dei mercati finanziari internazionali rende imprescindibile il processo di armonizzazione contabile e che, pertanto, l'intervento rispetto alle regole che governano i cosiddetti *global players* costituisce una priorità assoluta. In particolare, la logica dell'intervento deve essere coerente con gli sviluppi del dibattito internazionale e pertanto deve essere assicurato un confronto continuo tra le norme UE e le regole elaborate in ambito Iasc. Infine, l'intervento deve avvenire preferibilmente tramite l'emanazione di raccomandazioni, e non direttive, della UE agli Stati membri.

In seguito, la Commissione Europea ha costituito un'apposito gruppo con il compito di procedere ad un primo confronto tra le direttive esistenti in materia e i principi Iasc, al fine di verificare l'applicabilità di questi ultimi alle imprese europee, tenute al rispetto delle norme comunitarie.

L'attività di controllo sui progetti di bilancio

L'operato della Commissione si è indirizzato verso un più assiduo monitoraggio delle società emittenti, realizzato attraverso le audizioni degli amministratori e dei sindaci ovvero attraverso richieste di specifiche memorie, strumenti questi che hanno consentito di individuare e approfondire le problematiche incontrate nel corso della fase di predisposizione dei bilanci.

Il monitoraggio sulle società ha beneficiato in alcuni casi del contributo fornito dalle stesse società emittenti che si sono rese parte attiva nell'individuazione di problematiche sulla base delle quali la Commissione ha fornito, attraverso il rilascio di specifici pareri, linee interpretative applicabili poi in via generale.

Particolare enfasi si è voluta attribuire quest'anno ai rapporti con i collegi sindacali nel convincimento che, rappresentando essi una figura centrale all'interno della realtà aziendale, potessero costituire un interlocutore particolarmente qualificato in virtù di quella funzione dialettica che è loro propria nei confronti di tutti i soggetti coinvolti nella vita societaria (amministratori, comitato esecutivo, azionisti, revisori).

Non v'è dubbio, infatti, che ai sindaci vada riconosciuto il compito di organo collettore dei flussi informativi; in quest'ambito assumono particolare rilevanza i rapporti intrattenuti con gli amministratori, nei confronti dei quali si ritiene che il collegio non esaurisca la sua azione unicamente nell'esercizio formale dei suoi poteri, ma debba anche estenderla onde verificare che non vengano compiute operazioni tali da compromettere la situazione economica e patrimoniale della società.

In tal modo ne discende una naturale distinzione di ruoli tra gli organi societari di controllo, che vede da un lato la società di revisione impegnata nella verifica degli aspetti contabili del bilancio, dall'altro il collegio sindacale principalmente occupato nella valutazione in termini di ragionevolezza delle operazioni di gestione poste in essere dagli amministratori. Tutto ciò al fine di assicurare la conformità degli atti di

gestione allo scopo sociale, la salvaguardia del patrimonio e l'attendibilità dei dati contabili.

Nell'attività operativa, un apprezzabile contributo alla verifica dei bilanci è stato fornito dall'utilizzo di uno strumento del tutto innovativo rappresentato dalla cosiddetta "scheda di controllo Consob", trasmessa dai revisori incaricati della certificazione del bilancio a seguito della comunicazione 95002349 del 22 marzo 1995.

Tale documento, realizzato di concerto con le associazioni di categoria Assirevi ed Aire, utilizzato a regime, potrà consentire di ottenere una percezione immediata da un lato di quelle che per i revisori sono considerate le aree critiche del bilancio assoggettato a certificazione, dall'altro dell'effettiva rispondenza dei documenti contabili rispetto alle previsioni della nuova disciplina sul bilancio.

La scheda in questione è suddivisa, infatti, in sezioni specifiche riguardanti le diverse aree di bilancio e in una "sezione generale" contenente importanti informazioni sul punto di vista degli auditors circa la valutazione dell'affidabilità del sistema di controllo interno, le principali transazioni che hanno caratterizzato l'operatività delle diverse società, il loro posizionamento competitivo nell'ambito dei rispettivi settori di appartenenza, nonché sull'esistenza di rilevanti incertezze o differenze di revisione emerse nel corso del lavoro.

Il combinato effetto da un lato dell'entrata in vigore della nuova disciplina che ha accresciuto il grado di analiticità ed omogeneità dell'informativa di bilancio, dall'altro dell'azione della Commissione sopra rappresentata, sin dalla fase di predisposizione dei bilanci, ha comportato una contrazione in termini numerici, rispetto agli anni precedenti, degli interventi di integrazione dell'informativa eseguiti nelle assemblee di approvazione dei bilanci di esercizio ai sensi dell'art. 1/3, lettera b), legge 216/74 (17 sono state le richieste effettuate rispetto alle 73 dello scorso anno).

Inoltre, si è assistito ad una sostanziale riqualificazione degli interventi stessi, consentendo di focalizzare l'analisi sugli aspetti più strettamente legati alle problematiche di carattere gestionale riferite alle società ed ai loro gruppi.

L'attività di controllo sulla correttezza contabile

L'analisi dei conti annuali e consolidati al 31 dicembre 94, effettuata successivamente all'approvazione di bilancio, ha fatto rilevare alcune carenze sotto il profilo della correttezza e della rappresentazione in bilancio delle informazioni contabili, a dimostrazione che è necessaria una costante azione interpretativa, integrativa e di chiarimento della nuova disciplina contabile (cfr. tav. aI.16)

In particolare l'informativa fornita in bilancio non sempre è risultata assumere quei caratteri di omogeneità che rappresentano uno dei pilastri basilari per una maturazione e crescita del mercato fondata sulla possibilità che gli operatori, professionali e non, abbiano a loro disposizione informazioni chiare, esaustive e tra loro comparabili.

A tal proposito la Commissione ha ritenuto quanto mai opportuno avviare un progetto di standardizzazione che si pone come obiettivo una puntuale definizione del contenuto informativo e delle modalità di rappresentazione della documentazione di periodo delle società quotate.

Tale lavoro, in una prima fase, vede coinvolte le principali categorie di "utilizzatori qualificati" dell'informativa societaria (Aiaf, Assogestioni e Assosim) e successivamente i rappresentanti delle associazioni delle imprese e della professione contabile.

Più in particolare, mediante la realizzazione dell'intero progetto si intende pervenire non solo alla "standardizzazione" delle informazioni che il codice civile richiede per la compilazione della nota integrativa, ma anche al miglioramento dell'informativa fornita dalle società quotate, con riferimento al bilancio sia d'esercizio, sia consolidato, nonché alla relazione semestrale. A tale ultimo proposito, le principali problematiche riscontrate hanno riguardato in particolare l'informativa di carattere finanziario, i bilanci riclassificati, le operazioni fuori bilancio e le partecipazioni.

Le informazioni finanziarie (prospetti di rendiconto finanziario, posizione finanziaria netta e del capitale circolante netto), la cui rappresentazione non è stata espressamente prevista nella nuova disciplina, non sempre sono risultate del tutto esaustive, soprattutto per quelle società caratterizzate da una struttura finanziaria particolarmente complessa e dinamica.

Nonostante un'informativa in tal senso sia contenuta nella maggior parte dei bilanci esaminati, è da rilevare come essa abbia messo in luce comportamenti disomogenei da parte degli operatori nella scelta sia delle modalità di compilazione, sia nella collocazione di tali informazioni nell'ambito del fascicolo di bilancio: relazione della gestione, nota integrativa, appendici varie.

Per quanto riguarda le modalità di compilazione, solamente per il rendiconto finanziario si è notata una certa uniformità di comportamento - il criterio maggiormente seguito è stato quello denominato "cassa/cassa" -, viceversa con riferimento agli altri indicatori, quali quelli relativi alla posizione finanziaria ed al capitale circolante netto, la mancanza di regole precise di riferimento ha comportato l'utilizzo di molteplici metodologie di calcolo e di rappresentazione.

Riguardo la collocazione delle informazioni finanziarie nell'ambito della documentazione di bilancio (relazione sulla gestione, nota integrativa, allegati), vale la pena di ricordare che le informazioni non espressamente richieste dalla disciplina di bilancio se inserite nella nota integrativa assumono la veste di informazioni complementari e come tali costituiscono parte integrante del bilancio - ex art. 2423, comma 3, c.c. - e sono oggetto di verifica da parte dei revisori contabili; le stesse informazioni se inserite nella relazione sulla gestione, ovvero in allegato al bilancio, non assumono più la medesima valenza giuridica non assolvendo al ruolo di informazioni necessarie ai fini della rappresentazione veritiera e corretta.

Anche in tema di conti riclassificati, così come rilevato per le informazioni di carattere finanziario, è stata riscontrata una notevole disomogeneità per ciò che concerne le metodologie di riclassificazione dei dati contabili e la loro collocazione nell'ambito del bilancio.

In merito al primo aspetto ad esempio si è notato che con riferimento ai dati economici gli amministratori delle società industriali hanno utilizzato in misura sostanzialmente equivalente i criteri denominati "a valore aggiunto" e a "costo del venduto".

Quanto poi alla collocazione dei prospetti riclassificati all'interno della

documentazione di bilancio, l'esame ha mostrato anche qui una certa varietà di comportamenti, avendo gli amministratori utilizzato in modo equivalente la relazione sulla gestione ovvero gli allegati al bilancio.

Rari sono stati invece i casi in cui i prospetti riclassificati hanno trovato allocazione nella nota integrativa; tale scelta non appare d'altronde coerente con l'impianto giuridico dell'informativa di bilancio attualmente vigente. Quest'ultimo prevede infatti che l'utilizzo di prospetti contabili diversi rispetto a quelli definiti dalla nuova normativa può avvenire solamente in quei "casi eccezionali" (previsti dall'art. 2423, comma 4, c.c.) per i quali l'applicazione degli schemi di legge non garantisce la rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio.

In tali situazioni, la scelta dovrebbe quindi sostanzialmente consistere nella rappresentazione di una situazione patrimoniale e/o di un conto economico differenzialmente strutturati, piuttosto che nell'inserimento in nota integrativa di conti riclassificati in aggiunta agli schemi di legge.

Un livello informativo spesso estremamente generico è stato anche riscontrato in presenza di operazioni concernenti gli strumenti derivati, per i quali negli ultimi anni si è assistito ad una forte espansione non solo da parte degli enti creditizi e finanziari ma anche delle società che svolgono un'attività di tipo industriale.

Anche per tale materia si renderà opportuno uno specifico intervento volto alla definizione delle informazioni che le imprese quotate devono fornire in merito a tali operazioni, alla luce di quanto previsto dalla disciplina contabile internazionale.

Allo stesso modo andrà codificata e standardizzata l'informativa da fornire ai sensi dell'art. 2426, c.c., concernente le motivazioni fornite in bilancio nei casi in cui il valore di carico delle partecipazioni valutate al costo risultava superiore rispetto all'applicazione del metodo del patrimonio netto, visto che in alcune occasioni l'informativa resa è apparsa generica e di scarsa significatività.

È stato inoltre riscontrato che in alcuni bilanci le sopracitate differenze scaturiscono dalla semplice comparazione tra il valore di carico e la corrispondente frazione del patrimonio netto contabile della partecipata - anziché, come previsto invece dalla nuova disciplina, con il valore derivante dall'applicazione del metodo del patrimonio netto - pur rientrando quest'ultima nell'area di consolidamento.

Alla sopradescritta analisi ricognitiva ed interpretativa, che si è protratta, come

detto, anche sui bilanci chiusi al 31 dicembre 1994, si è affiancata la consueta attività di approfondimento svolta sui documenti contabili, la quale ha affrontato alcune specifiche tematiche più strettamente connesse a problematiche di carattere contabile.

Come nella fase preventiva, anche per lo svolgimento di tali approfondimenti si è reso necessario procedere all'acquisizione di informazioni dagli organi societari interessati (amministratori, sindaci, revisori) attraverso la richiesta di chiarimenti e di predisposizione di apposite memorie ovvero, nel caso delle società di revisione, tramite l'invio della documentazione inerente il lavoro svolto.

Le richieste effettuate nel corso dell'anno sono state complessivamente 71 e ricomprendono gli interventi posti in essere sia nella fase precedente all'approvazione dei bilanci che in quella successiva.

In particolare nella fase successiva gli interventi hanno permesso di chiarire per alcune società i rapporti sottostanti i flussi di natura finanziaria che caratterizzavano alcune operazioni realizzate nell'ambito del gruppo di appartenenza; in altri casi si è proceduto a richiedere aggiornamenti circa l'evoluzione prevedibile della gestione, in particolare in presenza di piani di ristrutturazione aziendale; in altre casi, infine, le richieste hanno riguardato singole poste di bilancio per le quali sono state riscontrate anomalie sotto il profilo informativo e della correttezza contabile.

L'attività di vigilanza sulle società di revisione

L'attività di vigilanza svolta nel corso del 1995 nei confronti delle società di revisione è riassunta nelle sue fasi caratteristiche nella tavola aI.19.

In particolare, con il provvedimento dell'8 marzo 1995 la Commissione ha intimato, ai sensi dell'art. 11, comma 2, lettera a) del D.p.r. 136/75, ad una società di revisione di non avvalersi, nella propria attività, di due soci per un periodo di due anni. Tale provvedimento è stato assunto a seguito di accertamenti dai quali sono emersi sia

carenze nell'attività di revisione e certificazione, sia alcuni comportamenti che hanno costituito gravi irregolarità. Le gravi irregolarità nelle funzioni di revisione e certificazione hanno contribuito a determinare una non corretta e fuorviante rappresentazione della situazione economico-patrimoniale ed operativa nel bilancio della società revisionata.

La Commissione ha inoltre assegnato a due società di revisione, ai sensi dell'art. 11, comma 1, D.p.r. 136/75, il termine di sei mesi entro il quale le stesse dovranno intraprendere interventi volti alla rimozione di una serie di carenze organizzative riscontrate.

In un caso il provvedimento si è reso necessario per la ricorrenza e diffusione di comportamenti censurabili, riconducibili ad una carente struttura organizzativa della società con riferimento, in particolare, al profilo del requisito professionale delle risorse umane incaricate della revisione e certificazione. L'adeguatezza del requisito professionale è infatti condizione indispensabile per l'efficacia e l'efficienza della struttura organizzativa e quindi, in ultima analisi, per un corretto svolgimento dell'attività di revisione e certificazione.

Nell'altro caso, il provvedimento è stato adottato a seguito di accertamenti svolti al fine di valutare la sussistenza del requisito dell'idoneità tecnica della società di revisione. Tali accertamenti hanno evidenziato la presenza di irregolarità rispetto alle regole tecniche previste nei principi di revisione del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti; tali irregolarità sono riconducibili alla particolare situazione organizzativa che caratterizza la società di revisione in questione (ossia all'utilizzo di collaboratori professionali in modo discontinuo, tale da non permettere una corretta e compiuta esecuzione degli incarichi di revisione). In considerazione di quanto sopra rappresentato, la Commissione ha richiesto, alle società di revisione in questione, l'impiego delle risorse qualitativamente e quantitativamente necessarie allo svolgimento dell'attività di revisione. Una sintesi dell'attività svolta ai fini dell'approvazione degli incarichi di revisione e certificazione è riportata nelle tavole al.20 e al.21.

II. I MERCATI

Nel 1995, gli scambi di valori mobiliari quotati in borsa hanno avuto un andamento non uniforme tra i diversi comparti (Tav. II.1). Gli scambi di titoli azionari, compresi *warrant* e diritti, sono sensibilmente diminuiti: di conseguenza, anche a causa dell'aumento della capitalizzazione, il rapporto di *turnover* si è ridotto (Tav. aII.1).

TAV. II.1**RIEPILOGO DEGLI SCAMBI SU VALORI MOBILIARI
QUOTATI IN BORSA**

(IN MILIARDI DI LIRE)

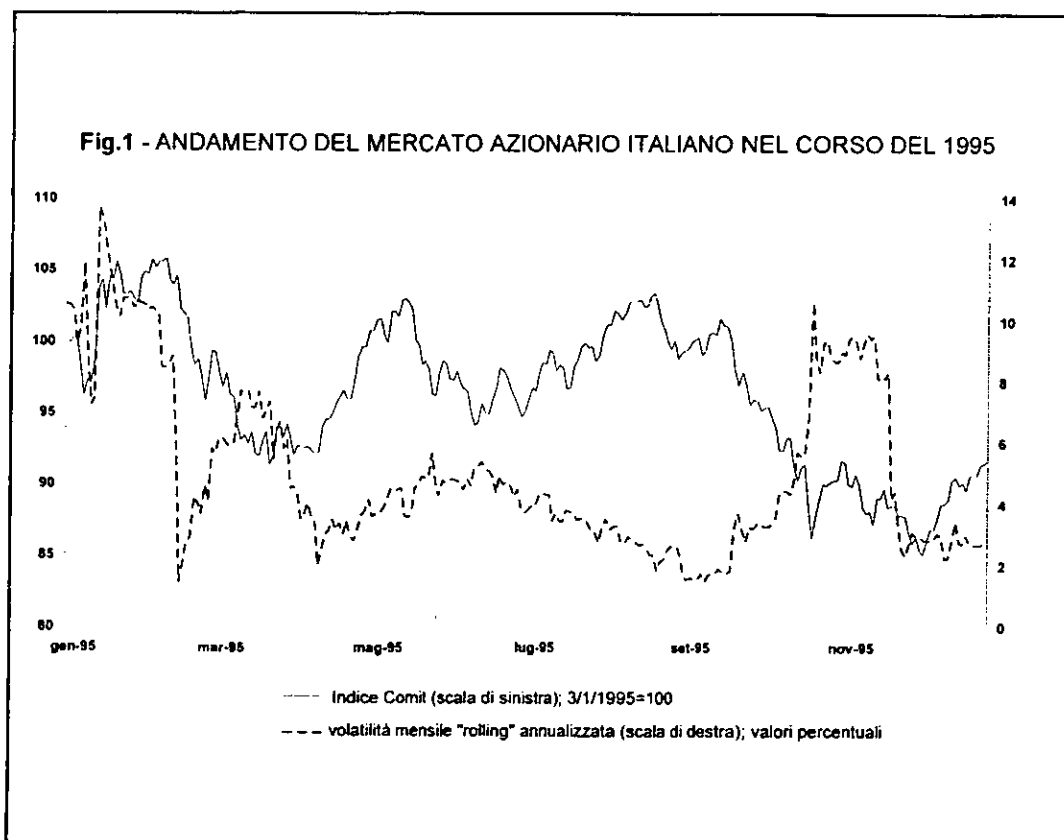
	1994	1995
SCAMBI DI AZIONI		
ITALIANE	189.942	140.288
ESTERE	67	53
BLOCCHI	13.476	10.488
FUORI MERCATO	1.093	462
ALTRI VALORI MOBILIARI		
WARRANT	9.875	4.496
OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI	1.253	1.739
DIRITTI	1.501	460
OBBLIGAZIONI	7.291	9.440
TITOLI DI STATO	107.474	164.970
STRUMENTI DERIVATI		
FUTURES SULL'INDICE MIB30 ¹	5.162	168.691
OPTIONS SULL'INDICE MIB30 ²	-	2.089

Fonte: Consiglio di borsa.

¹ Inizio il 28.11.94.² Inizio il 15.11.95.

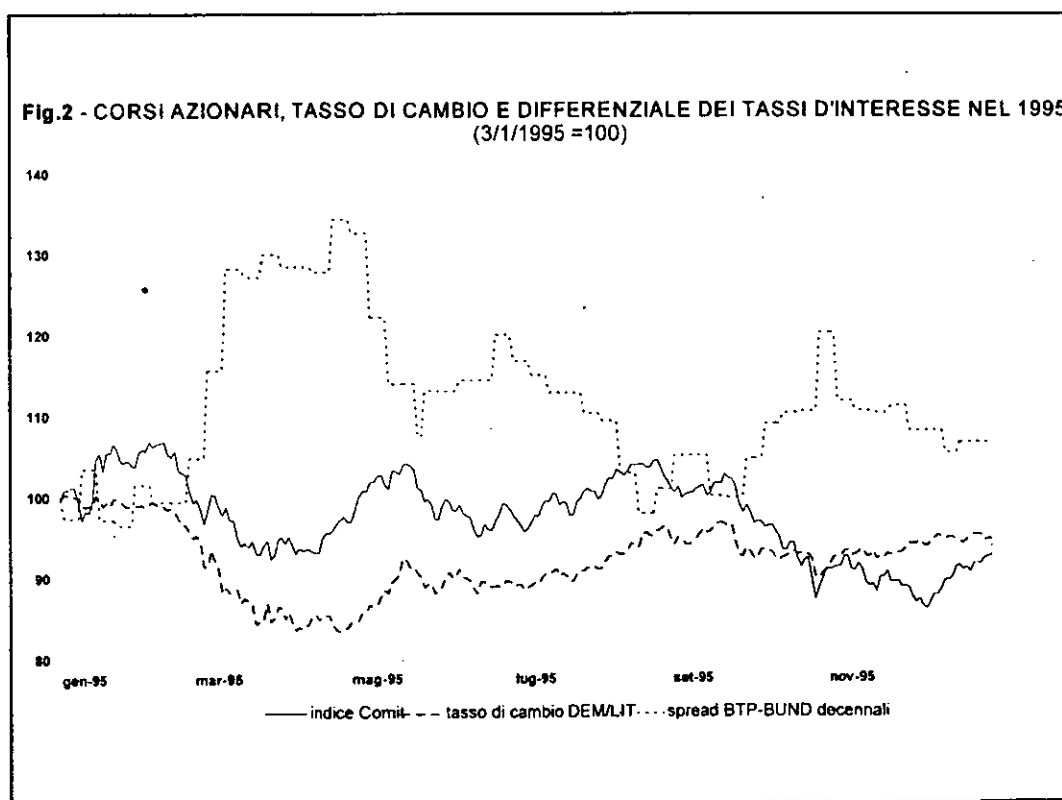
Il controvalore complessivo degli scambi azionari sul mercato telematico ufficiale, pari a circa 140.000 miliardi di lire, risulta, infatti, inferiore di circa un quarto rispetto all'ammontare evidenziato l'anno precedente. La movimentazione di obbligazioni, di titoli di Stato e prodotti derivati registra, invece, un incremento molto rilevante.

La borsa valori, nonostante il rialzo dei primi due mesi dell'anno, ha chiuso con una *performance* negativa che ha sostanzialmente invertito la tendenza positiva evidenziata negli anni 1993 e 1994. In particolare, al termine del 1995, gli indici Mib e Mibtel hanno evidenziato un decremento, rispetto all'inizio dell'anno, del 6,9 per cento e 7,2 per cento (+2,5 per cento e +1,9 per cento nel 1994); l'indice Mib 30 si è ridotto del 4,2 per cento (+0,53 per cento nel 1994), in controtendenza rispetto all'andamento delle principali borse europee.



E' possibile notare come nei periodi in cui la *performance* negativa del listino sia stata più accentuata (febbraio-marzo, ottobre-novembre) si è avuto un sensibile aumento della volatilità storica di breve periodo (Fig. 1).

Inoltre, gran parte della variazione negativa dell'indice si è concentrata nell'ultimo trimestre dell'anno e sembra riconducibile prevalentemente a fattori dipendenti dalla percezione degli investitori esteri relativamente alla situazione economica e politica generale italiana (Fig. 2).



La relazione tra l'andamento dell'indice Comit, il tasso di cambio della lira nei confronti del marco e lo *spread* fra il rendimento dei Btp a 10 anni e quello dei titoli di

stato tedeschi di pari scadenza (Bund) può rappresentare un indicatore del premio richiesto dagli investitori esteri a fronte del rischio associato a fattori di ordine generale legati alla stabilità politica e macroeconomica. Anche in questo caso è possibile notare una stretta correlazione fra l'andamento dello *spread* fra i tassi a lungo termine e quello dell'indice dei corsi azionari: le fasi, già indicate in precedenza, in cui il calo dei prezzi è stato più accentuato sono associate a sensibili ampliamenti dello *spread*. Nella prima parte dell'anno tale fenomeno segnala una uscita dalle attività finanziarie denominate in lire da parte dei non-residenti, che si riflette nel deprezzamento del tasso di cambio della lira nei confronti del marco. Nella parte finale dell'anno, invece, l'ampliamento del differenziale dei tassi non si è associato al deprezzamento del tasso di cambio, ma ha accompagnato la discesa dei corsi azionari.

In conclusione, la *performance* del mercato azionario, almeno nel breve periodo, appare strettamente correlata con quella delle altre attività finanziarie e con l'andamento del tasso di cambio della lira e quindi con il giudizio degli investitori internazionali sul "rischio paese" associato all'investimento in attività finanziarie italiane.

Con riferimento ai principali paesi industrializzati per un periodo che va dalla fine del '90 alla fine del '95, l'Italia insieme con la Francia, si caratterizza per un livello di volatilità dei corsi azionari strutturalmente più elevato rispetto agli altri paesi. Questi due paesi, oltre a presentare rendimenti, su base settimanale, vicini allo zero, o negativi, presentano deviazioni *standard* degli stessi sistematicamente più elevate.

La variabilità dei corsi è dimostrata dalla forte differenza di rendimenti dei titoli estremi. Tra i titoli con migliore *performance* emergono: Safilo ord. (+99,3 per cento), Gewiss (+81,2 per cento), Saes Getters ord. e priv. (68,4 per cento e 56,8 per cento). Tra i titoli peggiori si evidenziano: Fochi (-91,4 per cento), Fincasa 44 (-75,0 per cento), Raggio di Sole ord. (-65,5 per cento) e Credito Fondiario e Industriale (-64,8 per cento).

Il mercato ha riservato spesso particolare attenzione per i titoli di nuova emissione, mentre ha penalizzato l'andamento dei titoli emessi da quelle società, che,

in ritardo sull'avvio di necessari processi di ristrutturazione, hanno evidenziato problemi di natura finanziaria.

Tra gli eventi societari rivelatisi in grado di produrre conseguenze rilevanti sull'andamento delle quotazioni di singoli titoli e comunque tali da condizionare la tendenza del mercato, si sottolineano, tra gli altri, la privatizzazione del 15 per cento del capitale ordinario dell'Eni (per un controvalore di circa 6.300 miliardi), il collocamento, tramite trattativa privata, della seconda *tranche* del capitale dell'Ina (il 18 per cento del capitale pari a circa 1.600 miliardi) e dell'Imi (19 per cento del capitale pari a circa 1.200 miliardi), le 20 offerte pubbliche di acquisto per un ammontare complessivo di 5.700 miliardi di lire, tra le quali va ricordata l'offerta pubblica del Credito Italiano sulle azioni del Credito Romagnolo (per un controvalore di circa 3.700 miliardi) ed i numerosi aumenti di capitale deliberati nel corso dell'anno.

Hanno prodotto effetti minori, invece, e in alcuni casi con conseguenze solo temporanee sui corsi, le operazioni di acquisizione di aziende e rami di azienda, di *joint venture*, nonché quelle di fusione (tra le quali si ricordano le unioni tra: Sip s.p.a.-Italcable s.p.a. e altre società del gruppo, Finanziaria Agroindustriale s.p.a.-Montedison s.p.a., Gilardini s.p.a.-Magnet Marelli s.p.a., Fincasa 44 s.p.a.-Pacchetti s.p.a.). Queste ultime peraltro, hanno, di norma, solo determinato un riallineamento delle quotazioni ai livelli espressi dai rispettivi rapporti di cambio.

Nel corso del 1995 le azioni di risparmio hanno fatto rilevare un andamento delle quotazioni peggiore di quello delle corrispondenti azioni ordinarie: l'indice complessivo del settore, infatti, ha registrato nell'anno solare 1995 una variazione negativa del 10,58 per cento. Al 31 dicembre 1995 risultavano quotate 86 azioni di risparmio per una capitalizzazione di 22.280 miliardi di lire. Circa l'8 per cento delle azioni di risparmio ha evidenziato rialzi di prezzo superiori al 25 per cento, mentre il 35 per cento dei titoli ha avuto un andamento migliore delle corrispondenti azioni ordinarie.

Per quanto concerne il mercato ristretto (Tav. aII.4), il controvalore della movimentazione è stato pari a 885 miliardi (-39 per cento rispetto al 1994): si deve

però considerare che 2 società sono passate al listino di borsa, dimostrando come la funzione di acclimatemento del Ristretto sia stata efficace. L'indice Imr, espressione dell'andamento medio del mercato, ha subito un calo dell'8,7 per cento.

Anche gli scambi di obbligazioni sono aumentati, ma resta la rilevante incidenza di titoli bancari che, pur avendo la possibilità di essere quotati di diritto in borsa, sono collocati direttamente allo sportello senza poi essere ammessi al mercato ufficiale, determinando condizioni di minore liquidabilità su un mercato secondario che non è regolamentato.

Il mercato regolamentato dei titoli di Stato ha avuto un sensibile sviluppo, dimostrando che la creazione del sistema telematico offre modalità certe e trasparenti per la conclusione dei contratti: in tal senso la quotazione dei Bot potrà recare un ulteriore incremento nel volume degli scambi.

1. *IL CONTROLLO SULLA REGOLARITA' DEGLI SCAMBI E SULL'USO DI INFORMAZIONI RISERVATE*

Nel corso del 1995, sono stati assunti 48 provvedimenti di sospensione della negoziazione di titoli emessi da società quotate (Tav. II.2). Al 31 dicembre 1995 risultavano sottoposti a provvedimento di temporanea sospensione 11 titoli, su 374 quotati, a fronte dei 18 titoli risultanti a fine 1994.

Al 31 dicembre 1995 risultavano negoziati al solo venerdì i titoli emessi da 3 società (Olcese s.p.a., Rodriquez s.p.a., Fochi s.p.a.).

Il numero dei comunicati messi a disposizione del pubblico ai sensi e per gli effetti del regolamento sugli obblighi continuativi di comunicazione è progressivamente aumentato nel corso degli ultimi anni.

TAV. II.2

INTERVENTI SULLA QUOTAZIONE

PERIODI	NUMERO SOSPENSIONI			
	ORARIE	GIORNALIERE 1 GIORNO	TEMPORANEE PIÙ GIORNI	TOTALE
1994	7	9	21	37
1995	2	32 (2)	14 (2)	48

Tra parentesi gli interventi nel mercato ristretto.

Le comunicazioni trasmesse contemporaneamente all'organo competente del mercato, per l'immediata messa a disposizione del pubblico, e ad almeno due agenzie di stampa nonché all'organo di vigilanza sono passate da 960 nel 1992, a 2.041 nel 1995 (tav. aII.5). A questi vanno aggiunte numerose pubblicazioni di avvisi a pagamento sulla stampa, per i casi in cui ai sensi della vigente normativa la semplice trasmissione delle notizie alle agenzie di stampa non è ritenuta sufficiente per una corretta informazione del pubblico, e più di 1.800 divulgazioni riguardanti statistiche e studi concernenti valori mobiliari quotati o loro emittenti, depositati in copia presso gli organi di mercato.

E' anche sensibilmente aumentata la diffusione di statistiche e studi concernenti valori mobiliari o emittenti (Tav. aII.6), soprattutto a carattere non monografico.

Nel mese di marzo, con riferimento alle deliberazioni dei consigli di amministrazione di emittenti valori mobiliari quotati relative alle rendicontazioni contabili periodiche (bilancio e relazione semestrale), la Consob ha ritenuto di fornire alcuni elementi interpretativi riguardo agli elementi essenziali sull'andamento economico, patrimoniale e finanziario che devono essere inseriti nei comunicati stampa. L'intervento si è reso necessario in considerazione dell'importanza che assume

il corretto adempimento di tali obblighi al fine del regolare funzionamento del mercato, nonché, con riferimento al bilancio, dei tempi lunghi in uso per l'approvazione da parte dell'assemblea e la conseguente disponibilità del documento completo.

Nel corso del 1995 è stata contestata, nei confronti di due società quotate, la violazione del citato regolamento per la mancata pubblicazione, con le modalità e nei termini previsti, di informazioni rilevanti. In due casi (la cui violazione era stata accertata nel 1994) è stato attivato il meccanismo sanzionatorio previsto dalla legge per i soggetti che non ottemperino alle disposizioni in questione. La sanzione amministrativa del richiamo è stata irrogata a due società che non avevano provveduto ad informare tempestivamente in merito a rilevanti operazioni, rispettivamente, di finanza straordinaria e di gestione tipica. L'effetto deterrente delle sanzioni dovrebbe essere rafforzato dalla previsione di forme di pubblicità dei provvedimenti sanzionatori assunti.

Numerose sono state, inoltre, le richieste di chiarimenti e di pubblicazione di dati e notizie inviate dalla Commissione alle società quotate a seguito di indiscrezioni varie rilevate sul mercato.

Per quanto concerne gli aspetti più propriamente attinenti all'attività di indagine e controllo finalizzata all'individuazione di casi sospetti di utilizzo di informazioni privilegiate, è da rilevare che, nel corso del 1995, sono stati istruiti 19 approfondimenti di indagine, rispetto ai 14 registrati nel precedente anno.

2. GLI INTERVENTI SUL MERCATO

Nel corso del 1995 è sostanzialmente proseguito il processo di rinnovamento tecnico-organizzativo dei mercati mobiliari avviato nel 1991 con l'introduzione di

modalità di contrattazione telematica per i titoli quotati (Tav. aII.7).

Al fine di migliorare l'operatività del sistema telematico e agevolare lo svolgimento delle contrattazioni anche su titoli a scarso flottante, sono state apportate alcune modifiche regolamentari alla disciplina dei mercati e, in particolare, al regolamento per il funzionamento del sistema telematico delle borse valori, al regolamento in materia di stabilizzazione del mercato azionario e al regolamento istitutivo dei cosiddetti "mercati locali".

Il mercato azionario

Le modifiche relative al comparto azionario si sono sostanziate nella previsione di una specifica funzione del sistema volta a consentire agli operatori di incrociare sul mercato due ordini di segno opposto aventi ad oggetto lo stesso valore mobiliare, senza subire interferenze dal mercato stesso (funzione di *cross-order*).

Tale funzione, in pratica, garantisce l'abbinamento diretto delle proposte di segno opposto immesse e la conclusione automatica del relativo contratto. Il contratto stipulato mediante la funzione di cross-order è, a tutti gli effetti, un contratto valido e, come tale, è soggetto a tutte le verifiche previste dal regolamento per i contratti eseguiti dal sistema.

Operativamente, l'impiego della funzione di cross-order è stato previsto limitatamente alla gestione degli ordini della clientela e nella sola fase di negoziazione. Il prezzo di esecuzione del contratto deve essere compreso tra il miglior prezzo in acquisto ed il miglior prezzo in vendita, estremi esclusi, e deve rispettare i parametri di scostamento dal prezzo dell'ultimo contratto previsti dal regolamento Consob. La suddetta modifica è stata attuata con decorrenza dal 29 maggio 1995. A partire dalla stessa data, è stato introdotto nel sistema telematico un apposito parametro di tempo (VSD) che consente di specificare la data di validità delle proposte e, quindi, di immettere proposte con validità temporale superiore alla giornata di contrattazione.

Per agevolare l'attività degli operatori nella gestione degli ordini con prezzo limitato inevasi al termine di ogni singola giornata, è stato previsto che la proposta con parametro VSD, inevasa a fine giornata, venga immessa automaticamente nel sistema all'inizio della fase di pre-apertura della giornata seguente e rimanga esposta nel sistema fino alla data di scadenza specificata, mantenendo la propria priorità temporale, quantità e prezzo. Rimane ferma la possibilità per gli operatori di modificare o cancellare la proposta immessa. La proposta VSD deve avere una validità non superiore a 30 giorni di calendario e, ogniqualvolta si verificano operazioni sul capitale, il sistema provvede a cancellare automaticamente tutte le proposte VSD presenti sul valore mobiliare interessato.

Dal 18 luglio 1995, è divenuta operativa una ulteriore modifica del sistema telematico di contrattazione continua, introdotta al fine di rendere disponibili al pubblico degli investitori informazioni sull'andamento delle contrattazioni del mercato azionario anche nella fase di pre-apertura e di ampliare il livello di informativa per l'intera durata della sessione di contrattazione.

Il problema dell'allargamento dell'informativa relativa al book di negoziazione a soggetti diversi dai negoziatori autorizzati era già stato affrontato in occasione dell'istituzione del mercato dei future sull'indice di borsa (Fib30). Analogamente a quanto stabilito per tale circuito di negoziazione (Idem), l'informativa al pubblico sull'andamento delle contrattazioni del mercato azionario include, nella fase di pre-apertura, il prezzo della migliore proposta in acquisto o in vendita e le relative quantità; il prezzo teorico di apertura e la relativa quantità scambiabile; i migliori 5 livelli di prezzo delle proposte in acquisto ed in vendita e le relative quantità totali presenti sul book. Quest'ultima informazione deve essere diffusa anche in fase di negoziazione continua.

Il processo di revisione regolamentare del mercato azionario ha interessato, da ultimo, la disciplina di stabilizzazione dei corsi azionari in occasione di offerte pubbliche di vendita. L'intervento in materia di stabilizzazione, resosi opportuno alla luce delle operazioni di privatizzazione sperimentate nel corso del 1994, si è concretizzato nel novembre 1995, immediatamente prima del collocamento Eni, con la modifica del regolamento di attuazione dell'art. 6, comma 4, della legge 18 febbraio 1992, n. 149, approvato con delibera Consob n. 6237 del 3 giugno 1992.

Il suddetto regolamento, sostanzialmente improntato alla repressione di comportamenti manipolativi, è stato modificato al fine di consentire ai soggetti offerenti i titoli sul mercato di esercitare una particolare facoltà, ampiamente diffusa nei collocamenti internazionali; si tratta della cosiddetta opzione di *over-allotment* o *green-shoe* che permette all'intermediario alla guida del consorzio di collocamento di acquistare a fermo dall'emittente/offerente una quantità complessiva di titoli in qualche misura inferiore rispetto al quantitativo che verrà collocato. Il mancato esercizio dell'opzione nei 30 giorni successivi al collocamento, ipotizzabile solo in caso di diminuzione del corso dei titoli al di sotto del prezzo di offerta, induce il *lead manager* a ricoprirsi sul mercato. Ciò genera un flusso di acquisti utile al sostegno del corso dei

titoli, in quanto viene a compensare il flusso di vendite che si registra nei primi giorni di quotazione quando molti sottoscrittori cercano di monetizzare le differenze tra prezzo di collocamento e quotazione del titolo.

Il mercato telematico dei titoli di Stato e delle obbligazioni

Il processo di revisione regolamentare ha interessato, nel corso del 1995, anche le disposizioni concernenti il funzionamento del sistema di negoziazione delle obbligazioni e dei titoli di Stato quotati (Mot). Le novità riguardano principalmente l'introduzione nella fase di sottoscrizione dell'abbinamento automatico delle proposte e l'introduzione di specifiche modalità di conclusione dei contratti per le proposte con modalità di esecuzione "Tutto o Niente" (TON) per le quali viene mantenuta la sottoscrizione manuale.

Le modifiche, apportate al funzionamento del Mot con l'intento di migliorarne l'operatività nella fase di sottoscrizione, hanno dovuto contemperare due opposte esigenze: da un lato, aumentare l'efficienza del sistema introducendo una funzione di incrocio automatico delle proposte anche al fine di evitare distorsioni derivanti dal formarsi di casi in cui il prezzo della migliore proposta in vendita risultava minore del prezzo della migliore proposta in compera; dall'altro, mantenere la natura professionale della fase di sottoscrizione consentendo di negoziare partite di titoli per i quali talvolta è più importante ottenere l'eseguito per l'intera quantità anche se ad un prezzo peggiore rispetto alle condizioni quotate dal mercato.

Data la necessità di contemperare queste opposte esigenze, si è optato per prevedere un unico *book* per entrambe le tipologie di proposte (TON, escluse dall'automatico, e NON TON) piuttosto che creare un *book* specifico per le proposte TON, considerato il vantaggio derivante dal concentrare l'informazione sulle quantità negoziabili per ciascun titolo, indipendentemente dalle modalità di esecuzione delle

singole proposte.

La presenza in un unico book di proposte tra loro non abbinabili in via automatica ha richiesto, sul piano operativo, una differenziazione tra le due tipologie di proposte, tradottasi nella previsione di due diverse modalità di conclusione per i relativi contratti anche in considerazione della loro diversa funzione economica. Tale differenziazione ha reso poi opportuno separare completamente le informazioni relative ai due segmenti prevedendo la diffusione al pubblico di un'informativa distinta per le proposte liberamente negoziabili e per quelle TON. Anche la definizione del prezzo ufficiale ha subito dei cambiamenti; in particolare, sono stati esclusi dal calcolo i contratti conclusi mediante l'applicazione delle proposte TON tenuto conto che queste riflettono scambi di tipo "professionale" non accessibili al largo pubblico dei risparmiatori.

Un'ulteriore novità introdotta nel corso del 1995 sul Mot riguarda la sezione dei titoli di Stato. E' stata disposta, infatti, a partire dal gennaio 1996, l'ammissione a quotazione in borsa dei Bot annuali precedentemente negoziati solo sul Mercato Telematico dei Titoli di Stato (Mts); durante gli ultimi mesi del 1995, sono state quindi definite le modalità di contrattazione e liquidazione dei medesimi titoli.

Gli interventi modificativi hanno riguardato, in particolare, le condizioni di negoziazione che regolano la formazione dei prezzi in asta e gli orari di negoziazione, definiti nell'ambito delle norme di attuazione del regolamento del sistema telematico. Sono state, per esempio, fissate percentuali di variazione del prezzo d'asta (parametro di validazione del prezzo d'asta "Differenza Asta Asta"), omogenee rispetto a quelle previste per le altre tipologie di titoli di Stato con pari vita residua e sono stati previsti gli stessi orari di negoziazione dei Btp e Ctz, come richiesto dagli operatori.

Un ultimo intervento per gestire la negoziazione in borsa dei Bot è consistito nell'adeguamento del sistema di riscontro e rettifica dei contratti alla tempistica di liquidazione dei medesimi titoli, fissata a due giorni a differenza dei tre previsti per tutti gli altri titoli obbligazionari.

Il mercato delle spezzature

Allo scopo di migliorare l'efficienza del mercato e di aumentarne il grado di

liquidità, nel novembre 1995 è stata introdotta nel mercato delle spezzature una nuova figura di operatore, lo *specialist*, e ne è stata prevista l'iscrizione in apposito elenco. L'operatore specialista si impegna a sottoscrivere giornalmente, per un certo numero di titoli assegnatigli, le proposte di acquisto e di vendita rimaste ineseuite. E' stato previsto un limite all'impegno dello specialista mediante la fissazione, per ciascun titolo, dei quantitativi minimi in funzione della liquidità di ognuno di essi. L'attività dei suddetti operatori è iniziata il data 4 dicembre 1995.

La sottoscrizione delle proposte che il mercato non è autonomamente in grado di assorbire in asta viene effettuata, per ciascun titolo, dagli operatori specialisti in una fase di mercato aggiuntiva rispetto a quelle già esistenti. Tale fase è stata inserita al termine della fase di "sottoscrizione sbilancio operatori" nella quale tutti gli operatori possono sottoscrivere, integralmente o parzialmente, le proposte in "sbilancio", diminuendo l'onere per lo specialista. E' prevista, inoltre, una speciale funzione di "prenotazione dello sbilancio" utilizzabile esclusivamente dallo specialista per rendere indisponibile la quantità minima di sottoscrizione agli altri operatori.

La sottoscrizione dello sbilancio da parte degli operatori specialisti avviene prima del termine della fase di preapertura del mercato ufficiale e del mercato ristretto. In tal modo gli operatori specialisti hanno la possibilità di pareggiare la propria posizione su ciascun titolo inserendo nel mercato ufficiale proposte di segno contrario e di quantità pari a quella sottoscritta nel mercato delle spezzature. In caso di mancata apertura del titolo sul mercato ufficiale, le sottoscrizioni effettuate sia dagli specialisti che da tutti gli operatori vengono cancellate e le proposte di negoziazione vengono rinviate alla giornata successiva.

Il mercato italiano dei derivati

Le negoziazioni sul mercato italiano dei derivati (Idem) sono state avviate nel

novembre del 1994 con l'introduzione in borsa del contratto *future* sull'indice di borsa, denominato Fib30. Nel corso dell'anno la liquidità del contratto è andata via via crescendo: il volume scambiato è salito da una media giornaliera di poco più di 1.100 contratti conclusi nella prima settimana dell'anno a oltre 10.000 contratti conclusi giornalmente nelle ultime sedute del 1995. Nell'arco dell'intero anno, in media, sono stati giornalmente conclusi 4.577 contratti, per un controvalore medio giornaliero di 670 miliardi; nello stesso periodo il numero medio di posizioni aperte è stato pari a 8.818, con un picco di 21.739 posizioni aperte. Confrontando i dati con i principali contratti *future* su indice negoziati in Europa, il Fib30 è risultato il quinto contratto più scambiato in termini di controvalore, dopo i contratti *future* su Dax, Cac40, Ft-Se e Smi.

Il successo registrato è principalmente dovuto ad alcune scelte che sono state compiute nella fase di regolamentazione e di disegno delle caratteristiche del contratto. In particolare la modalità di determinazione del prezzo di liquidazione a scadenza, agevolando la chiusura delle strategie di arbitraggio tra il contratto *future* ed il mercato azionario sottostante, ha certamente consentito il raggiungimento di tali elevati volumi scambiati. Nel corso dell'anno sono state, inoltre, apportate alcune modifiche alle caratteristiche contrattuali del Fib30: in particolare è stato modificato lo scostamento minimo tra le proposte, che è stato innalzato a 5 punti indice (da 1 punto indice come originariamente stabilito), al fine di consentire una maggiore ampiezza del *book* di negoziazione. Si è provveduto, inoltre, in vista della definitiva estensione della liquidazione a contante di tutti i titoli azionari, a fissare al terzo venerdì del mese il giorno di scadenza del contratto Fib30 e non più al giorno dei riporti del relativo mese borsistico.

Conclusi i lavori per l'introduzione del Fib30, il gruppo di lavoro appositamente istituito con la partecipazione del Consiglio di borsa e delle Associazioni di categoria degli intermediari ha provveduto a definire le caratteristiche di un contratto di opzione sullo stesso indice Mib30. Il 15 novembre 1995 sono state così introdotte sull'Idem le

negoziazioni del contratto di opzione sull'indice di borsa Mib30, denominato Mibo30.

Il contratto di opzione sull'indice prevede l'esercizio alla sola scadenza del contratto. La tipologia di opzione europea è stata preferita a quella americana, considerato che la prima sarebbe stata maggiormente apprezzata in un mercato con *market maker*, che aggiungono liquidità alle contrattazioni, e con investitori istituzionali che svolgono attività di copertura. In altre parole si è preferito disegnare un mercato con tipologia di negoziazioni all'ingrosso che un mercato rivolto ai piccoli investitori.

Il Mibo30 ha un valore di 10.000 lire per ciascun punto dell'indice Mib30. Con riferimento al calendario delle scadenze, sono stati previsti sia un ciclo trimestrale (coincidente con quello del Fib30) che un ciclo mensile (c.d. opzioni seriali). In totale sono negoziate contestualmente 5 scadenze (3 trimestrali e 3 mensili, di cui una trimestrale ed una mensile coincidenti). L'introduzione di scadenze seriali è stata motivata dal fatto che gli scambi infragiornalieri e l'attività di neutralizzazione del rischio "delta" dell'opzione da parte dei market maker (di cui si dirà tra breve) si concentra principalmente su scadenze a breve.

Gli obblighi ai quali i market maker sono soggetti sono stati individuati in maniera più rigida rispetto a quelli imposti sul contratto Fib30, considerata la minore liquidità che fisiologicamente un mercato di opzioni esprime rispetto ad uno di future.

In particolare è stato previsto l'obbligo di quotazione di almeno 10 contratti, in bid ed in ask, sul contratto put e su quello call, sui tre strike price centrali. All'applicazione di una quotazione il market maker deve ripristinare la quantità minima entro 5 minuti. Sono stati inoltre fissati dei limiti di bid/ask spread, espressi in termini di volatilità e distinti sulla base del valore assunto dal coefficiente "delta" dell'opzione, entro il quale il market maker deve esporre le proprie quotazioni. A fronte di tali obblighi, è stato consentito che il solo market maker possano quotare direttamente in termini di volatilità, che viene automaticamente convertita in prezzo dal sistema di negoziazione attraverso il modello residente o uno diverso realizzato direttamente dall'intermediario. E' stata inoltre sviluppata una particolare funzione, detta "funzione delta neutrale"; tale procedura consente agli operatori market maker che abbiano immesso le proprie quotazioni in termini di volatilità, di assumere, attraverso l'apertura di posizioni sul contratto Fib30, una posizione neutrale alle variazioni avverse dei prezzi dell'indice Mib30. Il coefficiente "delta" misura infatti la variazione che il prezzo dell'opzione subirebbe a seguito di una variazione unitaria del prezzo dell'attività sottostante.

Il bilancio del primo periodo di contrattazioni del Mibo30 è stato sufficientemente positivo. Dal 15 novembre al termine dell'anno sono stati in media conclusi giornalmente 418 contratti di opzione, pari ad un controvalore medio giornaliero di circa 60 miliardi.

Nel corso del 1995 sono stati avviati anche i lavori per l'introduzione sull'Idem dei contratti di opzione su singoli titoli, le cui negoziazioni sono state avviate il 19

febbraio 1996.

Il contratto Iso α (così è stata denominata l'opzione su singoli titoli) ha come attività sottostanti le azioni quotate sul sistema telematico delle borse valori. Sono stati inizialmente previsti contratti di opzione sui titoli Assicurazioni Generali, Eni, Fiat, Stet, Telecom e Tim. Il contratto è di tipo americano, con esercizio anticipato da parte del compratore del diritto. Le scadenze previste, in analogia a quanto già fissato per il contratto Mibo30, sono stabilite secondo un ciclo mensile ed un ciclo trimestrale, per complessive cinque scadenze negoziate in ciascuna seduta di contrattazione. Il termine delle negoziazioni è previsto al giorno precedente il giorno di scadenza, fissato al terzo venerdì del relativo mese di scadenza. La liquidazione del contratto prevede la consegna fisica da parte del venditore dei titoli sottostanti l'opzione stessa.

I prezzi di esercizio, *due out-of-the-money*, *due in-the-money* ed un prezzo centrale *at-the-money*, sono generati automaticamente in relazione al prezzo di riferimento dell'azione sottostante, con intervalli proporzionati al valore del prezzo di esercizio.

La liquidazione dell'importo del premio versato dal compratore avviene il giorno di borsa aperta successivo alla conclusione del contratto, mentre le transazioni di titoli azionari rivenienti dall'esercizio del diritto di opzione vengono liquidate, tramite la Cassa di compensazione e garanzia, nella liquidazione a contante garantita il quinto giorno successivo a quello di esercizio.

Anche per l'opzione Iso α è stata prevista la presenza di operatori market maker che abbiano gli stessi requisiti richiesti per lo svolgimento dell'attività sui contratti Fib30 e Mibo30. Diversa, invece, la disciplina degli obblighi di quotazione prevista per l'opzione su singoli titoli: gli operatori market maker sono tenuti a rispondere, entro il termine di cinque minuti e con proposte in acquisto ed in vendita per un quantitativo almeno pari a 10 contratti, alle richieste di miglioramento delle quotazioni inviate, attraverso apposita funzione del sistema telematico di negoziazione, dagli altri partecipanti al mercato. L'organo di controllo provvede, su base mensile e per ciascun market maker, a calcolare due indicatori di presenza e di competitività ed a fissare un valore minimo che tali soggetti dovranno rispettare nello svolgimento della propria attività.

Infine, è stato previsto che l'esercizio anticipato del diritto di opzione sia inibito quando le negoziazioni del titolo azionario sottostante siano sospese dalla Consob con apposito provvedimento, nello stesso caso il giorno di scadenza è posticipato alla seduta successiva la riammissione del titolo stesso. Inoltre, la facoltà è comunque inibita nella seduta precedente il giorno di distribuzione dei dividendi del titolo sottostante e, nei casi di rettifica dei prezzi di esercizio in

occasione di operazioni sul capitale, di fusione e scissioni, etc., nella seduta in cui lo stesso titolo è trattato "ex".

Altri mercati

Nel corso del 1995, a seguito di incontri con rappresentanti dei comitati promotori per l'istituzione di mercati per le piccole e medie imprese (Metim e Unioncamere), cosiddetti "mercati locali", sono state apportate alcune modifiche ed integrazioni al regolamento Consob n. 8469/1994 volte ad ampliare la sfera operativa dei comitati di gestione degli stessi mercati.

E' stato riconosciuto, nel dicembre 1995, ai sensi dell'art. 20, comma 8 della legge n. 1/1991, il "London International Financial Futures and Options Exchange Ltd" (LIFFE). Gli accordi, stipulati tra la Consob e le autorità britanniche competenti, prevedono forme di cooperazione in un vasto ambito attinente ai mercati mobiliari.

3. LE PROCEDURE DI LIQUIDAZIONE ED IL SISTEMA DI RISCONTRO E RETTIFICA GIORNALIERI

I diversi provvedimenti in materia di liquidazione a contante si sono concentrati nel secondo semestre del 1995.

In data 22 giugno 1995 sono state apportate alcune modifiche ed integrazioni alle disposizioni concernenti l'istituzione, l'organizzazione ed il funzionamento della Cassa di compensazione e garanzia, al fine di estendere la garanzia fornita dal Fondo di liquidazione a contante, gestito dalla Cassa, ai contratti aventi ad oggetto obbligazioni convertibili quotate in borsa, negoziate a contante e liquidate tramite le Stanze di

compensazione.

Accogliendo le istanze formulate dagli operatori, si è proceduto a sdoppiare il contratto di riporto a contante, in due contratti: riporto-titoli e riporto-lire. I contratti si differenziano sostanzialmente per il fatto che il primo attribuisce la facoltà di estinzione anticipata al riportatore e ha quindi una finalità di strumento di finanziamento in titoli; il secondo invece attribuisce la facoltà al riportato caratterizzandosi, quindi, come strumento di finanziamento in lire. Inoltre, sono state modificate le modalità di calcolo delle remunerazioni al fine di rendere redditizio lo strumento anche in caso di risposta anticipata; a tal fine è stata prevista una remunerazione minima che deve essere comunque corrisposta dal soggetto finanziato anche in caso di estinzione anticipata.

Inoltre, per consentire una maggiore flessibilità nella gestione delle operazioni legate alla liquidazione, sono state apportate alcune modifiche al sistema di riscontro e rettifica giornalieri ("RRG"), prevedendo alcune particolari tipologie di compensi.

Un importante passo avanti verso una maggiore efficienza dei processi di liquidazione si è avuto a seguito dell'adozione, d'intesa con la Consob, del provvedimento Banca d'Italia che ha reso obbligatorio per tutti i segmenti di mercato (incluse le operazioni concluse fuori dei mercati regolamentati), a partire dall'1 dicembre 1995, l'utilizzo di sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni in valori mobiliari per la comunicazione dei saldi alle Stanze di compensazione. Nell'ottobre 1995, sono state poi definite le caratteristiche e le modalità minime di funzionamento dei servizi RRG anche per le negoziazioni su titoli non soggetti agli obblighi di concentrazione in borsa, effettuate "fuori mercato".

L'utilizzo di sistemi di riscontro e rettifica per tutti i segmenti di mercato fa sì che alle stanze giungano solo "saldi quadrati" di operazioni preventivamente riscontrate; da ciò è derivata la possibilità per le stanze di procedere alla determinazione dei saldi multilaterali al mattino del giorno di liquidazione. In questo modo è stato consentito agli operatori di utilizzare tutto il giorno precedente quello di liquidazione per

modificare i saldi attraverso l'inserimento in RRG di disposizioni e compensi. L'allungamento di un giorno nelle tempistiche di liquidazione si rivela particolarmente utile nelle operazioni con committenti esteri quando, anche per effetto della diversità di fuso orario, i tempi per impartire le istruzioni di regolamento delle operazioni sono particolarmente ristretti.

4. L'ATTIVITA' DI DELEGA AL CONSIGLIO DI BORSA

Nel 1995 la Commissione ha proseguito l'attività di delega al Consiglio di borsa di alcuni poteri e funzioni riguardanti l'organizzazione e l'amministrazione del mercato, attività già iniziata nel 1993 e proseguita nel 1994 (vedi Tav. aII.8). In particolare sono stati delegati poteri e funzioni riguardanti principalmente le negoziazioni del contratto *future* sull'indice di borsa, introdotte il 18 novembre 1994, e del contratto di opzione sullo stesso indice, inaugurato il 15 novembre 1995.

Con delibera n. 8975 del 9 gennaio 1995 sono stati delegati, con riferimento all'organizzazione ed al funzionamento dell'Idem, la fissazione degli orari di funzionamento del mercato e la predisposizione e compilazione del listino relativamente ai contratti uniformi a termine, con riferimento alla gestione delle caratteristiche operative del contratto Fib30, la cancellazione delle scadenze contrattuali del Fib30 e l'inserimento delle nuove, e, con riferimento alla gestione operativa del sistema telematico di negoziazione, la gestione delle interruzioni delle negoziazioni a causa di malfunzionamenti del sistema, la conseguente modifica degli orari della seduta, la sospensione temporanea delle negoziazioni degli intermediari, l'inibizione previa richiesta dell'operatore e a seguito di scollegamento dal sistema, della funzionalità di disattivazione degli ordini precedentemente immessi.

Con delibera n. 9556 del 30 ottobre 1995, a seguito dell'avvio delle negoziazioni del contratto Mib30, sono state delegate al Consiglio di borsa la cancellazione delle scadenze contrattuali del contratto di opzione stesso e l'inserimento delle nuove, e l'autorizzazione alla cancellazione dei contratti Fib30 e Mibo30 conclusi sul sistema di negoziazione, nei casi previsti dal regolamento del mercato.

Con riferimento al listino ufficiale, la Commissione ha delegato al Consiglio di borsa il potere di determinare il formato e il modello del listino ufficiale, ferme restando le competenze della Commissione in ordine all'individuazione del contenuto minimo delle informazioni da pubblicare. La suddetta delega è stata concessa su richiesta del Consiglio di borsa allo scopo di consentire l'individuazione di regole e di principi di riclassificazione delle società quotate in sottosettori. La definizione di macrosettori, settori e subsettori di appartenenza ha consentito una più completa rappresentazione della realtà economica delle società quotate risolvendo alcuni dei problemi legati all'inserimento nel listino delle *holding*.

Con riferimento all'introduzione della figura di operatore specialista sul mercato delle spezzature, sono state delegate al Consiglio di borsa le funzioni di iscrizione degli operatori specialisti nell'"Elenco degli operatori specialisti" di cui all'art. 85 bis del regolamento per il funzionamento del sistema telematico delle borse valori, nonché tenuta e aggiornamento dello stesso elenco e di ripartizione tra gli operatori specialisti dei titoli negoziati nel mercato delle spezzature. I termini di tale delega prevedono che il Consiglio di borsa assegni a tutti gli operatori specialisti panieri di titoli omogenei con particolare riferimento alle caratteristiche di liquidità dei titoli stessi. Inoltre, in caso di sospensione di un operatore specialista o di recesso dagli impegni assunti, il Consiglio di borsa deve provvedere ad una tempestiva sostituzione dell'operatore specialista o, in subordine, alla ripartizione tra gli altri operatori dei titoli assegnati allo specialista venuto meno. E' stata altresì delegata la determinazione, per ciascun valore mobiliare negoziato nel mercato delle spezzature, del quantitativo minimo che gli operatori specialisti devono sottoscrivere; in prima applicazione, è stato stabilito che il

quantitativo minimo di sottoscrizione per gli operatori specialisti debba essere almeno pari al 15 per cento di quanto scambiato mediamente nel mercato di riferimento nella fase di apertura.

Infine, il Consiglio di borsa ha il compito di verificare il rispetto degli impegni assunti dagli operatori specialisti, segnalando alla Consob ogni eventuale violazione.

III. GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

1. L'ATTIVITA' DI VIGILANZA E I CONTROLLI SUGLI INTERMEDIARI

Nel corso del 1995 il controllo sugli intermediari ha tratto notevole impulso dall'attività di analisi delle segnalazioni, provenienti dai privati, rivolte a denunciare ipotesi di irregolarità commesse nello svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare. L'analisi degli esposti si è rivelata un efficace strumento di vigilanza ai fini della valutazione sistematica del profilo di affidabilità degli intermediari, avendo condotto a nuove verifiche ispettive e a integrazioni di verifiche già avviate.

Si è proceduto, inoltre, ad un rafforzamento dell'attività di vigilanza e di ispettorato attraverso una nuova configurazione organizzativa ed una revisione delle modalità operative.

Le prime importanti pronunce giurisprudenziali hanno ulteriormente sollecitato l'analiticità dell'attività di verifica ispettiva e di preparazione dei provvedimenti sanzionatori. Tale fase di collaudo di metodologie di controllo più dettagliate ha comportato una temporanea contrazione del numero delle ispezioni effettuate, a parità peraltro di sanzioni comminate agli intermediari per i quali si è accertato un comportamento illecito.

L'attività di analisi degli esposti

Al fine di massimizzare il potenziale informativo contenuto nelle segnalazioni

relative a presunte irregolarità di comportamento da parte degli intermediari, nel corso dell'anno è stata attuata una metodologia di valutazione degli esposti, basata su due sistemi di rilevazione. Il primo, di tipo analitico deduttivo, è incentrato sull'analisi di ciascun singolo esposto e sulla simulazione, in termini di rapporto causa/effetto, tra quanto segnalato dagli esponenti ed i presumibili effetti sull'organizzazione/gestione delle attività cui l'intermediario è autorizzato. Il secondo, di tipo statistico, si articola secondo un insieme di tavole quali-quantitative volte a segnalare il profilo di affidabilità di ciascun intermediario e delle diverse categorie di riferimento (banche, Sim e fiduciarie).

Quanto segnalato dagli esponenti può pertanto essere elaborato al fine di formulare valutazioni sulle cause sottostanti le anomalie di comportamento denunciate ovvero di stabilire se le disfunzioni segnalate conducono ad ipotizzare possibili eventi patologici nell'attività degli intermediari, con ciò consentendo un'azione di vigilanza mirata e tempestiva.

Nel corso del 1995, sono stati analizzati 272 esposti, di cui 159 riferiti a banche, 79 a Sim e 34 a società fiduciarie. Con riguardo alla tipologia di servizio prestato, si rileva inoltre che 131 esposti hanno riguardato l'attività di negoziazione e raccolta ordini, 88 la gestione di patrimoni, 33 il collocamento, 19 la sollecitazione del pubblico risparmio e 1 l'attività di consulenza.

Tra gli esposti analizzati, 22 hanno condotto a proporre 7 verifiche ispettive ovvero ad integrare le analisi di verifiche già in corso, 15 hanno comportato la formulazione di altrettante lettere di contestazione, a seguito di presunte irregolarità riscontrate e 4 hanno dettato la formulazione di altrettante proposte di sanzione.

Con riferimento alle principali irregolarità ipotizzate ovvero rilevate, si osserva che queste sono, prevalentemente, derivate da carenze di carattere organizzativo, procedurale e di controllo del personale, da scarsa attenzione alla problematica delle commissioni applicate alla clientela, dalla mancata rappresentazione dei rischi in presenza di ordini che risultano non adeguati per i clienti, dalla esecuzione di

operazioni in conflitto di interessi, nonché dal mancato rispetto dei limiti di investimento contrattualmente concordati con la clientela.

Con riguardo, infine, all'obbligo, a carico degli intermediari, di segnalazione annuale alla Consob degli esposti ricevuti da parte della clientela nel corso dell'anno 1995 (ex art. 16 del Reg. 8850/94), si è riscontrato che il 74,4 per cento delle banche, l'84,3 per cento delle Sim e il 70 per cento delle società fiduciarie autorizzate hanno correttamente assolto l'adempimento in argomento.

L'attività ispettiva

Nel corso del 1995 sono state deliberate dalla Commissione complessivamente 34 ispezioni nei confronti di intermediari mobiliari, di cui 2 ai sensi dell'art. 8 della legge 157/1991. Le delibere hanno riguardato 15 società di intermediazione mobiliare, 16 banche, 3 agenti di cambio e una società fiduciaria iscritta all'Albo Speciale di cui alla legge 1/1991. È stata deliberata, inoltre, la revoca di 3 ispezioni, essendo venuti meno i presupposti che le avevano determinate.

Nel corso del 1995 sono iniziati 43 accertamenti, di cui 20 con oggetto mirato, 21 a carattere generale e due ai sensi dell'art. 8 della legge 157/1991 (*insider trading*).

L'attività ispettiva è stata svolta nei confronti sia di società di intermediazione mobiliare sia di altri intermediari finanziari. In particolare, sono iniziate 23 ispezioni nei confronti di banche (rientrano in tale gruppo 5 ispezioni eseguite presso le diverse filiali di un'unica banca); 13 ispezioni nei confronti di società di intermediazione mobiliare; 6 ispezioni nei confronti di agenti di cambio ed una nei confronti di una società fiduciaria iscritta all'Albo speciale di cui alla legge 1/1991 (cfr. Tav. aIII.1).

Per ciò che concerne in particolare gli agenti di cambio, nel corso del 1995, la Commissione ha approntato un sistema di segnalazioni periodiche di vigilanza specifico per tali intermediari (delibera 9559 del 6 novembre 1995), e ha provveduto in 73 casi

all'acquisizione diretta di informazioni, ai sensi dell'art. 32 del regolamento di organizzazione e funzionamento della Consob.

Gli accertamenti ispettivi di carattere generale, così come previsto dal protocollo d'intesa sottoscritto con l'Ufficio italiano dei cambi, hanno riguardato anche le eventuali violazioni delle disposizioni di legge e regolamentari in materia di antiriciclaggio. In alcune delle suddette ispezioni l'attività di accertamento si è svolta in collaborazione con funzionari dell'Ufficio italiano dei cambi.

Delle 23 ispezioni effettuate presso le banche, 14 hanno avuto lo scopo di accertare la conformità delle modalità di svolgimento delle attività autorizzate alle disposizioni normative in materia di intermediazione mobiliare; 8 hanno riguardato la verifica del regolare svolgimento dell'attività di collocamento nell'ambito di una offerta pubblica di vendita; una ha avuto ad oggetto il controllo del rispetto delle disposizioni previste dalla legge 157/1991.

Con riferimento alle indagini ispettive poste in essere nei confronti delle Sim, si segnala che una ha riguardato la verifica del rispetto delle disposizioni normative in tema di *insider trading*.

L'attività sanzionatoria

L'attività di vigilanza svolta dalla Consob ed il conseguente esercizio delle potestà cautelari e sanzionatorie, così come sopra delineato, ha comportato, nel corso del 1995 (cfr. Tavv. III.1 e aIII.2) l'adozione di 4 provvedimenti di sospensione in via d'urgenza ex art. 13, comma 1, della legge 1/91, 6 di sospensione cautelare ex art. 13, comma 2, della legge 1/91, 3 di sanzione pecuniaria ex art. 5, comma 2, della legge 1/91.

TAV. III.1

L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA

PROVVEDIMENTI SANZIONATORI

PROVVEDIMENTO	SU SIM			SU FIDUCIARIE			SU BANCHE		
	1993	1994	1995	1993	1994	1995	1993	1994	1995
SOSPENSIONE ¹	8	11	12	4	1	2	..	..	..
SANZIONE PECUNIARIA	9	14	10	..	2	1	1	2	1
COMMISSARIAMENTO	6	8	14	6	1	2	..	..	..
CANCELLAZIONE SANZIONATORIA	5	8 ²	4 ¹	3	3	..	..	..	..
SOCIETÀ OGGETTO DI PROVVEDIMENTI SANZIONATORI	8	20	20	4	4	4	1	2	1

¹ Numero delle società oggetto di provvedimenti di sospensione cautelare, ai sensi dell'art. 13, commi 1 e 2, della legge 1/91, o di sospensione sanzionatoria, ai sensi dell'art. 13, commi 3 o 4, della legge 1/91.

² In un caso la cancellazione è intervenuta a seguito della dichiarazione di insolvenza da parte della società.

³ In 3 casi la cancellazione è intervenuta a seguito della dichiarazione di insolvenza da parte delle società.

Inoltre, la Consob ha proposto al Ministro del tesoro l'adozione di 4 provvedimenti di sospensione sanzionatoria ex art. 13, comma 3, della legge 1/91 e 5 ex art. 13, comma 4, della legge 1/91, 5 provvedimenti di cancellazione sanzionatoria ex art. 13, comma 5, della legge 1/91, con contestuale nomina del commissario preposto alla tutela e alla restituzione dei patrimoni di proprietà dei clienti, 8 provvedimenti di sanzione pecuniaria ex art. 13, comma 3, della legge 1/91, 14 provvedimenti di scioglimento degli organi amministrativi e contestuale nomina del commissario ministeriale ex art. 13, comma 6, lett. b) della legge 1/91, 2 provvedimenti di nomina del commissario ministeriale ex art. 13, comma 6, lett. a), della legge 1/91, 5 provvedimenti di nomina del commissario ministeriale ex art. 13, comma 5, della legge 1/91.

Per quanto concerne i provvedimenti cautelari adottati dal Presidente della Consob ai sensi dell'art. 13, comma 1, della legge 1/1991, essi sono riconducibili a: situazioni di *deficit* patrimoniale causate da indebiti utilizzi dei patrimoni di pertinenza

della clientela, tali da determinare lo stato di insolvenza degli intermediari medesimi; situazioni di grave pericolo per la stabilità patrimoniale degli intermediari derivanti dalla concentrazione dell'operatività avente ad oggetto strumenti derivati collegati a valute con un'unica controparte estera non sottoposta a vigilanza prudenziale nel proprio paese, nonché a collegamenti operativi con un agente di cambio sottoposto a procedura fallimentare; sussistenza di un impianto organizzativo dell'intermediario finalizzato alla sistematica violazione della normativa riguardante la gestione dei patrimoni, unito al costante utilizzo delle disponibilità liquide della clientela per finanziare l'"anomala" operatività di una rete di società *off shore*, per conto delle quali l'intermediario svolgeva, altresì, un'attività del tutto estranea a quella di intermediazione mobiliare, tesa esclusivamente al trasferimento di disponibilità finanziarie in favore di altri soggetti.

Con riferimento ai provvedimenti cautelari adottati ai sensi dell'art. 13, comma 2, della legge 1/91, le tipologie riscontrate sono risultate le seguenti: esercizio da parte di intermediari non autorizzati dell'attività di gestione dei patrimoni, realizzata mediante schemi operativi volti ad eludere la normativa vigente; modalità operative che hanno procurato grave pericolo di danno per la clientela alla quale non sono state garantite le più pregnanti tutele previste dall'ordinamento nell'ambito dell'attività di gestione dei patrimoni; situazione di grave disordine amministrativo unita alla costante subordinazione degli interessi della clientela agli interessi del gruppo di appartenenza dell'intermediario; conduzione irregolare della gestione dell'intermediario in evidente contrasto con i precetti posti a tutela della indipendente, sana e prudente gestione della società, oltre che del tutto incoerente con i principi e le regole generali di cui alla legge 1/91; operatività dell'intermediario, ancorché formalmente ed apparentemente inquadrabile nell'attività di intermediazione mobiliare, che è risultata essere, al contrario, un'attività sostanzialmente diversa, risolvendosi, nei fatti, nella continua e preordinata creazione di disponibilità liquide in capo a persone fisiche, attraverso l'effettuazione per loro conto di numerose operazioni di *trading* su titoli a scarso

mercato e per elevato controvalore; svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare, mediante una struttura organizzativa non idonea ad assicurare il rispetto dei principi posti a base della normativa vigente ma, al contrario, finalizzata al perseguimento di interessi estranei a quelli della clientela nonché ad avvantaggiare sistematicamente taluni clienti a danno di altri; situazioni di pericolo per il pubblico risparmio connesse all'utilizzo, seppure per periodi di tempo limitato, dei beni di pertinenza della clientela per il perseguimento di interessi propri dell'intermediario ed estranei a quelli della clientela medesima.

Si precisa che in tutti i casi di adozione dei suddetti provvedimenti cautelari, la Consob ha proposto al Ministro del tesoro di disporre, con proprio decreto, lo scioglimento degli organi amministrativi e la contestuale nomina di un commissario preposto alla gestione della società, ai sensi dell'art. 13, comma 6, lettera b), della legge 1/91.

Per quanto concerne i provvedimenti di sospensione sanzionatoria adottati dal Ministro del tesoro, su proposta della Consob, gli stessi sono conseguiti dall'accertamento delle ipotesi di violazioni poste a fondamento dei provvedimenti di natura cautelare e dall'accertamento di ipotesi di violazioni che, non configurando pericoli imminenti per la tutela del pubblico risparmio, non avevano dato luogo all'adozione di provvedimenti di natura cautelare.

Con riferimento, infine, ai provvedimenti di cancellazione dall'Albo delle Sim adottati dal Ministro del tesoro, su proposta della Consob, gli stessi sono conseguiti dall'accertamento giudiziale dello stato di insolvenza degli intermediari interessati e da situazioni di grave e perdurante pericolo per la tutela del pubblico risparmio, connesse allo svolgimento dell'attività di gestione dei patrimoni, secondo modalità gravemente irregolari.

Le crisi degli intermediari e il Fondo Nazionale di Garanzia ex art. 15, legge 1/91

Nel corso del 1995 sono stati dichiarati falliti, a seguito dell'accertamento dello stato di insolvenza da parte dei competenti tribunali, 4 intermediari (cfr. Tav. III.2), nei confronti dei quali la Consob aveva precedentemente assunto provvedimenti interdittivi di natura cautelare, con contestuale nomina, da parte del Ministro del tesoro, di un commissario preposto alla gestione della società, in luogo del consiglio di amministrazione.

Tav. III.2

LE CRISI DEGLI INTERMEDIARI E IL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA

		SIM	AGENTI DI CAMBIO	FIDUCIARIE	TOTALE
INSOLVENZE	1992	1	--	--	1
	1993	5	1	3	9
	1994	4	--	--	4
	1995	3	1	--	4
TOTALE INSOLVENZE		13	2	3	18
DI CUI CON DEPOSITO DELLO STATO PASSIVO		6	1	2	9
NUMERO TOTALE CLIENTI AMMESSI		3.107	156	296	3.559
IMPORTO TOTALE CREDITI AMMESSI (IN MLN DI LIRE)		206.107	9.752	21.834	237.693
NUMERO ISTANZE PERVENUTE AL FONDO		1.951	114	200	2.265
IMPORTO CREDITI ISTANZE PERVENUTE AL FONDO (IN MLN DI LIRE)		166.230	9.517	21.410	197.157
INTERVENTO DEL FONDO ¹ SU ISTANZE PERVENUTE AL 2.1.96 (IN MLN DI LIRE)		41.558	1.649	5.353	48.560
	ACCONTI EROGATI	15.675	1.633	5.270	22.578
	RESIDUO DA EROGARE	25.883	16	83	25.982

Fonte: Elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia.

¹ L'intervento del Fondo è pari al 25 per cento dell'importo delle istanze pervenute.

In 2 casi la dichiarazione di fallimento è intervenuta in epoca successiva rispetto all'adozione da parte del Ministro del tesoro, su proposta della Consob, del provvedimento di cancellazione dall'Albo delle Sim. Negli altri 2 casi il provvedimento di cancellazione è conseguito, invece, alla dichiarazione di fallimento dell'intermediario da parte del tribunale competente.

Il processo di ristrutturazione nell'industria dei servizi di intermediazione mobiliare con inevitabili uscite volontarie dal mercato di molti intermediari, anche a seguito di fusioni ed acquisizioni, può causare, peraltro, incentivi a comportamenti fraudolenti da parte del *management* di intermediari con situazioni patrimoniali comunque deteriorate.

Si sottolinea, infatti, come le suddette crisi di insolvenza non siano dovute a problemi di instabilità degli intermediari ma, anzi, presentino, quanto alle cause che le hanno determinate, caratteristiche comuni, sostanzialmente riconducibili all'utilizzo distorto da parte degli intermediari medesimi dei beni ("titoli" e "lire") affidati dai clienti.

Gli interventi del Fondo nazionale di garanzia a tutela dei crediti vantati dai clienti nei confronti degli intermediari sono subordinati alla dichiarazione di insolvenza da parte dell'intermediario e sono soggetti agli specifici limiti previsti dalla normativa vigente (art. 15 della legge 1/91 e decreti del Ministro del tesoro del 30 settembre 1991 e del 25 marzo 1992). Secondo quanto stabilito dall'art. 5, commi 3 e 4, del citato D.m. del 30 settembre 1991, il pagamento del Fondo è limitato al 25 per cento del credito complessivo di ciascun cliente, comprensivo degli interessi maturati alla data dell'accertamento dello stato di insolvenza. Il Fondo, per ciascuna insolvenza, non rimborsa più del 40 per cento del valore del proprio patrimonio. La procedura di intervento del Fondo è comunque successiva al deposito dello "stato passivo" da parte degli organi della procedura concorsuale, che non sono, peraltro, tenuti da alcuna prescrizione normativa a trasmetterlo al Fondo stesso.

Al 31 dicembre dello scorso anno l'intervento del Fondo aveva interessato, quindi, solo 9 delle 18 insolvenze di intermediari verificatesi a partire dal 1992. In particolare, nei confronti dei clienti di tre intermediari il Fondo ha rimborsato tutti i crediti di sua competenza mentre restano somme da erogare nei confronti di clienti degli altri intermediari per un ammontare residuo di circa 26 miliardi di lire, risultanti quasi interamente dalle insolvenze di Sim, a fronte di 1,2 miliardi di patrimonio del Fondo.

Risulta quindi urgente un ripensamento dell'intera disciplina del Fondo, anche ai fini di adeguare il patrimonio agli impegni. I criteri guida per la riforma non potranno discostarsi sostanzialmente dal principio, simmetrico a quello della direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi bancari, statuito dalla proposta di direttiva relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori sulla quale, in sede UE, è già stata raggiunta la "posizione comune": rimborso almeno al 90 per cento dei crediti per un ammontare, a regime, non inferiore a 20.000 Ecu. L'effetto netto per il Fondo dovrebbe essere non rilevante visto che il "risparmio" derivante dalla fissazione di un tetto massimo al rimborso, oggi non presente nella normativa italiana, è però bilanciato dall'elevazione della percentuale rimborsabile del credito. Attendere, quindi, l'approvazione e il recepimento della direttiva sui sistemi di indennizzo per riformare il Fondo potrebbe farne aumentare l'incapienza a livelli preoccupanti tali da pregiudicare la validità dello stesso come strumento di tutela dei risparmiatori.

Il controllo sull'attività di sollecitazione attraverso i promotori

Il 1995 è stato il primo anno di applicazione del nuovo regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare, approvato con delibera 8850 del 9 dicembre 1994. Per quanto concerne le Sim di distribuzione, e quindi l'attività dei promotori, il nuovo regolamento ha sancito la non obbligatorietà del contratto di

sollecitazione e ha più incisivamente differenziato la disciplina concernente l'attività di sollecitazione del pubblico risparmio cosiddetto "porta a porta", di cui all'art.1, comma 1, lett.f), della legge 1/91, da quella di "offerta dei propri servizi" effettuata in luogo diverso dalla sede sociale o dalle sedi secondarie.

La normativa riflette l'attenzione dell'organo di vigilanza nei confronti dell'attività esercitata dai promotori finanziari, tenuto conto che ormai la maggior parte delle scelte di investimento della clientela delle Sim avviene attraverso i soggetti in questione. Infatti, il piccolo e medio risparmiatore spesso non ha mai diretti contatti con l'intermediario autorizzato (se non attraverso le comunicazioni conseguenti ai contratti conclusi), ma soltanto con il promotore, con il quale è naturale l'instaurarsi di un rapporto fiduciario.

Occorre peraltro segnalare che l'esame di esposti di clienti e gli elementi acquisiti nel corso di audizioni degli stessi hanno evidenziato, nella maggioranza dei casi, una generale disinformazione in ordine alle garanzie poste a tutela del risparmiatore dal quadro normativo di riferimento, e sono emerse modalità di approccio degli investitori con il promotore finanziario basate esclusivamente sulla conoscenza personale del soggetto, non supportate da sufficienti informazioni sull'intermediario e sul contratto sottoscritto. Di qui l'esigenza che il promotore esprima la massima professionalità e correttezza, da un lato, e, d'altro canto, che l'intermediario autorizzato sia dotato di una struttura organizzativa idonea ad effettuare gli opportuni controlli sull'attività dei propri promotori. Particolarmente significativo è, inoltre, il continuo incremento dei soggetti che ottengono l'iscrizione all'albo dei promotori. Anche per il 1995, infatti, si è verificato un notevole incremento delle iscrizioni all'Albo unico nazionale dei promotori di servizi finanziari, in una misura che si mantiene più o meno costante ormai dal 1993 (cfr. Tav. aIII.3).

L'ormai prossimo varo del sistema telematico che collegherà le varie commissioni regionali con gli archivi della Consob che gestiscono la tenuta dell'albo dovrebbe rappresentare una soluzione a diversi problemi, soprattutto relativamente ai tempi di

aggiornamento delle informazioni concernenti i soggetti in questione.

Al 31 dicembre 1995 risultavano iscritti all'albo 25.902 promotori. Le regioni con una maggiore concentrazione di soggetti sono la Lombardia (14 per cento circa del totale), il Lazio (13 per cento circa), l'Emilia Romagna (11 per cento circa), il Veneto (10 per cento circa), il Piemonte (8,5 per cento circa); seguono la Toscana, la Campania, la Sicilia e la Puglia, con percentuali tra il 7 e il 4,5 per cento (cfr. Tav. aIII.4).

I provvedimenti di cancellazione dall'Albo assunti nel corso del 1995 sono stati complessivamente 1.344 (cfr. Tav. aIII.5), di cui il 40 per cento circa su istanza dell'interessato (circa il doppio rispetto all'anno precedente), il 29 per cento circa per omesso pagamento del diritto annuo e il 14,5 per cento circa per mancato esercizio dell'attività, senza giustificato motivo; per oltre un anno.

Per quanto concerne l'attività di vigilanza, si segnala che nel corso del 1995 sono stati aperti oltre 300 procedimenti sanzionatori a carico di altrettanti promotori (molti dei quali ancora non conclusi alla data del 31 dicembre 1995); per quanto concerne le sanzioni disciplinari (cfr. Tav. aIII.6) irrogate nel corso dell'anno, si segnala che sono stati adottati 34 provvedimenti di radiazione dall'albo (rispetto ai 116 del 1994), 53 sospensioni cautelari (51 nel 1994), 4 sospensioni a tempo indeterminato (5 nel 1994) e una censura (8 nel 1994).

I procedimenti sono generalmente originati da segnalazioni pervenute da clienti, dagli intermediari, dalle commissioni regionali, da notizie di stampa e da accertamenti ispettivi disposti dalla Consob nei confronti degli intermediari.

Con riguardo agli accertamenti ispettivi, le circostanze emerse relativamente all'attività dei promotori hanno evidenziato, nella maggior parte dei casi, modalità operative di questi soggetti configuranti ipotesi di abusivo esercizio di attività di gestione di patrimoni.

I casi più frequenti di illeciti riscontrati nel corso del 1995 riguardano violazioni delle regole di comportamento alle quali i promotori finanziari devono attenersi, e in

particolare disposizioni di investimento trasmesse dal promotore all'intermediario e "disconosciute" dalla clientela, firme apocrife apposte su moduli contrattuali, modulistica contrattuale compilata in modo incompleto o non corretto, mancata acquisizione della situazione finanziaria del cliente o mancata illustrazione al medesimo delle caratteristiche degli investimenti proposti, accettazione di mezzi di pagamento difformi da quelli prescritti dalle norme regolamentari.

È auspicabile che gli intermediari autorizzati adottino misure "interne" tali da consentire un controllo sistematico sui propri promotori, al fine di prevenire, per quanto possibile, attività a danno della clientela e di garantire la massima professionalità degli operatori, soprattutto in considerazione della elevata concorrenzialità che caratterizza il settore. Appare pertanto di tutta evidenza anche l'utilità del periodo di praticantato richiesto dal vigente regolamento che disciplina l'attività di promotore di servizi finanziari, e la necessità che gli intermediari garantiscano un soddisfacente addestramento degli aspiranti promotori.

Va segnalata, da ultimo, l'attività di risposta a quesiti e a richieste di chiarimento su applicazioni di norme legislative o regolamentari del settore, riguardanti sia le procedure di iscrizione o cancellazione dall'Albo, sia le regole di comportamento, svolta in stretta collaborazione con le commissioni regionali.

Il controllo del rispetto della normativa sull'insider trading

La legge 157/91, che disciplina i reati di *insider trading* e di manipolazione, ha conferito alla Consob il potere di compiere gli atti necessari alla verifica di eventuali violazioni degli articoli 2 e 5, nonché il compito di trasmettere all'autorità giudiziaria gli eventuali elementi raccolti, congiuntamente ad una relazione motivata. Nel gennaio 1995 è stato costituito un apposito Ufficio al fine di accentrare presso una struttura specializzata le istruttorie già in essere, e di pervenire ad una più compiuta definizione

dei metodi da seguire e quindi ad una maggiore incisività.

Di regola, le istruttorie vengono avviate sulla base delle risultanze dell'attività di controllo dei mercati, ovvero di quanto rilevato nell'espletamento di altre attività istituzionali. Numerose istruttorie sono inoltre state aperte sulla scorta di elementi informativi provenienti da fonti esterne.

Nell'espletamento dell'attività istruttoria, la Commissione si avvale di tutti i poteri previsti dall'art. 8 della legge 157/91. Nei confronti dei soggetti sottoposti alla vigilanza della Consob, vengono utilizzati i poteri di cui all'art. 1/3 della legge 216/74: richiesta di dati, notizie, atti e documenti; audizioni; verifiche ispettive. In particolare sono state effettuate 300 richieste agli intermediari autorizzati, 42 richieste a società quotate, 15 richieste ad investitori istituzionali, 3 verifiche ispettive, 2 audizioni.

Nei confronti dei soggetti diversi dai precedenti - generalmente committenti di operazioni di compravendita poste in essere nel periodo oggetto di indagine - sono state effettuate 34 richieste di dati e notizie, nonché 9 audizioni.

In conformità a quanto previsto dall'art. 8 la Commissione si è avvalsa in 9 casi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni, e in rispetto di quanto disposto dall'art. 9 della predetta legge ha frequenti rapporti di collaborazione con le autorità competenti dei paesi esteri.

2. L'ATTIVITA' REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA

Le modifiche ai regolamenti di attuazione della legge n. 1/91 in materia di intermediari mobiliari

In relazione all'emergere di esigenze specifiche segnalate dagli operatori, anche a mezzo delle associazioni di categoria, la Commissione ha provveduto a modificare

alcune delle norme regolamentari di attuazione della legge n. 1/91.

Con riferimento al regolamento n. 5386/91, e in particolare alle disposizioni ivi contenute in cui si determinano i requisiti di professionalità richiesti per la partecipazione all'esame di abilitazione per negoziatori di valori mobiliari per conto di Sim, la Commissione con delibera n. 8973 del 2 gennaio 1995 ha modificato l'art. 26, nel senso di equiparare il tirocinio presso una Sim a quello presso un agente di cambio. Tale equiparazione, del resto, appare sorretta da ragioni di ordine logico, oltre che pratico, considerata la sostanziale equivalenza - per quanto qui interessa - degli intermediari in questione, entrambi autorizzati alla negoziazione nei mercati regolamentati.

Con riguardo, ancora, al regolamento n. 5386/91, e più precisamente alla disciplina in tema di rendiconti periodici relativi alla gestione di patrimoni, la Commissione ha inoltre proceduto a modificare, con delibera n. 9209 dell'8 maggio 1995, l'art. 21.

La modifica in discorso ha trovato la propria ragione di essere nella opportunità di estendere, anche in linea con le indicazioni provenienti dalla direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, ad altri casi il principio che, salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati ed operatori qualificati, non si applicano talune disposizioni contenute nel regolamento. Ciò considerate le diverse, minori esigenze di tutela di detta categoria di soggetti rispetto alla generalità degli investitori.

In particolare, fermo restando l'obbligo degli intermediari autorizzati di rendere conto anche ai clienti qualificati del proprio operato, la Commissione ha ritenuto che non debbano necessariamente applicarsi le disposizioni relative al contenuto e alla struttura dei rendiconti periodici da inviare ai clienti gestiti. Su tali basi, ove tra le parti non dovesse intervenire alcun accordo alternativo, spetterebbe agli intermediari prescegliere le modalità di documentazione e giustificazione dell'attività gestoria svolta più confacenti al diligente adempimento dell'obbligo di rendiconto.

Per quanto concerne, infine, il regolamento n. 8850/94, disciplinante l'esercizio

delle attività di intermediazione mobiliare, la Commissione ha modificato, con delibera n. 9422 del 28 agosto 1995, d'intesa con la Banca d'Italia, l'art. 30, comma 6.

La norma prevedeva, nella sua versione originaria, limitatamente alle operazioni di sottoscrizione, di acquisto o di scambio aventi ad oggetto quote di fondi comuni di investimento di cui alla legge n. 77/83, emesse da società di gestione appartenenti al gruppo, e di valori mobiliari emessi da Sicav appartenenti al gruppo ovvero collocati da soggetti appartenenti al gruppo, un diverso e più favorevole regime, essenzialmente basato sul rilascio di un'autorizzazione *una tantum*, nel contratto, per tutte le operazioni della specie.

Avendo rilevato che, qualora le quote di Oicvm siano collocate direttamente dall'intermediario gestore ovvero da un soggetto appartenente al suo gruppo, ciò non assume rilievo tale da giustificare un trattamento differenziato delle due fattispecie (con assoggettamento della prima ad un regime ben più restrittivo, rispetto alla seconda), la Commissione ha deliberato di equiparare la situazione degli intermediari gestori che investono le disponibilità della propria clientela in quote di Oicvm collocati da società del gruppo a quella dei medesimi intermediari che investono in quote di Oicvm da essi stessi collocate.

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

Nel corso del 1995 la Commissione ha affrontato numerose questioni interpretative e applicative della legge 2 gennaio 1991, n. 1, anche a seguito di quesiti specifici formulati dagli operatori.

Con riguardo, anzitutto, alla applicabilità delle disposizioni della legge all'attività svolta dagli intermediari incaricati di ricevere le adesioni ad una offerta pubblica di acquisto, è stato osservato che, sebbene l'accettazione dell'offerta o il suo inoltro debbano avvenire esclusivamente per il tramite di intermediari autorizzati alle attività

di negoziazione o di raccolta ordini, le attività di intermediazione mobiliare sono distinte da quella di raccolta delle adesioni ad una offerta pubblica di acquisto sia dal punto di vista normativo sia dal punto di vista concettuale. Ciò per la evidente differenza che corre tra l'acquisizione di un ordine per la sua esecuzione o per la sua trasmissione ad un intermediario negoziatore e l'acquisizione di una adesione e la sua gestione ai fini della partecipazione alla complessa operazione di offerta pubblica.

Poiché, pertanto, l'attività di raccolta delle adesioni non è attività di intermediazione mobiliare, ma solo un'attività consentita esclusivamente ai sopra indicati intermediari, questi ultimi, nello svolgimento della stessa, non sono soggetti alle disposizioni della legge n. 1/91 e relativi regolamenti di attuazione ma solo a quelle della legge n. 149/92 e della delibera n. 6234/92.

La Commissione, ancora, si è pronunciata favorevolmente sulla possibilità, per un intermediario, di delegare alle banche collocatrici dei propri servizi la materiale conservazione del contratto e della dichiarazione firmata dal cliente di aver ricevuto il documento informativo. Nell'ammettere tale possibilità la Commissione ha, tuttavia, fatto le seguenti precisazioni: la delega non può in nessun caso riguardare il compimento di atti di esecuzione del servizio; l'intermediario che presta il servizio resta pienamente responsabile della regolare compilazione e conservazione del contratto e dei documenti ad esso allegati nonché del controllo sulla piena identità tra le informazioni desumibili dai citati documenti e quelle ad esso trasmesse in via informatica e deve comunque acquisire, archiviare ed aggiornare i dati contenuti nei documenti conservati dalle banche collocatrici; i rapporti tra l'intermediario che presta il servizio e le banche collocatrici devono essere regolati in modo da assicurare la pronta reperibilità e disponibilità presso la propria sede dei documenti di cui sopra in occasione di verifiche ispettive e in ogni altro caso in cui ciò sia necessario.

Per ciò che concerne l'attività di gestione patrimoniale, la Commissione ha chiarito, con riferimento alle norme del regolamento n. 8850/94, relative a particolari modalità operative riguardanti talune tipologie di valori mobiliari, che la loro finalità

generale è quella di delineare per gli intermediari gestori un quadro di vincoli non superabili nemmeno con il consenso del cliente; in particolare, relativamente all'art. 32, comma 1, la Commissione, ribadita la riferibilità della disposizione a tutte le operazioni aventi ad oggetto strumenti derivati, ha precisato che le condizioni alle quali detta norma subordina la conclusione di tali operazioni non possono essere derogate in alcun caso, neanche da parte dell'intermediario gestore che, previa autorizzazione del cliente, ponga in essere le predette operazioni esclusivamente a fini di copertura dei rischi del patrimonio gestito (salvo quanto specificamente previsto per i contratti *swaps*).

È stato poi precisato che, in caso di esecuzione di un ordine cumulativo per un quantitativo inferiore a quello richiesto, la possibile determinazione di "spezzature" nei portafogli della clientela gestita, conseguente alla ripartizione proporzionale del quantitativo ottenuto, prevista dall'art. 29, comma 4, del regolamento n. 8850/94, è pienamente coerente con il disposto di tale norma, la quale è volta a garantire la parità di trattamento di tutti i clienti gestiti per i quali è stato emesso l'ordine cumulativo; in ogni caso, tale eventualità può essere esclusa in radice da parte dell'intermediario mediante l'emissione di ordini "al mercato" o comunque di ordini con limite di prezzo aventi particolari modalità di esecuzione.

La Commissione ha precisato, ancora, che gli aspiranti negozianti, pur potendo acquisire l'esperienza richiesta per essere ammessi a sostenere l'esame di abilitazione di cui all'art. 7, commi 2 e 3, della legge n. 1/91, oltre che esercitando l'attività di procuratore o rappresentante alle grida, anche operando in qualità di praticanti presso agenti di cambio, tuttavia non possono, una volta abilitati, operare nei mercati regolamentati per conto di questi ultimi i quali, nell'esecuzione delle negoziazioni sui mercati regolamentati, continuano ad avvalersi degli operatori previsti dalle disposizioni che ne disciplinano l'attività.

Questioni interpretative sono state poste anche in relazione alla disciplina degli obblighi di acquisizione, da parte degli intermediari, delle informazioni relative alla situazione finanziaria dei clienti, come prescritto dall'art. 6, comma 1, lett. d), della legge n. 1/91.

Benché nel vigente regolamento non sia stata riprodotta la disposizione relativa all'acquisizione di tali informazioni e all'eventuale rifiuto di fornirle, deve ritenersi che

anche la nuova disciplina consenta, sebbene solo implicitamente, agli intermediari di operare nonostante il rifiuto del cliente di fornire le notizie richiestegli; sono oggi lasciate, invece, alla discrezionalità dell'intermediario le modalità di acquisizione delle informazioni o del rifiuto di fornirle, nonché le modalità di conservazione della relativa documentazione.

Un altro intervento ha riguardato i criteri alla luce dei quali devono essere valutate la frequenza, le dimensioni, l'adeguatezza delle operazioni, atteso che nell'art. 6, comma 1, del regolamento in parola detti criteri non sono più precisati.

In via preliminare, è stato rilevato che, per l'attività di gestione, l'art. 29, comma 1, del medesimo regolamento individua nelle "dimensioni del patrimonio gestito" un riferimento oggettivo utilizzabile in aggiunta e anche in assenza delle informazioni sulla situazione finanziaria del cliente.

Per ciò che concerne le altre attività di intermediazione, è stato chiarito che, per effetto del combinato disposto delle disposizioni legislative e regolamentare sul punto (art. 6, comma 1, lett.f), della legge e art. 6, comma 1, del regolamento), il criterio di riferimento è sempre costituito dalla situazione finanziaria del cliente; in assenza di informazioni sulla medesima, la valutazione deve effettuarsi utilizzando tutte le notizie di cui l'intermediario disponga, relative al cliente (età, professione, presumibile propensione al rischio valutata in rapporto all'abituale operatività dello stesso), concernenti la situazione del mercato e le opportunità da esso offerte, nonché ogni ulteriore informazione che risulti comunque utile ai fini in parola.

La Commissione ha fornito chiarimenti anche relativamente all'art. 13, comma 6, del regolamento n. 8850/94, ai sensi del quale "il collegio sindacale segnala senza indugio alla Consob le contestazioni effettuate e le irregolarità riscontrate".

Attraverso l'eliminazione del riferimento (contenuto nel regolamento previgente) alla "gravità" delle irregolarità, detta disposizione ha obiettivamente esteso la portata degli obblighi di comunicazione posti a carico del collegio sindacale degli intermediari; per altro verso, il richiamo alla *mera* irregolarità ha introdotto la necessità di una

selezione, da parte del collegio sindacale, volta a evidenziare tutti i dati oggettivamente significanti per l'attività di controllo della Commissione.

Pertanto, mentre dovranno essere senz'altro segnalate le irregolarità direttamente concernenti l'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare, nascenti dalla violazione di norme di settore, le altre irregolarità, nascenti dalla violazione di regole diverse da quelle di settore, dovranno essere oggetto di segnalazione solo qualora assumano, sia pure indirettamente, una notevole importanza nell'ambito della gestione societaria nel suo complesso.

Quanto al concetto di "contestazione", si è chiarito che esso non assume autonomia rilevanza, ma indica soltanto una possibile ed eventuale azione interna del collegio sindacale nei confronti dei soggetti sottoposti al suo controllo, con la conseguenza che l'obbligo di segnalazione, previsto dalla norma in parola, rimane esclusivamente legato all'accertamento di irregolarità aventi i caratteri appena chiariti.

Perciò se, da un lato, non dovranno essere comunicate le contestazioni che non abbiano ad oggetto vere e proprie irregolarità (ad esempio osservazioni di mera opportunità che il collegio sindacale esterni al consiglio di amministrazione o all'assemblea al solo scopo di contribuire ad una migliore gestione societaria), d'altro canto, le irregolarità riscontrate andranno segnalate indipendentemente dal fatto che il collegio sindacale abbia provveduto o intenda provvedere ad una contestazione diretta al soggetto interessato.

La Commissione si è pronunciata, ancora, sul tema del riconoscimento di interessi sulle disponibilità liquide della clientela, consegnate ad intermediari non bancari ovvero da essi detenute a seguito di operazioni di disinvestimento, chiarendo innanzitutto che il problema si pone - rientrando la materia degli interessi tra quelle affidate alla disponibilità delle parti (cliente e intermediario) - solo in caso di assenza di specifiche determinazioni convenzionali. In particolare, per i casi in cui l'intermediario non bancario sia esonerato dall'obbligo di deposito in banca delle somme ricevute dal cliente (in quanto l'esecuzione dell'incarico da questi conferito comporti l'imminente consegna materiale di dette somme), come pure per le ipotesi di riscossione di somme di denaro per conto del cliente da consegnare a quest'ultimo secondo determinate istruzioni, pur essendosi riconosciuta la posizione debitoria dell'intermediario, è stata esclusa la sussistenza in capo allo stesso dell'obbligo della corresponsione degli interessi sulle somme ricevute.

Si è ritenuto che, ogni qualvolta il deposito presso una banca delle somme ricevute dal cliente non sia necessario, l'intermediario non sia obbligato alla corresponsione degli interessi sulle somme medesime, in quanto esse costituiscono, in

sostanza, a seconda dei casi, la "provvista" del mandatario ai fini dell'esecuzione dell'incarico o il risultato della esecuzione del mandato; resta fermo che l'esonero dall'obbligo in parola è condizionato al rispetto, da parte dell'intermediario, dei tempi previsti o stabiliti per l'esecuzione dell'operazione di investimento o per la consegna al cliente delle somme ricavate dalla operazione di disinvestimento.

Relativamente invece all'opposto caso in cui l'intermediario non bancario sia tenuto al deposito presso una banca, entro il giorno successivo a quello di ricezione, delle somme consegnate dalla clientela (o rivenienti dalla esecuzione degli incarichi), la soluzione del problema in esame è stata ricollegata al principio di separatezza, sancito dall'art. 8, comma 2, della legge n. 1/91 a proposito della sola attività di gestione patrimoniale ma riferibile alla generalità dei rapporti tra intermediari e clientela e quindi, ad ogni fattispecie di deposito di denaro obbligatorio.

Per effetto del principio di separatezza, le somme di denaro di pertinenza dei clienti, pur essendo depositate in banca in un conto intestato all'intermediario, restano separate per espressa previsione di legge da quelle degli altri clienti e da quelle dell'intermediario e nella proprietà sostanziale di ciascun cliente. Per tale ragione, non sembra possibile configurare un obbligo di corresponsione di interessi come obbligo proprio dell'intermediario, considerata la qualità di quest'ultimo di titolare delle somme per conto altrui anziché di debitore del cliente; appare più corretto, invece, ritenere che gli interessi corrisposti dalla banca depositaria vadano ad accrescere la consistenza delle disponibilità di pertinenza dei clienti e che l'intermediario sia tenuto, nei confronti di ciascuno di essi, alla ripartizione proporzionale di tali rendimenti.

Vari chiarimenti sono stati forniti in tema di promotori di servizi finanziari. Si è più volte avuto occasione di rilevare, in relazione a fattispecie concrete, che il "giustificato motivo" che, ai sensi dell'art. 13, comma 1, lett. b), del regolamento n. 5388/91, può escludere la cancellazione dall'Albo dei promotori di servizi finanziari per mancato esercizio dell'attività per oltre un anno, è identificabile esclusivamente in un impedimento oggettivo e indipendente dalla volontà del promotore.

Si è inoltre osservato che le disposizioni in materia di responsabilità solidale dell'intermediario autorizzato per gli eventuali danni arrecati dal promotore di servizi finanziari nello svolgimento delle incombenze al medesimo affidate, di cui all'art. 5, comma 4, della legge n. 1/91, devono intendersi riferite all'intermediario per il quale

il promotore presta in concreto l'attività tipica, a nulla rilevando la circostanza che questi sia legato da un contratto di lavoro dipendente - per motivi diversi dallo svolgimento dell'attività di promozione di servizi finanziari - ad altra società.

In più occasioni è stata infine ribadita la possibilità, dal punto di vista dell'ordinamento di settore, per i promotori di servizi finanziari di affiancare all'attività tipica, di per sé non esclusiva, un'altra attività lavorativa, sia pur segnalando l'esigenza di astenersi, nello svolgimento di quest'ultima, dal rappresentare la propria qualifica di promotore e ciò allo scopo di non ingenerare confusioni nella clientela.

3. LE ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

La negoziazione di valori mobiliari

Nel primo semestre del 1995, il controvalore complessivo dei titoli negoziati è stato pari a 2.529.000 miliardi di lire (contro 1.925.000 miliardi nello stesso periodo del 1994), ripartibili in titoli di Stato per il 76 per cento, in altri titoli di debito per il 4 per cento, in azioni ed altri titoli di capitale per il 7 per cento, in altri valori mobiliari per il 13 per cento.

Le modalità operative con le quali le Sim eseguono le negoziazioni si differenziano notevolmente a seconda della categoria di valore mobiliare scambiata. Le negoziazioni di azioni sono eseguite dalle Sim per lo più per conto di terzi: la quota sul totale del controvalore scambiato, sia nel secondo semestre del 1994 che nel primo semestre del 1995, è stata superiore all'80 per cento (cfr. Tav. aIII.7). Nel caso dei titoli di Stato, invece, viene preferita la modalità operativa della negoziazione per conto proprio (con quote percentuali che si aggirano attorno al 90 per cento). In una

situazione intermedia, ma pur sempre caratterizzata da una prevalenza della negoziazione per conto proprio, si collocano gli scambi di obbligazioni ed altri titoli di debito. Per quanto riguarda la negoziazione di azioni, la peculiarità sopra descritta può essere spiegata considerando il divieto, per le Sim, di soddisfare le richieste della clientela di compravendita di titoli azionari quotati (e più in generale di titoli quotati diversi dai titoli di Stato o garantiti dallo Stato) mediante acquisti o vendite per conto proprio fuori dai mercati regolamentati, derivante dal combinato disposto dei commi 2 e 5 dell'articolo 11 della legge 1/91. Tale circostanza implica che tutte le richieste di scambi di tali titoli, da parte della clientela, vengano soddisfatte attraverso la modalità della negoziazione per conto di terzi. Non si applicano, invece, ai titoli di Stato e garantiti dallo Stato né l'obbligo di concentrazione nei mercati regolamentati, né il divieto sopra richiamato; conseguentemente le Sim, per prassi operativa, sono solite fare transitare nel proprio portafoglio compravendite di titoli di Stato eseguite, in realtà, per conto della clientela, dilatando i volumi degli scambi eseguiti formalmente per conto proprio.

Relativamente all'obbligo di concentrazione nei mercati regolamentati delle operazioni su valori mobiliari ivi richiamato, l'art. 11 della legge 1/91 prevede due specifiche deroghe: la possibilità di eseguire negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati, dietro autorizzazione scritta del cliente, nel caso in cui ciò consenta la realizzazione di un miglior prezzo per lo stesso (la cosiddetta *best execution*) e quella di eseguire negoziazioni "fuori borsa" a prezzi liberamente contrattati tra le parti, nel caso in cui tali negoziazioni abbiano ad oggetto quantitativi non inferiori ad ammontari minimi stabiliti in un primo tempo dalla Consob e attualmente dal Consiglio di borsa (il cosiddetto "mercato dei blocchi"). Al riguardo, si può ritenere che il ricorso alle due deroghe citate sia stato, tutto sommato, scarsamente rilevante (cfr. Tav. aIII.8). Solo una quota pari al 2,8 per cento del controvalore complessivo degli scambi è transitata sul mercato dei blocchi, a testimonianza della mancanza di *dealers* attivi su tali titoli, mentre gli scambi "fuori mercato", forse a causa degli oneri connessi agli obblighi di

segnalazione al mercato ed alla Consob e di autorizzazione da parte del cliente, hanno riguardato quote inferiori all'1 per cento. Totalmente diversa è invece la ripartizione per mercato delle negoziazioni di obbligazioni quotate. In questo caso, la preponderanza degli scambi eseguiti fuori dai mercati regolamentati e nei mercati esteri è da mettersi in connessione, rispettivamente, con l'esenzione dagli obblighi di concentrazione in borsa dei titoli obbligazionari garantiti dallo Stato, e con la notevole consistenza dei volumi di negoziazione di obbligazioni estere.

La concentrazione nel comparto della negoziazione per conto proprio è maggiore di quella presente nel mercato della negoziazione per conto di terzi (cfr. Tavv. aIII.9 e aIII.10). In particolare, relativamente agli scambi per conto proprio nel comparto dei titoli di Stato, sia nel primo semestre del 1994 che nel primo semestre del 1995, la somma dei volumi degli scambi delle prime tre Sim è stata pari alla metà del controvalore complessivo delle negoziazioni. Percentuali molto simili si ottengono sommando le quote dei primi tre operatori nella compravendita di altri titoli di debito e di capitale. Inoltre, pur essendo il numero dei *dealers* attivi sul mercato molto prossimo a quello dei *brokers*, in tutti e tre i comparti analizzati (azionario, obbligazionario e titoli di Stato), gli scambi per conto di terzi sono maggiormente equidistribuiti.

Ne è dimostrazione il fatto che le quote medie delle Sim più piccole (ovvero di quelle oltre la decima posizione nella classifica per volumi intermediati) risultano essere in questo mercato nettamente più alte (0,76 per cento nel comparto azionario e 0,59 per cento nel comparto dei titoli di Stato per il primo semestre 1995) di quelle rilevate per la negoziazione per conto proprio. Analizzando, infatti, i dati relativi al primo semestre 1995 per le negoziazioni in conto proprio di titoli di Stato, si può notare che le prime 10 Sim (sul totale delle 96 attive) raggiungono quote di negoziato pari al 86,5 per cento del totale e che, conseguentemente, esistono ben altri 91 operatori marginali, che, nel loro complesso, detengono quote pari al 13,5 per cento del totale (con una quota media dello 0,16 per cento). Nel comparto azionario, invece, oltre alle prime 10

Sim ne esistono altre 69 che detengono nel complesso una quota del 27,8 per cento del totale (con una quota media dello 0,40 per cento).

Occorre precisare che tra le cause all'origine di questa differenziazione strutturale è possibile inserire l'effetto della prassi operativa, adottata dalle Sim, di fare transitare per il portafoglio di proprietà operazioni su titoli di Stato eseguite, di fatto, per conto della clientela. Ciò, come detto, può avere dato origine ad una lievitazione degli importi relativi alla negoziazione in conto proprio di tali titoli per le Sim di maggiori dimensioni.

La gestione dei patrimoni

L'analisi dei dati provenienti dalle segnalazioni di vigilanza evidenzia il ruolo di assoluta rilevanza delle banche in questo mercato. Infatti, al 30 giugno 1995, il patrimonio gestito dalle banche ammontava a 129.000 miliardi di lire, contro i 31.000 miliardi di lire gestiti dalle Sim e i 18.000 miliardi di lire gestiti dalle società fiduciarie, mentre, al 31 dicembre 1994, le banche risultavano avere in gestione patrimoni per un controvalore complessivo di 132.000 miliardi di lire, contro i 29.000 miliardi di lire delle Sim e i 19.000 miliardi di lire delle società fiduciarie.

Notevolmente differenti sono, invece, i valori medi (per contratto di gestione sottoscritto) dei patrimoni gestiti dalle tre tipologie di intermediari. Prendendo come riferimento i dati rilevati al 30 giugno 95, infatti, la dimensione media dei patrimoni gestiti era pari a 234,9 milioni di lire per le banche (231,6 al 31 dicembre 94), a 137,5 milioni per le società fiduciarie (146,2 al 31 dicembre 94) e a 1.699,7 milioni per le Sim (1.453,8 al 31 dicembre 94). All'origine di questo fenomeno sta la diversità della composizione della clientela della Sim (tra cui è presente un maggior numero di investitori istituzionali) rispetto alla clientela degli altri due tipi di intermediari (tra cui è rilevabile una maggiore presenza di clienti con minori disponibilità finanziarie).

Considerando la composizione media dei patrimoni gestiti dai diversi intermediari attivi (cfr. Tav. aIII.11), emerge una certa diversità nelle scelte di investimento. In particolare, mentre si evidenzia in ogni caso un forte peso dei titoli di Stato all'interno dei patrimoni gestiti (che rappresentano all'incirca la metà del controvalore complessivo), le Sim sembrano caratterizzarsi per una inclinazione verso l'investimento in titoli obbligazionari (più di un terzo del controvalore complessivo dei portafogli) più marcata rispetto a quella manifestata dalle società fiduciarie (circa un quinto del controvalore complessivo dei portafogli), mentre la tendenza opposta si manifesta per le quote di Oicvm.

Il grado di concentrazione nel mercato della gestione di patrimoni è notevolmente differenziato tra i vari tipi di intermediari autorizzati (cfr. Tav. aIII.12). La concentrazione nel segmento delle Sim assume valori intermedi tra quella osservabile per le banche e quella osservabile per le fiduciarie. In particolare, le prime 3 Sim detengono, al 30 giugno '95, una quota pari al 26,9 per cento del mercato (27,8 per cento al 30 giugno '94), le prime 5 una quota del 37,3 per cento (39,4 per cento al 30 giugno '94), le prime 10 una quota del 56,8 per cento (55,2 per cento al 30 giugno '94), le prime 20 una quota del 77,3 per cento (79,1 per cento al 30 giugno '94). Il segmento della gestione tramite banche si caratterizza, invece, per un numero molto maggiore di intermediari autorizzati (circa doppio rispetto a quello delle Sim e circa triplo di quello delle società fiduciarie) e per un grado di concentrazione minore. Ciò è diretta conseguenza del tipo di clienti medi a cui le banche si rivolgono, per i quali la scelta dell'intermediario è fortemente influenzata dalla sua localizzazione geografica e dagli altri rapporti di raccolta ed impiego di fondi. Più concentrato risulta essere, invece, il segmento della gestione di patrimoni tramite società fiduciarie, anche a causa del numero ridotto di operatori attivi. In particolare, la metà del mercato è detenuta da sole 5 società fiduciarie, le prime 4 delle quali appartenenti a gruppi bancari.

La sollecitazione del pubblico risparmio

Nel secondo semestre 1994, le Sim autorizzate all'esercizio dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio (dette anche "reti di vendita") di cui all'art. 1, comma 1, lettera f), della legge 1/91, hanno distribuito, attraverso i propri promotori finanziari, valori mobiliari per un controvalore complessivo di 10.275 miliardi di lire, contro i 10.226 miliardi del primo semestre 1995. Con riferimento al primo semestre del 1995, i promotori finanziari delle Sim "reti di vendita" hanno distribuito prevalentemente parti di Oicvm (in grande parte quote di fondi comuni di investimento) sia di società del gruppo di appartenenza, sia di altre società. Minore rilievo assumono, invece, i pesi degli altri valori mobiliari e dei titoli obbligazionari ed ancor meno significativo è il peso assunto dai titoli di Stato e dalle azioni e quote di capitale (cfr. Tav. aIII.13).

Come noto, le Sim autorizzate all'esercizio dell'attività di sollecitazione possono distribuire, oltre ai valori mobiliari, diverse tipologie di servizi di intermediazione mobiliare e di prodotti finanziari. Nel primo semestre del 1995 esse hanno collocato servizi di gestione patrimoniale per un controvalore totale di patrimoni conferiti pari a 2.872 miliardi di lire (2.888 nel secondo semestre 1994). Complessivamente, nell'ambito dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio, è stata promossa dalle Sim la sottoscrizione di 2.351.000 contratti relativi a diversi servizi finanziari, tra cui un peso di assoluto rilievo è assunto dai prodotti assicurativi (nel primo semestre 1995 sono state stipulate dai promotori finanziari 933.000 polizze assicurative); seguono i contratti di credito personale e gli altri di finanziamento (rispettivamente 29.000 e 407.000 nel primo semestre 1995), i contratti di *factoring* (145.000 nel primo semestre 1995) e i contratti di *leasing* (40.000 nel primo semestre 1995).

L'importanza assunta, tra le attività delle Sim "reti di vendita", dalla distribuzione di prodotti assicurativi è testimoniata dalle scelte di struttura organizzativa adottate. In generale, infatti, le Sim "reti di vendita" che si avvalgono di un elevato numero di

promotori finanziari sono anche ai vertici delle graduatorie delle stesse Sim ordinate in base alle polizze assicurative "sollecitate". Così, tra le prime 5 Sim ordinate per numero di promotori, sono presenti 4 tra le prime 5 Sim ordinate per numero di polizze assicurative "sollecitate"; allo stesso modo, tra le prime 20 Sim ordinate per numero di promotori, sono presenti 18 tra le prime 20 Sim ordinate per numero di polizze assicurative.

Da un punto di vista strutturale, il mercato della sollecitazione del pubblico risparmio presenta un grado di concentrazione abbastanza elevato (cfr. Tav. aIII.14). Le prime tre Sim hanno distribuito, nel primo semestre 1995, valori mobiliari per un controvalore complessivo pari al 46,4 per cento del totale. Inoltre, la somma dei controvalori dei titoli distribuiti dalle prime 20 Sim copre quasi la totalità del mercato (precisamente, il 94,2 per cento nel primo semestre del 1995). Considerando come variabile discriminante il numero di polizze assicurative sottoscritte, il grado di concentrazione risulta ancora più elevato. In questo caso, le prime 3 Sim risultano detenere il 65,3 per cento del mercato, le prime 5 Sim il 79 per cento, le prime 10 il 90,3 per cento e le prime 20 Sim il 98 per cento.

4. EVOLUZIONE DELLA STRUTTURA DEL SETTORE

Struttura e performance nei diversi comparti del settore

La legge 2 gennaio 1991, n.1, individuando le diverse classi di attività di intermediazione mobiliare (in particolare negoziazione, gestione, sollecitazione, collocamento, consulenza, raccolta ordini, custodia e amministrazione titoli), ha definito i confini "istituzionali" del settore. La presenza di intermediari fortemente

specializzati in una sola classe di attività consente di analizzare alcune diversità strutturali esistenti fra i diversi mercati o comparti del settore dell'intermediazione mobiliare.

I dati desumibili dagli ultimi bilanci ufficiali disponibili di Sim e fiduciarie (relativi al 1993 e al 1994) mostrano, infatti, come gli intermediari specializzati in ogni classe di attività detengano quote di mercato complessive molto elevate. Gli intermediari sono stati definiti come specializzati nel caso in cui i ricavi derivanti da una singola attività rappresentino almeno il 70 per cento dei ricavi complessivi. Nel caso dell'attività di negoziazione in conto terzi, 25 intermediari specializzati detenevano, a fine 1994, una quota di mercato pari all'88 per cento (in termini di ricavi lordi). Inoltre, limitandosi a considerare i soli intermediari specializzati, in molte classi di attività esiste una chiara relazione positiva fra dimensione e redditività. Utilizzando come indicatore di *performance* il ROA (*return on assets*), e considerando le attività di negoziazione in conto terzi, gestione patrimoniale (sia di Sim che di fiduciarie), collocamento e sollecitazione, emerge chiaramente come nel 1993 e nel 1994 le Sim e le fiduciarie (specializzate) con quote di mercato più elevate abbiano fatto registrare tassi di redditività sistematicamente superiori a quelli degli intermediari più piccoli (cfr. Tav. III.3).

Considerando, invece, tutti gli intermediari "attivi" (non solo quelli "specializzati"), il livello di concentrazione nelle varie classi di attività risulta quasi sempre elevato: la somma delle quote di mercato dei primi 10 intermediari (misurate sulla base dei ricavi, piuttosto che dei volumi intermediati) risultava pari, nel 1994, all'88 per cento nel caso della negoziazione in conto terzi, al 63 per cento nel caso delle gestioni patrimoniali, al 78 per cento nel caso del collocamento e all'85 per cento nel caso della sollecitazione.

Questi dati mostrano come esistano caratteristiche strutturali comuni ai mercati delle diverse classi di attività, ma allo stesso tempo sembrano indicare come vi siano ancora, nell'ambito delle Sim e delle fiduciarie, imprese "marginali" che operano con

strutture operative inadeguate dal punto di vista dimensionale, e presentano livelli di redditività insufficienti a garantirne la sopravvivenza nel medio periodo. La tendenza alla diminuzione del numero di intermediari attivi è già in atto da alcuni anni ma, come sarà illustrato nella sezione successiva, il numero di soggetti iscritti all'Albo risulta ancora relativamente elevato.

TAV. III.3

GLI INTERMEDIARI SPECIALIZZATI: RELAZIONE FRA QUOTA DI MERCATO E REDDITIVITÀ

	NEGOZIAZIONE		GESTIONE		COLLOCAMENTO		SOLLECITAZIONE	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
NUMERO DI SIM SPECIALIZZATE	24	25	53	47	9	2	36	35
NUMERO DI SIM ESAMINATE	77	79	100	109	42	44	52	57
QUOTA DI MERCATO DELLE SIM SPECIALIZZATE ¹	90	88	89	83	75	46	99	96
ROA 1° QUARTILE ¹	6,3	20,1	28,8	15,6	8,0	--	10,0	16,0
ROA 2° QUARTILE ¹	-0,1	6,1	-4,7	-5,8	-1,6	--	-10,8	-19,7
ROA 3° QUARTILE ¹	4,0	3,9	-5,8	-2,3	-5,8	--	-11,3	-8,0
ROA 4° QUARTILE ¹	-7,9	-17,5	-7,1	-12	-28,8	--	-24,6	-16,2

¹ Valori in percentuale.

Si veda la sezione Note metodologiche.

Sembra esistere, inoltre, una relazione fra la dimensione degli intermediari e la tendenza a violare le norme di comportamento e a porre in essere condotte scorrette o fraudolente. Tale correlazione potrebbe essere legata al fatto che, come appena mostrato, gli intermediari più piccoli, presentando molto spesso gravi squilibri

economico-finanziari, possono essere maggiormente incentivati a commettere irregolarità, a danno della clientela, più o meno gravi. Ad esempio, delle 8 Sim, sanzionate per vari motivi nel 1993 (Tav. III.1), nessuna ricadeva nel primo quartile dei soggetti ordinati sulla base dei ricavi totali da servizi (escludendo cioè i ricavi derivanti dalla gestione del portafoglio di proprietà). Nel 1994, invece, solo 2, delle 20 Sim sanzionate, ricadevano nel primo quartile dei soggetti attivi.

La gestione dell'Albo della Consob: le "entrate" e le "uscite" dal settore

Nel corso del 1995 il numero delle Sim iscritte all'Albo, in linea con quanto avvenuto nei precedenti anni, ha fatto registrare una sensibile riduzione (cfr. Tav. aIII.15). Al 31 dicembre 1995 risultavano iscritte - rispettivamente all'Albo Sim ed alla Sezione speciale del medesimo - 235 Sim (3 in meno rispetto al 31 dicembre 1994) e 49 società fiduciarie (2 in meno rispetto al 1994). Dal raffronto con i dati relativi all'anno precedente, si osserva una sensibile diminuzione anche nel caso delle banche.

Un altro dato significativo appare quello concernente le istanze di iscrizione all'Albo (cfr. Tav. aIII.16) che risultano aumentate da 12, nel 1994, a 20 nel 1995. Sono diminuiti invece i provvedimenti di cancellazione dall'Albo. Infatti nel corso del 1995 sono state cancellate 24 Sim, a fronte di 32 cancellate nel corso dell'anno precedente.

Per quanto riguarda le estensioni di attività, i provvedimenti adottati nell'anno in esame risultano 19, 11 in meno rispetto al 1994. Più modesta è stata invece la flessione delle richieste di revoche all'autorizzazione di attività già autorizzate: i relativi provvedimenti emanati sono 12 (4 in meno rispetto al 1994).

Con riguardo ai dati appena citati si osserva, sotto un profilo generale, che la richiesta di estendere l'autorizzazione all'esercizio di ulteriori attività di intermediazione mobiliare non riflette necessariamente l'effettivo ampliamento dell'operatività da parte delle Sim. Infatti, al 31 dicembre 1995, risultavano totalmente operative 101 Sim (circa

il 43 per cento) sul totale dei soggetti iscritti all'Albo e, di queste, solo 11 autorizzate all'esercizio di tutte le attività di cui all'art. 1, comma 1, della legge 1 del 1991. Di converso 11 Sim risultavano, alla medesima data, del tutto inattive. Complessivamente, tuttavia, il fenomeno delle Sim non attive permane di proporzioni ragionevolmente contenute, potendosi considerare quasi "fisiologico" in un mercato che vede la presenza, come già accennato, di un numero piuttosto consistente di intermediari.

L'esame delle Sim iscritte all'Albo, effettuato distinguendo i differenti segmenti di attività di intermediazione mobiliare autorizzate (cfr. Tav. aIII.17), non mostra significative variazioni rispetto al 1994. Permane la significativa incidenza degli intermediari autorizzati (anche) all'esercizio dell'attività di raccolta di ordini, pari a circa l'80 per cento delle società iscritte, seguiti dalle Sim autorizzate all'attività di consulenza che costituiscono circa il 63 per cento dei soggetti autorizzati. Le Sim di gestione, invece, sono pari a circa il 47 per cento dei soggetti autorizzati.

L'incidenza delle banche nel settore dell'intermediazione mobiliare, almeno in termini numerici, permane rilevante (cfr. Tav. aIII.17): anche in questo caso, non si assiste a modificazioni significative rispetto al 1994.

Per ciò che riguarda, infine, gli agenti di cambio che svolgono individualmente l'attività di intermediazione mobiliare, si è registrata, nel corso del 1995, un'ulteriore riduzione del numero dei soggetti autorizzati (Tav. aIII.18).

La localizzazione geografica, la dimensione e gli assetti proprietari degli intermediari

Per ciò che riguarda la localizzazione territoriale, permane una elevata concentrazione degli intermediari nelle regioni del Nord Italia (cfr. Tavv. aIII.19 e aIII.20). Nella sola regione Lombardia si registra la presenza del 67,6 per cento circa delle Sim attualmente iscritte all'Albo (4 in più rispetto al 1994); seguono il Lazio, in cui è dislocato circa il 9,3 per cento delle Sim, e il Piemonte (con il 6,3 per cento del

totale delle Sim). Analoghe considerazioni valgono per le società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'Albo delle Sim. Si conferma anche in questo settore la presenza di una maggiore concentrazione nella regione Lombardia, dove ha sede circa il 61,2 per cento delle fiduciarie iscritte.

Per ciò che riguarda gli assetti proprietari e la tipologia dell'azionista di controllo (cfr. Tavv. aIII.21 e aIII.22), la situazione relativa alle Sim, evidenzia sensibili cambiamenti rispetto all'anno precedente. In particolare, le Sim controllate da società di capitali diverse da banche e assicurazioni sono passate da 105, nel 1994, a 72 a fine 1995. La diminuzione appare piuttosto rilevante soprattutto con riferimento alle Sim facenti capo a società di capitali italiane passate da 80 a fine 1994, a 47, alla fine del 1995. Variazioni di minore entità, ma comunque significative, si registrano con riferimento alle Sim di estrazione bancaria, che risultavano essere 49 alla fine del 1994 e che nel corso dell'anno in esame sono aumentate di 19 unità. Si conferma, infine, la tendenza, già emersa nel 1994, alla diminuzione delle partecipazioni detenute da persone fisiche.

Nel caso, invece, delle società fiduciarie, la situazione si discosta solo in misura minima rispetto a quella dell'anno precedente. Anche nel 1995 infatti, il maggior numero di fiduciarie (circa il 45 per cento) risulta appartenente a gruppi bancari per lo più italiani (solo 4 fiduciarie su un totale di 22 risultano appartenenti a gruppi bancari esteri). Seguono le società fiduciarie aventi quali azionisti di riferimento società di capitali diverse da banche e assicurazioni (26 per cento). Anche in questo caso si tratta di soggetti prevalentemente di diritto italiano: su 13 fiduciarie, solo 2 appartengono a società di capitali di diritto estero.

Esaminando la distribuzione delle Sim per classi dimensionali non si notano cambiamenti particolarmente rilevanti rispetto ai dati del 1994. Le uniche variazioni, peraltro di modesta entità, sono infatti intervenute nelle due fasce centrali medio-alte, dalle quali risulta che, rispetto al 1994, le Sim con un numero di dipendenti compreso tra 30 e 60 è diminuito di 5 unità, mentre il numero delle Sim con più di 60 dipendenti

è aumentato di una unità. In generale la maggiore concentrazione di Sim si riscontra nelle fasce medio-basse, con netta preponderanza della presenza di Sim (circa il 26 per cento) nella fascia minima, vale a dire con un numero di dipendenti inferiore a 5.

Considerazioni analoghe possono essere svolte per le società fiduciarie. Può essere tuttavia interessante notare che, mentre per le Sim, si ravvisa la presenza (sia pure in numero limitato) di società con un numero maggiore di 60 dipendenti, altrettanto non accade per le fiduciarie. Nessuna fiduciaria, infatti, si colloca nella fascia con più di 60 dipendenti. Inoltre, anche il numero delle fiduciarie con più di 30 dipendenti (pari a 3 unità) è, se confrontato con quello delle Sim, relativamente esiguo.

IV. L'ATTIVITA' DELLA CONSOB IN SEDE GIURISDIZIONALE

Il 1995 ha visto un'intensa partecipazione della Consob ai procedimenti giurisdizionali. Si tratta di un'attività complessa che ha impegnato l'Istituzione in qualità sia di parte convenuta che di parte attrice nelle diverse sedi della giurisdizione amministrativa, civile e penale.

Lo sviluppo di tale fenomeno riflette in gran parte l'incremento dell'attività d'indagine degli uffici operativi finalizzata all'accertamento di irregolarità ed illeciti, risultante anche dall'entrata in vigore delle nuove discipline normative e regolamentari che hanno interessato il mercato dei valori mobiliari nel corso degli ultimi anni.

La conseguente attività sanzionatoria ha dato, infatti, impulso primario al contenzioso amministrativo in cui la Consob è parte convenuta davanti al Tar, in primo grado, e al Consiglio di Stato, in appello, nei confronti dei soggetti destinatari dei provvedimenti punitivi, irrogati dalla stessa o, su sua proposta, dal Ministro del tesoro. Nel caso di sanzioni di natura pecuniaria il giudice competente per il reclamo è il Pretore.

Si riporta di seguito un quadro riassuntivo dei provvedimenti cautelari e sanzionatori irrogati dalla Consob, o su sua istanza dal Ministro del tesoro, nei confronti dei soggetti da essa vigilati, dei ricorsi e dei reclami presentati avverso detti provvedimenti e dei loro esiti.

TAV. IV.1

L'ATTIVITÀ SANZIONATORIA AMMINISTRATIVA NEL 1995

	NUMERO SANZIONI	NUMERO RICORSI		NUMERO RICORSI RESPINTI	NUMERO RICORSI ACCOLTI	NUMERO GIUDIZI IN CORSO
		TAR	PRETORE			
PROVVEDIMENTI CAUTELARI E SANZIONATORI ¹	144	40	-	5	--	35 ²
SANZIONI PECUNARIE	257 ³	-	20	6	4 ⁴	13

¹ Sospensione attività, cancellazione albo, commissariamento.

² Per 15 giudizi in corso è stata respinta la sospensiva, per 4 è stata accolta.

³ Di cui 242 sono notificazioni nei confronti di società quotate.

⁴ Di cui 2 accolti parzialmente (sanzione ridotta).

Il contenzioso che coinvolge la Consob, riconducibile in gran parte all'applicazione della legge 1/91 sulle Sim, ha interessato anche l'applicazione della legge 149/92 sulle offerte pubbliche di acquisto e la disciplina dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio *ex art. 1/18* della legge 216/74, l'applicazione del D.p.r. 136/75 relativamente all'attività di revisione e certificazione dei bilanci, la legge 157/91 *sull'insider trading* e i vari regimi sanzionatori rispettivamente contemplati.

Ma l'attività giurisdizionale amministrativa che interessa la Consob comprende anche i ricorsi presentati dai soggetti destinatari dei provvedimenti e delle iniziative di volta in volta assunte dalla Commissione nello svolgimento dei propri compiti istituzionali. Avverso tali atti di carattere dispositivo e non sanzionatorio, data la loro natura amministrativa è sempre prevista, in base ai principi generali dell'ordinamento, la facoltà di ricorso al giudice amministrativo.

Nel 1995 sono stati presentati complessivamente 46 ricorsi al Tar (Tav. aIV.1). In 6 casi i giudizi sono stati già definitivamente conclusi e i ricorsi respinti, in 16 casi è stata respinta la richiesta di sospensione temporanea degli effetti dei provvedimenti fino alla definizione del merito e negli altri casi i giudizi sono tuttora in corso.

Le azioni che vedono coinvolta la Consob davanti al giudice civile comprendono i giudizi da essa promossi relativi all'impugnativa dei bilanci o di delibere assembleari nonché, come richiamato, i reclami al Pretore avverso le sanzioni pecuniarie (Tav. aIV.2). Inoltre nel 1995 sono state intraprese alcune azioni per il risarcimento dei danni contro la Consob i cui procedimenti sono tuttora in corso (Tav. aIV. 3).

*TAV. IV.2***AZIONI DI IMPUGNATIVA DEI BILANCI PROMOSSE DALLA CONSOB**

ANNO	NUMERO IMPUGNATIVE	ESITO	
		ANNULLAMENTO DELLA DELIBERA DI APPROVAZIONE DEL BILANCIO	ALTRO
1992	1	ANNULLAMENTO DELIBERA APPELLO DELLA SOCIETÀ RESPINTO	
1993	2		1 GIUDIZIO SOSPESO (FINO A DECISIONE DI ALTRO PREGIUDIZIALE) 1 IN CORSO
1994	1		1 GIUDIZIO INTERROTTO PER SOPRAVVENUTO FALLIMENTO DELLA SOCIETÀ
1995	--		

Infine, il contenzioso penale riguarda le denunce all'autorità giudiziaria penale in relazione a ipotesi di reato e la costituzione in giudizio della Consob in rappresentanza di interessi lesi dal reato. Nel 1995 sono state inoltrate 230 denunce penali (Tav. aIV.4)

1. LA GIURISDIZIONE AMMINISTRATIVA

In particolare, per quanto riguarda il contenzioso amministrativo, che rappresenta la parte preponderante dell'attività giurisdizionale della Consob, si segnalano alcuni principi contenuti in decisioni del Tar o del Consiglio di Stato che assumono particolare interesse nel quadro delle competenze istituzionali esercitate dalla Commissione.

Con riferimento alla legge 1/91 ed ai relativi regolamenti di attuazione, il Tar, nel respingere il ricorso promosso ad istanza di un promotore di servizi finanziari, ha affermato per la prima volta che l'accettazione, da parte dello stesso, di mezzi di pagamento secondo modalità difformi da quelle fissate nel regolamento Consob 5388/91 costituisce di per sé illecito grave che giustifica la radiazione dall'albo di cui all'art. 5 della legge 1/91; e ciò anche se il promotore non si appropria delle somme ricevute in pagamento.

Inoltre, secondo il giudice amministrativo, il promotore è sempre tenuto a rispettare le norme di legge e di regolamento che disciplinano la sua attività anche nell'ipotesi in cui essa non abbia ad oggetto valori mobiliari in senso stretto bensì prodotti o servizi diversi da tali valori, al cui collocamento la Sim per la quale egli opera sia stata abilitata in forza di regolamento emanato ai sensi dell'art. 2, comma 2, legge 1/91; al riguardo il Tar ha precisato che anche in tale ultimo caso le Sim sono tenute ad avvalersi, per l'attività esercitata fuori dalla sede sociale, esclusivamente di promotori iscritti all'albo.

Da ultimo, con la medesima decisione, è stata individuata la competenza della Consob per quanto attiene all'esercizio della potestà disciplinare relativa ai promotori iscritti all'albo, laddove invece alle commissioni regionali per l'albo spettano soltanto compiti di natura disciplinare che la Consob stessa attribuisce loro con proprio regolamento.

Si segnala, poi, un'ordinanza del Tar la quale, nel respingere l'istanza di sospensione proposta da una Sim con riferimento ad un provvedimento di commissariamento adottato dal Ministero del tesoro su proposta della Consob, ha precisato che lo stato di liquidazione volontaria deliberato dalla Sim non fa venir meno le ragioni di tutela del pubblico risparmio che giustificano, nei congrui casi, la sostituzione degli organi sociali (nella specie il liquidatore) con il commissario ministeriale ex art. 13, comma 6, legge 1/91.

In particolare, il Tar ha reputato l'emanazione di un provvedimento ministeriale di commissariamento svincolato dall'adozione di altre misure, cautelari o sanzionatorie, di cui ai commi 1-5 del menzionato art. 13, che possono anche non essere state assunte. Per tal via, viene riconosciuta dal giudice amministrativo la sostanziale reciproca autonomia dei provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 13 della legge 1/91.

Ancora con riferimento ai provvedimenti previsti dall'art. 13 della legge 1/91, si ricorda un'altra decisione del Tar con la quale si è ribadita la diversa natura (cautelare, la prima, e sanzionatoria, la seconda) dei provvedimenti assunti dall'autorità di controllo ai sensi dei commi 1 e 2, dell'art. 13, rispetto a quelli contemplati dai successivi commi 3, 4 e 5; il giudice amministrativo, inoltre, ha precisato che l'acclaramento degli elementi richiesto ai fini dell'assunzione dei provvedimenti cautelari di cui ai commi 1 e 2 può comportare la necessità di una istruttoria articolata e particolarmente lunga; pertanto nei casi di istruttorie, finalizzate all'adozione dei menzionati provvedimenti, che si protraggono nel tempo a causa della complessità degli accertamenti che si sono resi necessari, l'adozione di un provvedimento cautelare è comunque legittima, atteso che "nel contrasto tra i due interessi [...] appare prevalente quello pubblico generale alla correttezza delle contrattazioni del mercato mobiliare".

Con riferimento all'applicazione del D.p.r. 136/75 si segnala il notevole interesse di una decisione del Tar, che è stata la prima pronuncia di merito che ha definito i compiti e gli obblighi delle società di revisione. In particolare il Tar ha sottolineato che la revisione non deve limitarsi ad un mero riscontro di carattere formale-contabile sulla

corrispondenza dei bilanci alle altre scritture e documenti della società, bensì deve spingersi fino a verificare l'esattezza dell'esposizione dei fatti di gestione nelle scritture contabili; e ciò comporta che la relazione di certificazione debba contenere "una informazione piena, non reticente né limitata ai soli aspetti formali e documentali", ma corredata dei dati, delle notizie e degli elementi di fatto a disposizione.

Ciò anche con riguardo alle "incertezze" e ai rilievi sulla "continuità aziendale". E' solo in questo contesto che si giustifica l'affidamento dei terzi sulla credibilità non solo dal punto di vista contabile, ma anche economico, finanziario e operativo, della società il cui bilancio sia stato regolarmente certificato.

Il Tar ha ulteriormente chiarito che "è ben spiegabile che l' inosservanza della diligenza professionale richiesta dall'art. 23 della direttiva 84/253/CEE anche ai singoli soggetti, persone fisiche, che operano per una società di revisione e certificazione, giustifichi la irrogazione della sanzione nella misura massima". Ciò in quanto "l'affidamento che i terzi ripongono nella solidità di una società che abbia conseguito la certificazione del bilancio non deve essere pregiudicato da comportamenti inidonei e tali da realizzare in buona sostanza, la copertura di situazioni critiche".

Secondo il giudice amministrativo, dunque, la trasparenza, la completezza di informazioni e la affidabilità dei dati certificati e risultanti nella relazione devono essere piene ed incondizionate: a questo obiettivo è preordinata la garanzia di indipendenza assicurata ai revisori espressamente dall'art. 27 della direttiva sopra richiamata.

Sempre in tema di revisione e certificazione viene in considerazione un'altra decisione del Tar che, nel respingere l'istanza di sospensione proposta dai ricorrenti nei confronti di un provvedimento assunto dalla Consob ai sensi dell'art. 11, comma 2, lett. a), del D.p.r. 136/75, ha affermato che ai fini della legittimità delle intimazioni effettuate alle società di revisione di non avvalersi di determinati revisori "è necessario (oltre, ovviamente, alla sussistenza in fatto degli addebiti) che vi sia sempre un razionale rapporto tra la gravità degli addebiti e la durata (variabile da un giorno a due anni) del periodo di inibizione prescritto".

Ciò peraltro non esclude che "può ammettersi che la scelta della durata massima dell'inibizione non sia specificamente motivata [...] dalla Consob qualora [...] l'estrema gravità del fatto sia *in re ipsa*". Nel caso di specie il comportamento tenuto dalla società di revisione assumeva rilevanza anche penale con riferimento all'informativa resa nella relazione di certificazione.

In materia di ambito di applicazione dell'obbligo di certificazione dei bilanci e revisione contabile, si segnala la decisione del Tar, con la quale è stato ritenuto legittimo il potere regolamentare esercitato dalla Consob nel prevedere, all'art. 19, lett. d) ed e) del regolamento 8469 del 30 settembre 1994, come requisito per l'ammissione della società richiedente ai nuovi mercati la certificazione dell'ultimo bilancio a norma dell'art. 4 del D.p.r. 136/75 da parte di una società di revisione iscritta all'albo presso la Consob.

In particolare, il Tar ha ritenuto che "la Consob nell'esercizio del potere regolamentare di cui al quarto e quinto comma dell'art. 20 della legge 1/91", con il regolamento disciplinante i mercati locali "non poteva non prevedere la lettera d) e e) dell'art. 19 nell'individuazione dei requisiti richiesti ai soggetti emittenti titoli da ammettere a quotazione nei mercati cosiddetti locali".

Ciò in quanto "il parametro di riferimento prescelto dal legislatore della legge 1/91 [...] è stato - con scelta rigorosa [...] ma di certo funzionale ad un obiettivo di tutela efficiente del pubblico risparmio - quello dei mercati borsistici".

Del resto, ad avviso del Tar, la soluzione del legislatore di integrare la funzione di controllo contabile dei sindaci con l'intervento della società di revisione che certifichi il bilancio annuale degli operatori ben si concilia con la diversa, se non maggiore, garanzia di "indipendenza [...] organizzazione e idoneità tecnica" richiesta a questi soggetti dall'art. 9 del D.p.r. 136/75 per l'iscrizione all'albo speciale delle società di revisione; tutto ciò si traduce quindi in una "maggiore garanzia per i soggetti che intendono negoziare titoli mobiliari sui nuovi mercati locali che, per dimensione e caratteristiche, dovrebbero essere destinati a soggetti emittenti di minore affidabilità

rispetto a quelli ammessi a quotazione in borsa o al mercato ristretto".

In materia di sollecitazione del pubblico risparmio si segnala all'attenzione la decisione del Tar che, nel respingere il ricorso presentato da un promotore di servizi finanziari avverso un provvedimento della Consob di cancellazione dall'Albo unico nazionale, ha stabilito che una società cooperativa, la quale distribuisce presso il pubblico quote di partecipazione al proprio capitale e con la provvista in tal modo apportata dai nuovi soci acquista valori mobiliari formalmente in nome proprio ma sostanzialmente per conto dei soci, svolge un'attività di sollecitazione del pubblico risparmio e viola il principio della riserva di attività a favore delle Sim previsto dalla legge 1/91.

Sotto altro profilo, il giudice amministrativo, sempre nella medesima decisione, ha ritenuto che il provvedimento di radiazione dall'albo dei promotori di servizi finanziari disposto dalla Consob nei confronti di soggetti che operino contemporaneamente per due o più intermediari autorizzati si giustifichi a maggior ragione qualora i promotori operino contemporaneamente per un soggetto autorizzato e per uno non autorizzato.

Con riferimento alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto si segnala il principio affermato dal Tar e confermato dal Consiglio di Stato secondo il quale sono esonerate dall'obbligo di Opa previsto dalla legge 149/92 le banche che acquistano il controllo di una società quotata al mero scopo di attuare la ristrutturazione e il salvataggio di quest'ultima, con esclusione di ogni intento di utilizzare le partecipazioni a fini di gestione.

Il Consiglio di Stato, confermando la decisione del Tar e condividendo l'avviso della Consob, ha inoltre chiarito che, nella fattispecie all'esame del collegio, "presupposto dell'obbligo di promuovere l'Opa da parte di un terzo è la già avvenuta acquisizione di una partecipazione di maggioranza relativa, non essendo computabili le partecipazioni di pertinenza delle banche impegnate nel salvataggio economico-patrimoniale della società quotata".

Quanto ai profili di danno evidenziati dalla parte ricorrente a sostegno della richiesta di sospensiva del provvedimento impugnato, appare di particolare rilievo che il Consiglio di Stato abbia ritenuto prevalenti, rispetto a questi ultimi, gli interessi degli azionisti all'espletamento dell'Opa, anche nel quadro del principio di cui all'art. 47, comma 1, della Costituzione.

Nello stesso quadro normativo di riferimento deve ricondursi l'orientamento espresso dal Tar, e successivamente confermato dal Consiglio di Stato, in base al quale l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto discende direttamente dalla legge una volta che si siano verificati i presupposti da quest'ultima previsti ai fini dell'assoggettabilità a tale medesimo obbligo.

2. LA GIURISDIZIONE CIVILE E PENALE

Con riferimento al contenzioso in sede civile, si segnala l'accoglimento della rinuncia della Consob agli atti processuali e alla domanda giudiziale inerente ad un'azione di impugnativa delle delibere assembleari di una società quotata ex art. 10, comma 8, della legge 149/92.

Tale rinuncia è stata motivata dalla rimozione, da parte della società obbligata per legge alla promozione dell'Opa sulla menzionata società quotata, e secondo le direttive formulate dalla Consob, dei presupposti di fatto e di diritto che avevano dato luogo alla sopra richiamata azione di impugnativa. Contro il decreto di estinzione del processo è stato proposto reclamo da parte di terzi, reclamo che ha peraltro avuto esito negativo presso lo stesso giudice di merito.

Di grande rilievo, in tema di interpretazione ed applicazione delle norme è una pronuncia della Corte costituzionale che ha giudicato infondata la questione di

legittimità costituzionale in rapporto all'art. 3 della Costituzione.

La questione di costituzionalità sollevata da un Pretore nell'ambito di un procedimento ex lege 689/81 che opponeva una Sim al Ministero del tesoro e alla Consob ha avuto ad oggetto il disposto dell'art. 13, comma 3, della legge 1/91, nella parte in cui non prevede, a differenza di disposizioni dettate per altri intermediari sottoposti all'azione di vigilanza di analoghi organi istituzionali di controllo (cfr. art. 144 del Testo unico bancario), la responsabilità solidale tra la Sim e il suo legale rappresentante per il pagamento della sanzione amministrativa pecuniaria irrogata all'intermediario, nonché il diritto di regresso nei confronti dell'autore materiale della violazione.

Ciò in quanto, secondo la Corte, l'omessa previsione nella menzionata norma della responsabilità solidale e del diritto di regresso non può essere intesa come "esclusione", atteso che la disposizione dell'art. 6 della legge 689/81 (secondo la quale "se la violazione è commessa dal rappresentante o dal dipendente di una persona giuridica [...] quest'ultima [...] è obbligata in solido con l'autore della violazione al pagamento della somma dovuta" e che "chi ha pagato ha diritto di regresso per l'intero nei confronti dell'autore della violazione") ha valore di principio generale con riguardo alle sanzioni amministrative.

Pertanto, essa contribuisce a specificare la portata normativa anche dell'art. 13, comma 3, della legge 1/91, consentendo quindi di superare il prospettato vizio di illegittimità costituzionale della norma e di affermare la sussistenza della responsabilità solidale anche nella situazione portata all'attenzione della stessa Corte.

Quanto poi all'asserita disparità di trattamento rispetto agli intermediari bancari, è stato rilevato che anche alle banche che svolgono attività di intermediazione mobiliare - e per la violazione di disposizioni che regolano tale medesima attività - si applica esattamente lo stesso regime sanzionatorio previsto per le Sim e non già quello previsto in via generale per le banche.

Infine, per ciò che concerne il contenzioso penale, oltre all'invio di numerose

segnalazioni all'autorità giudiziaria competente in relazione a comportamenti antigiusdiziarî tenuti dai soggetti sottoposti al controllo della Consob, si segnala la costituzione in giudizio della stessa Consob, a mezzo di proprio procuratore, come ente rappresentativo degli interessi lesi dal reato ai sensi e per gli effetti degli artt. 91, 93, 501 e 511, del codice di procedura penale in un procedimento per *insider trading* (Tav. aIV.5).

In applicazione di dette norme, la Consob può intervenire nel dibattimento e rivolgere domande ai testimoni, ai consulenti tecnici e alle parti, presentare memorie ed indicare elementi probatori nonché accedere agli atti processuali.

La titolarità dei diritti e delle facoltà previsti dagli artt. 501 e 511 da ultimo richiamati, espressamente consentito dall'art. 8 della legge 157/91, ha permesso alla Consob di svolgere, già dalla fase delle indagini preliminari, un ruolo propulsivo nel contesto dell'*iter* processuale in esame, i cui esiti verranno definiti nel corso del anno.

V. LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

Nel corso del 1995 la Consob, come avvenuto negli anni precedenti, ha fornito il proprio apporto tecnico alle istituzioni dell'Unione europea e, in ambito nazionale, per il recepimento nel diritto interno della normativa dell'Unione. Ha preso parte, altresì, alle numerose iniziative della Iosco, ai gruppi di lavoro dell'Ocse e dell'Organizzazione mondiale del commercio e ai tradizionali incontri di *Wilton Park*, organizzati dal Ministro del tesoro del Regno Unito, in materia di *enforcement*. La Consob ha, inoltre, sottoscritto la Dichiarazione di Windsor adottata congiuntamente, a seguito del caso Barings, dalle autorità di vigilanza dei principali mercati di prodotti derivati e relativa alla cooperazione.

1. L'UNIONE EUROPEA

L'attività del legislatore comunitario nel corso del 1995, come già nel corso del 1994, è stata essenzialmente diretta a perseguire il disegno già iniziato negli anni precedenti di completamento dell'opera di armonizzazione della legislazione in materia di intermediari mobiliari.

In questa sede si deve aggiungere che è stata adottata, il 29 giugno 1995, in via definitiva, la cosiddetta direttiva BCCI (95/26/CEE) di cui si era dato conto nella Relazione del 1994 ed è stata raggiunta, il 23 ottobre 1995, una posizione comune sulla proposta di direttiva sui sistemi di indennizzo degli investitori.

L'adozione di una direttiva in materia di sistemi d'indennizzo costituisce il

necessario completamento della direttiva sui servizi di investimento (93/22/CEE). L'art. 12 di quest'ultima direttiva prevede espressamente l'adozione di una normativa armonizzata e, fino a quel momento, stabilisce un regime transitorio in base al quale l'intermediario è tenuto a dichiarare al cliente, «prima di entrare in relazione d'affari», se è previsto l'intervento di un fondo d'indennizzo e quale è il regime del medesimo.

L'armonizzazione prefigurata nella posizione comune è di carattere minimale, considerate le notevoli divergenze tra le discipline nazionali. Il fondo è destinato ad assicurare una tutela ai piccoli investitori nel caso in cui l'intermediario non sia più in grado di far fronte alle proprie obbligazioni, mentre è lasciata alla discrezionalità dei singoli legislatori l'eventuale estensione delle garanzie offerte dal fondo anche ad operatori professionali. Il testo della posizione comune prevede una copertura minima di 20.000 Ecu. Tuttavia, gli Stati membri che adottano una copertura inferiore possono continuare a mantenere un minimo di 15.000 ECU fino alla fine del 1999. Livelli di copertura superiori a 20.000 Ecu possono essere liberamente stabiliti dagli Stati membri. Peraltro, al fine di non creare distorsioni concorrenziali, nel caso di succursali è previsto che il limite massimo di indennizzo sia quello stabilito nello Stato ospitante se inferiore a quello del paese di origine; nel caso contrario, quando il limite stabilito nello Stato ospitante sia più elevato di quello previsto nello Stato di origine della succursale, a quest'ultima deve essere consentito di aderire per la differenza al fondo di garanzia del paese ospitante.

La disciplina del fondo di indennizzo è analoga a quella stabilita dalla direttiva 94/19/CEE sui depositi bancari. Pertanto, nel caso in cui l'intermediario sia una banca, già tenuta ad aderire al fondo di tutela dei depositanti, gli Stati membri possono, a loro discrezione e a condizione che non vi siano duplicazioni, prevedere che l'investitore in valori mobiliari sia indennizzato a valere sul fondo di garanzia dei depositi.

E' invece ancora in discussione il testo di una proposta di direttiva che modifica la direttiva 93/6/CEE e la direttiva 93/22/CEE, prevedendo l'istituzione di un

Comitato valori mobiliari cui attribuire compiti di assistenza alla Commissione nell'adozione di misure di esecuzione delle predette direttive, nonché funzioni consultive per il settore dei valori mobiliari. Attualmente dette competenze sono attribuite al Consiglio medesimo. La proposta di direttiva è in fase di «prima lettura» presso il Parlamento europeo.

La Commissione ha, inoltre, adottato il 23 novembre 1995 una importante comunicazione in materia di *accounting*, atteso il lavoro svolto in sede Iosco per l'armonizzazione dei principi contabili internazionali e nell'ambito del quale si sta valutando, tra l'altro, la compatibilità tra la normativa delle direttive contabili (cosiddette IV e VII direttiva in materia societaria) e gli *International Accounting Standards* (IAS). La comunicazione della Commissione europea riconosce l'importanza di una comparazione e di un adattamento della disciplina armonizzata europea ai principi contabili internazionali così da evitare agli emittenti che raccolgono capitali su una pluralità di mercati di dover redigere documenti contabili differenti a seconda delle diverse legislazioni nazionali.

Si deve aggiungere che la Commissione europea ha predisposto un nuovo testo di proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto (proposta di XIII direttiva in materia di diritto delle società concernente le offerte pubbliche di acquisizione) destinato a sostituire le precedenti proposte (del 19 gennaio 1989 e del 10 settembre 1990) che non hanno avuto seguito per i contrasti tra gli Stati membri in merito alla regolamentazione della complessa materia.

Il nuovo testo presentato dalla Commissione contiene soltanto delle indicazioni di carattere generale che lasciano ampio spazio alla discrezionalità dei singoli Stati membri e che attenuano la portata dell'armonizzazione, come prefigurata nel Libro Bianco della Commissione del 1985. Rientrano nell'ambito di applicazione della normativa dell'Unione europea le società i cui titoli siano ammessi, anche in parte, alle negoziazioni su un mercato regolamentato. Tuttavia, è lasciato alla discrezionalità dei singoli Stati prevedere se in caso di acquisizione di controllo di una società, gli

azionisti di minoranza debbano essere tutelati dal meccanismo dell'offerta pubblica di acquisto o da altre forme alternative, il cui contenuto, peraltro, non è precisato dalla proposta di direttiva. Anche l'individuazione della soglia al superamento della quale si considera acquisito il controllo della società e la parzialità o totalità dell'offerta sui titoli della società oggetto di Opa sono rimesse alla valutazione degli Stati membri.

Il 28 luglio 1995, al termine dei sei mesi supplementari di negoziato per i servizi finanziari, l'Unione europea ha concluso con altri 28 paesi un accordo multilaterale sulla liberalizzazione dei servizi finanziari formalizzato dall'adozione di un secondo protocollo aggiuntivo al *General Agreement on Trade on Services* (GATS), che dovrà essere ratificato entro il 30 giugno 1996. Il principio fondamentale contenuto in tale accordo è l'applicazione del trattamento nazionale della clausola della nazione più favorita agli Stati aderenti. Detto accordo è stato raggiunto nonostante gli Stati Uniti abbiano ritirato la loro offerta di liberalizzazione proprio alla vigilia della stipula dell'accordo stesso, ritenendo non sufficienti gli impegni che i paesi in via di sviluppo erano disposti ad assumersi nei confronti delle controparti. L'offerta ridotta degli Stati Uniti prevede che le imprese straniere, già stabilite nel loro territorio, potranno continuare a svolgere la propria attività, ma non è fornita alcuna garanzia per quanto attiene l'accesso a nuovi mercati o lo svolgimento di ulteriori attività. Gli Stati Uniti si sono tuttavia impegnati ad applicare alle imprese appartenenti alla Unione europea il trattamento nazionale e la clausola della nazione più favorita sia per quanto attiene all'accesso ai mercati, sia alle nuove attività.

L'effetto principale per il settore dei servizi finanziari è il venir meno della possibilità, da parte dell'Unione europea, di applicare nei confronti delle controparti la clausola della reciprocità comunitaria contenuta nella direttiva 93/22/CEE (servizi di investimento) 89/646/CEE (II direttiva banche) e 92/46/CEE e 92/96/CEE (assicurazioni non vita e assicurazioni vita). L'accordo in questione, tuttavia, ha durata temporanea e alla data di scadenza i firmatari potranno ritirare le loro offerte apponendo eccezioni al principio della nazione più favorita. Un dispositivo analogo è

previsto per il caso in cui il protocollo aggiuntivo non debba entrare in vigore perché non ratificato dalle parti.

2. LA IOSCO

La cooperazione in ambito Iosco ha conosciuto significativi sviluppi nel corso dell'anno con riguardo sia alla cooperazione bilaterale tra aderenti, sia alla partecipazione alle numerose attività dell'organizzazione.

Alla Iosco partecipano ormai gli organi di controllo di 61 paesi in qualità di membri e di 14 paesi come osservatori.

Nel corso dell'anno sono stati raggiunti importanti risultati in materia di cooperazione tra organismi di vigilanza e nell'enunciare principi di carattere generale, relativi alla regolamentazione dei mercati e degli operatori, cui dovranno ispirarsi i paesi aderenti nei propri ordinamenti interni. Le attività della Iosco sono, infatti, orientate a realizzare un adeguato sviluppo dei mercati mobiliari, evitando che la concorrenza tra mercati si traduca in una diminuzione delle garanzie di tutela degli investitori e della stabilità dei mercati medesimi.

Nel corso del 1995, in particolare, anche per effetto del cosiddetto caso Barings - ossia della situazione di crisi del gruppo londinese provocata dall'operatività di una società controllata sui mercati asiatici dei prodotti derivati - l'attività dell'organizzazione e di diversi gruppi di lavoro si è orientata ad approfondire le tematiche legate all'attività di cooperazione, alla individuazione delle misure che possono essere adottate per prevenire il verificarsi di situazioni critiche e a coordinare gli interventi nel caso di insolvenze di intermediari internazionali o anomalie nell'andamento dei mercati. Di conseguenza, hanno ricevuto un sensibile impulso i lavori connessi al dibattito delle

modalità di esercizio dei controlli sugli intermediari e dei sistemi di controllo interni.

In quest'ottica, il Comitato dei presidenti della Iosco ha approvato una risoluzione sulle transazioni transfrontaliere relative a prodotti derivati che impegna le autorità di vigilanza dei paesi aderenti ad adottare le misure concordate con la Dichiarazione di Windsor. Ad essa hanno aderito le autorità di controllo dei mercati di prodotti derivati di 16 paesi, tra cui la Consob. Nella Dichiarazione, oltre agli aspetti di cooperazione, si invitano gli aderenti ad adottare misure idonee a tutelare i fondi dei clienti, materia, peraltro, disciplinata dalla direttiva sui servizi di investimento.

Nell'ambito del Comitato tecnico dell'organizzazione, accanto al gruppo di lavoro sull'*enforcement*, che si occupa tradizionalmente di cooperazione, il gruppo di lavoro sulla regolamentazione dei mercati secondari ha esaminato le modalità di assistenza reciproca tra *regulators* e autorità di mercato attinenti allo scambio di informazioni sulle «posizioni aperte» dei soggetti attivi su una molteplicità di mercati.

Nell'ambito del gruppo di lavoro sugli intermediari mobiliari si è discusso, principalmente, della definizione dei requisiti patrimoniali richiesti agli intermediari finanziari (banche ed intermediari puri) per far fronte ai rischi derivanti dall'esercizio dell'attività, nonché le modalità di organizzazione interna e di separatezza dei fondi dei clienti da quelli dell'intermediario. In particolare, per i requisiti patrimoniali si è discusso della opportunità di consentire agli intermediari di utilizzare i cosiddetti modelli interni di controllo del rischio per la determinazione dei requisiti patrimoniali, quale alternativa al *building block approach*. Il *building block approach* è, tra l'altro, il metodo di calcolo prescelto dal legislatore europeo con la direttiva 93/6/CEE, anche se la Commissione europea, proprio atteso il dibattito sviluppatosi a livello mondiale, intenderebbe presentare una nuova proposta per consentire l'uso di modelli interni di valutazione del rischio di mercato.

Nel maggio 1995 è stato adottato, congiuntamente con il Comitato di Basilea, un rapporto sulle modalità di controllo interno degli intermediari per l'attività sui prodotti derivati. Il rapporto evidenzia i dati che dovrebbero essere posti a disposizione

delle autorità di vigilanza per valutare la posizione degli intermediari, attivi sui mercati internazionali sui prodotti derivati e, in particolare, quelli *over the counter*.

Nel corso del 1995 hanno raggiunto significativi risultati anche gli altri gruppi di lavoro del Comitato tecnico, impegnati nell'adozione di norme comuni in materia di principi contabili e di gestione di patrimoni. In particolare, in esito al lavoro del gruppo sulle emissioni multinazionali e l'armonizzazione contabile, è stato adottato un comunicato congiunto con l'*International Accounting Standards Committee* (IASC), nel quale è stato fissato un programma di lavoro la cui realizzazione dovrà condurre all'adozione di un gruppo di norme contabili internazionali che potranno costituire oggetto di raccomandazione da parte della Iosco.

Il gruppo di lavoro sulle gestioni ha invece pubblicato un rapporto sulla regolamentazione delle gestioni collettive, corredata da una analisi comparativa internazionale e da principi generali finalizzati a favorire la prestazione transfrontaliera dei servizi di gestione e la libera commercializzazione delle quote.

Nel corso dell'anno, i Ministri finanziari dei paesi del G7 hanno richiesto alla Iosco un rapporto sulla propria attività e sulle misure adottate dall'organizzazione al fine di raccordare le iniziative assunte dalle autorità di settore dei diversi comparti dei mercati finanziari.

Si può infine evidenziare che la Consob partecipa ai lavori del Gruppo tripartito, composto da membri del Comitato tecnico della Iosco, del Comitato di Basilea e dell'Associazione Internazionale delle autorità di controllo del comparto assicurativo. Tale gruppo si prefigge di esaminare i problemi di vigilanza e di coordinamento tra le autorità di settore per le conglomerate finanziarie di dimensione internazionale.

3. L'ATTIVITA' IN AMBITO OCSE

La Consob ha preso parte alle attività del Comitato mercati finanziari dell'Ocse che hanno avuto riguardo, oltre che al tradizionale monitoraggio sulla disciplina vigente nei singoli Stati al fine di eliminare ostacoli non giustificati alla libera concorrenza, ai problemi connessi ai procedimenti di privatizzazione nei diversi Stati membri e ai temi della *corporate governance*.

Nel corso dell'anno sono inoltre iniziati i negoziati per un nuovo strumento, l'«Accordo Multilaterale sugli Investimenti» (MAI), con il fine di pervenire ad un quadro organico all'interno del quale si inseriscano regole uniformi valide per tutti gli aderenti all'organizzazione in materia di investimenti diretti, ivi compresi quelli in attività ed imprese finanziarie. Detto strumento dovrebbe sostituirsi ai trattati bilaterali ed incrementare al contempo la liberalizzazione, stabilendo il principio del libero accesso, escludendo eccezioni al trattamento nazionale e prevedendo l'applicabilità automatica della clausola della nazione più favorita. E' prevista, inoltre, la creazione di un sistema per la soluzione di controversie che dovessero insorgere quanto all'applicazione dell'accordo, oltre che per l'applicazione di sanzioni agli inadempienti.

4. GLI ACCORDI CON LE AUTORITA' ESTERE

Nel corso del 1995 sono stati sottoscritti tre importanti accordi di cooperazione. Il 22 giugno 1995 è stato firmato l'accordo con la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) degli Stati Uniti per l'assistenza nella repressione dei comportamenti illeciti sui mercati dei *future* e al fine di assicurare il rispetto, da parte

di tutti gli operatori, degli obblighi di *disclosure* nei confronti delle autorità di controllo, del mercato e degli investitori. La stipula di detto accordo ha reso possibile, inoltre, il rilascio della *no-action letter* da parte della Commissione statunitense per la commercializzazione negli Stati Uniti del Fib-30 trattato sull'Idem.

L'11 dicembre 1995 è stato stipulato un accordo con il *Securities and Investments Board* (Sib) e con il Ministero del tesoro del Regno Unito avente ad oggetto lo scambio di informazioni e l'assistenza reciproca tra le autorità firmatarie nell'esercizio di tutte le funzioni di vigilanza alle stesse attribuite dalle leggi vigenti nei due ordinamenti. La stipula dell'accordo ha consentito, tra l'altro, di procedere in pari data al riconoscimento del *London International Financial Futures and Options Exchange* (LIFFE), che ha potuto iniziare la propria operatività in Italia quale mercato riconosciuto ai sensi dell'art. 20, comma 8, legge 1/1991.

La Consob, unitamente alla Banca d'Italia, aveva peraltro già stipulato con il Sib, nel novembre 1995, un accordo avente ad oggetto la vigilanza sulle Sim italiane stabilite nel Regno Unito.

Un significativo incremento ha subito infine l'attività di cooperazione bilaterale. Le richieste di informazioni al fine della repressione di comportamenti fraudolenti ammontano ad oltre un centinaio.

C - LA GESTIONE FINANZIARIA E L'AMMINISTRAZIONE

PAGINA BIANCA

VI. IL BILANCIO E L'ORGANIZZAZIONE

1. LA GESTIONE FINANZIARIA

Il 1995 si caratterizza come il primo esercizio di applicazione del principio del parziale finanziamento della Consob da parte del mercato ai sensi dell'art. 40 della legge 724/94 («legge finanziaria 1995»). La norma legislativa ha demandato alla stessa Consob l'emanazione di disposizioni attuative di tale principio. Pertanto, con le delibere 9423 e 9424 del 1 settembre 1995 la Commissione ha individuato la tipologia delle contribuzioni dovute, i soggetti tenuti alla corresponsione e la misura delle contribuzioni stesse.

Le tipologie di contribuzioni sono quattro: corrispettivi istruttori e corrispettivi per la partecipazione ad esami, riferiti a servizi resi dalla Consob ai soggetti beneficiari dell'attività svolta; contributi di vigilanza e contributi sulle negoziazioni riferiti alle attività di vigilanza e di controllo prestate dalla Consob a generale tutela del pubblico risparmio.

Il contributo generale sulle negoziazioni tiene conto del fatto che la Consob svolge un'attività volta ad assicurare il corretto e trasparente funzionamento del mercato mobiliare, non esclusivamente riconducibile al concetto di servizio a favore di destinatari identificabili, che determina benefici per l'insieme dei risparmiatori/investitori. Si segnala peraltro che tale contributo sulle negoziazioni, fissato per i titoli azionari quotati nella misura dello 0,0075 per cento, risulta sospeso fino al 31 dicembre 1996 e soggetto a riesame per gli esercizi successivi, anche alla luce di eventuali evoluzioni dell'attuale disciplina fiscale in materia di contrattazione su titoli.

La ragione del rinvio di tale imposizione risiede nella inopportunità, in una fase di crescente integrazione tra mercati mobiliari, di determinare svantaggi competitivi ad operare dall'Italia su titoli quotati. Di conseguenza lo stanziamento dello Stato verrà mantenuto per il 1996 in circa 55 miliardi.

La norma relativa al principio del parziale finanziamento della Consob da parte del mercato si inserisce in un quadro che già assegna autonomia alla Commissione nella gestione delle spese relative al proprio funzionamento, ai sensi dell'art. 1/2, comma 7, della legge 216/74 istitutiva della stessa Commissione.

La gestione finanziaria della Consob si svolge sulla base del bilancio di previsione, formulato in termini finanziari di competenza, approvato dalla Commissione entro il 31 dicembre dell'anno precedente a quello cui il bilancio si riferisce. A consuntivo, il rendiconto della gestione finanziaria è approvato dalla Commissione ed è soggetto al controllo della Corte dei conti.

Il bilancio di previsione ed il conto consuntivo sono redatti secondo schemi approvati dalla Commissione con riferimento ai principi generali di contabilità pubblica di cui al D.p.r. 696/79.

In particolare, per l'esercizio 1996, il bilancio di previsione è stato predisposto sulla base di uno schema ridefinito rispetto all'anno precedente sostanzialmente in relazione ad una diversa articolazione delle voci di entrata che tenga conto del nuovo sistema di finanziamento introdotto dal citato art. 40 della legge 724/94. Lo schema ridefinito contempla tre nuovi titoli nell'entrata: entrate contributive, entrate in conto capitale e altre entrate. Le entrate contributive sono articolate in relazione alle tipologie di contribuzioni previste dalle citate delibere Consob 9423 e 9424 del 1 settembre 1995.

Le innovazioni nell'articolazione della spesa riguardano essenzialmente l'introduzione di taluni nuovi capitoli di spesa, quali oneri finanziari, altri oneri vari ed un apposito fondo compensazione entrate contributive.

Tav. VI.1

ENTRATE E SPESE - SCHEMA RIASSUNTIVO

(VALORI IN MILIARDI DI LIRE)

VOCI	1994 ¹	1995 ²
ENTRATE		
- AVANZO DI AMMINISTRAZIONE DISPONIBILE	3,1	8,2 ⁴
- FONDO A CARICO DELLO STATO	65,0	66,5
- ENTRATE PROPRIE ³	10,4	9,4
<i>TOTALE ENTRATE</i>	<i>78,5</i>	<i>84,0</i>
SPESE		
SPESE CORRENTI		
- SPESE PER I COMPONENTI LA COMMISSIONE	2,6	2,5
- SPESE PER IL PERSONALE	44,4	55,0
- SPESE PER ACQUISIZIONE DI BENI E SERVIZI	16,3	22,0
- SPESE NON CLASSIFICABILI	--	0,1
<i>TOTALE SPESE CORRENTI</i>	<i>63,3</i>	<i>79,6</i>
SPESE IN CONTO CAPITALE	7,2	4,4
<i>TOTALE SPESE</i>	<i>70,5</i>	<i>84,0</i>

¹ Dati consuntivi.² Dati pre-consuntivi.³ Le entrate proprie 1995 comprendono contributi da promotori finanziari ex legge 1/91 (9 mld.) ed entrate diverse (377 mln.) mentre non comprendono le «entrate ex art. 40 della legge 724/94 in attesa di destinazione» (1,9 mld.).⁴ La differenza tra totale entrate e totale spese, oltre alle differenze derivanti dalla gestione residui, è l'avanzo 1994 riportato tra le entrate 1995.

Conformemente ai principi normativi di riferimento, le previsioni di spesa per l'anno 1996 sono contenute entro i limiti della previsione complessiva di entrata costituita per 50 miliardi di lire dal fondo a carico dello Stato, per 41,2 miliardi di lire da entrate contributive, per 750 milioni di lire da altre entrate proprie e per 5,3 miliardi di lire circa dall'avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 1995.

Le entrate contributive previste ammontano pertanto al 45 per cento del totale delle entrate e sono composte per il 10,4 per cento da corrispettivi istruttori, per il 3,4 per cento da corrispettivi per partecipazione ed esami e per l'86,2 per cento da contributi di vigilanza.

2. L'ORGANIZZAZIONE E IL PERSONALE

Nel corso del 1995 la Consob ha realizzato una profonda riforma organizzativa dell'Istituto per tenere conto sia dell'evoluzione del quadro legislativo che le ha attribuito nuovi compiti, sia per recepire principi organizzativi più moderni soprattutto in materia di rapporti tra le amministrazioni pubbliche e i cittadini.

La Commissione ha definito i progetti organizzativi fondamentali per il miglioramento dell'operatività complessiva dell'Istituto nel suo nuovo assetto funzionale articolato su due livelli (divisioni e uffici), e non più su tre (aree, servizi e uffici).

Per assicurare il coordinamento delle diverse attività nell'ambito dei singoli progetti è stata creata la figura del *Funzionario generale per la riforma*, che, d'intesa con il Direttore generale, ha il compito di elaborare le proposte procedurali ed organizzative finalizzate alla realizzazione dei progetti e verificare lo stato di attuazione di questi ultimi.

Nella primavera del 1995 sono stati avviati i due progetti a più alta priorità: il primo è volto a definire le procedure di vigilanza sull'attività degli intermediari, con particolare riguardo alle funzioni ispettive e agli accertamenti in materia di *insider trading*; il secondo è finalizzato a razionalizzare i flussi informativi che interessano l'attività istituzionale della Consob per sviluppare i servizi informatici e garantire un grado più elevato di accessibilità interna ed esterna al patrimonio informativo della Consob.

Fra gli altri progetti più importanti individuati si segnalano: la realizzazione di un sistema informativo che consenta una maggiore efficienza nel processo istruttorio e deliberativo; la riorganizzazione ed informatizzazione del settore amministrativo-contabile; la revisione della gestione dei rapporti con il pubblico; la definizione di un sistema di gestione e formazione delle risorse.

Nel corso del 1995 è proseguito il rafforzamento della struttura operativa della

Consob, la cui evoluzione e attuale articolazione sono illustrate nelle tavole a VI.1,2 e 3. Nel corso dell'anno sono stati immessi nelle funzioni complessivamente 37 dipendenti di ruolo. Sono stati inoltre banditi, e risultano non ancora conclusi alla data del 31 dicembre, tre concorsi pubblici, per complessive 25 posizioni, corrispondenti a qualifiche diverse.

Nel corso dell'anno sono stati, altresì, stipulati 22 contratti di lavoro subordinato a tempo determinato, previa forme comparative di selezione, cui hanno partecipato candidati in possesso dei titoli di studio e degli ulteriori titoli e/o requisiti professionali richiesti in relazione alle mansioni da svolgere. Sono stati, inoltre, rinnovati 8 contratti di lavoro a tempo determinato.

Per quanto riguarda l'attività di formazione, nel corso dell'anno '1995 104 dipendenti hanno partecipato a complessivi 129 corsi di aggiornamento in materie attinenti all'attività istituzionale della Consob, e 90 dipendenti hanno partecipato a complessivi 17 corsi di formazione in materia informatica.

3. *L'ATTIVITÀ DI CONTROLLO INTERNO*

L'Ufficio di controllo interno, istituito nel 1993 e preposto alla verifica dell'imparzialità, dell'efficacia, dell'efficienza e dell'economicità della azione amministrativa, ha svolto nel corso dell'anno la propria attività, definita nella delibera 9002 del 18 gennaio 1995, in particolare nei settori del controllo delle procedure e della corretta gestione delle risorse, anche alla luce delle recenti innovazioni introdotte dal legislatore in materia di controllo interno nelle pubbliche amministrazioni.

In relazione alla verifica delle procedure, si evidenzia che l'Ufficio ha concluso l'indagine, iniziata nel 1994, concernente la regolarità e la correttezza dei procedimenti autorizzatori e sanzionatori relativi agli intermediari assoggettati al controllo della Consob. Inoltre l'Ufficio ha vagliato la regolarità di procedimenti sanzionatori conclusi

con l'adozione di provvedimenti di radiazione nei confronti di promotori finanziari. Sotto il profilo procedimentale, l'Ufficio ha altresì esaminato la conformità alle disposizioni regolamentari ed amministrative di prestazioni lavorative svolte dai dipendenti dell'Istituto.

4. *LA TRASPARENZA AMMINISTRATIVA E I PROVVEDIMENTI ATTUATIVI ADOTTATI DALLA CONSOB*

Sul finire del 1995 la Consob ha emanato i provvedimenti attuativi degli artt. 22, comma 3, e 24, comma 4, della legge n. 241/90 in tema di accesso ai documenti amministrativi. Con la delibera n. 9641 del 13 dicembre è stato adottato il regolamento per l'individuazione delle categorie di documenti amministrativi sottratti all'accesso, mentre con la delibera n. 9642, assunta contestualmente, sono state definite misure organizzative per l'esercizio del diritto di accesso. In tempi brevi verranno adottati i provvedimenti di individuazione, per ciascun procedimento amministrativo di competenza Consob, dell'unità organizzativa responsabile del procedimento e del relativo termine di conclusione.

In sede di predisposizione del regolamento sull'accesso si è tenuto conto dei vincoli derivanti dall'art. 1/1, comma 11, della legge 216/74, che tutela con il segreto d'ufficio i dati, le notizie e le informazioni acquisiti dalla Commissione nell'esercizio delle sue attribuzioni, anche nei riguardi delle altre pubbliche amministrazioni, ad eccezione del Ministro del tesoro. L'art. 24, comma 1, della legge n. 241 stabilisce, a sua volta, che è escluso il diritto di accesso, oltre che ai documenti coperti da segreto di stato, " nei casi di segreto o di divieto di divulgazione altrimenti previsti dall'ordinamento".

Può, quindi, osservarsi che il legislatore, nell'introdurre con la legge del '90 il principio della generale accessibilità ai documenti detenuti dalle pubbliche

amministrazioni, ha tuttavia confermato la vigenza delle disposizioni in tema di segreto già previste dall'ordinamento, tra le quali va ricompresa quella della legge 216/74. Con ciò evidentemente affermando il principio che la non accessibilità agli atti sia, in tali casi, mezzo idoneo a consentire un più adeguato svolgimento, da parte delle amministrazioni interessate, delle relative attribuzioni istituzionali strumentali alla tutela di interessi pubblici.

La delicatezza delle funzioni di regolamentazione e controllo dei mercati mobiliari e di vigilanza sugli operatori assegnate alla Consob, nonché la rilevanza degli interessi economici e finanziari coinvolti, sembrano confortare la scelta operata dal legislatore.

Va aggiunto che anche provvedimenti legislativi successivi alla legge n. 241 hanno confermato ed esteso la portata applicativa della disposizione sul segreto d'ufficio Consob (art. 9, comma 2, della legge 17 maggio 1991, n. 157, in tema di repressione di fenomeni di *insider trading*, e art. 9, comma 9, della legge 2 gennaio 1991, n. 1, disciplinante le attività di intermediazione mobiliare).

Ulteriori vincoli di segretezza discendono, infine, dall'ordinamento comunitario nonché da vari accordi di collaborazione stipulati dalla Consob con Autorità di controllo dei mercati dei valori mobiliari di paesi non appartenenti all'Unione Europea.

Pur con l'osservanza di tali limiti - sulla cui concreta portata applicativa potrà rivelarsi significativa l'evoluzione degli orientamenti dottrinali e, soprattutto, giurisprudenziali - la Consob, quale autorità preposta ad assicurare la trasparenza del mercato mobiliare e la correttezza dei comportamenti di chi in esso opera, è comunque consapevole dell'esigenza di garantire la più ampia ed agevole visibilità della propria azione.

Il *corpus* normativo che è venuto formandosi nel corso degli anni novanta - composto dalla legge n. 241, dal D.p.r. n. 352/92, dall'art. 12, D.lgs. n. 29/93 e dalla direttiva del Presidente del consiglio dei ministri dell'11 ottobre 1994 - ha infatti dato riconoscimento, oltre che al diritto all'accesso, anche e soprattutto al *diritto all'informazione* del cittadino, il che appare uno degli aspetti più significativi del processo evolutivo in atto nella pubblica amministrazione.

La costituzione, nel luglio del 1993, dell'Ufficio relazioni con il pubblico, a cui sono state attribuite le funzioni previste dall'art. 12 del D.lgs. n. 29/93, ha rappresentato un primo passo in tale direzione. Peraltro, il sistema di pubblicità dell'attività Consob richiamato all'art. 3 del regolamento sull'accesso (Relazione annuale, Bollettino mensile e Notiziario settimanale "Consob Informa"), è già tale da consentire una generale conoscibilità dei provvedimenti finali adottati dalla Consob e delle prassi operative aventi rilevanza esterna. Tuttavia la Consob ha ritenuto doveroso definire, in concomitanza con l'adozione dei provvedimenti attuativi del diritto d'accesso, anche un articolato programma di comunicazione istituzionale, funzionale a consentire una più ampia ed agevole conoscibilità dell'azione dell'Istituto e di informazioni in suo possesso nonché delle regole che presiedono al funzionamento dei mercati mobiliari. In sede di definizione di tale programma, si è tenuto conto sia delle esigenze degli operatori professionali del mercato mobiliare, sia, soprattutto, di quelle dei cittadini-risparmiatori.

Dal 1° aprile 1996 sarà a disposizione degli interessati una banca dati telematica (CONSOBTTEL) contenente il Bollettino, il notiziario Consob Informa, una raccolta di normativa concernente la Consob, Quaderni di Finanza e Quaderni Giuridici, nonché la Relazione annuale. La stessa banca dati conterrà gli Albi delle Sim e dei promotori di servizi finanziari. Tutte le informazioni contenute in CONSOBTTEL saranno aggiornate settimanalmente.

Sarà successivamente attivato uno sportello informativo per il pubblico, presso cui i risparmiatori potranno acquisire informazioni e documentazioni sul mercato dei valori mobiliari e sugli intermediari che in esso operano.

Nel corso del 1995 è proseguita l'attività dell'Ufficio relazioni con il pubblico, finalizzata a dare piena attuazione all'art. 12 del D.lgs. n. 29/93. In tale contesto, l'Ufficio ha fornito riscontro a 998 richieste formali di informazioni e documentazioni sull'attività dell'Istituto (Tav. aVI.4). Il confronto con il 1994 (505 richieste) evidenzia un significativo incremento delle richieste pervenute. Il contatto quotidiano con l'utenza Consob ha dato modo di individuare alcune tipologie di "bisogni informativi"

maggiormente sentiti, sulla cui base l'Ufficio ha provveduto a mettere a disposizione degli interessati informazioni strutturate, anche mediante raccolte di comunicazioni di carattere generale emanate negli anni dalla Consob su materie di competenza istituzionale e interpretative di norme di legge e regolamentari.

PAGINA BIANCA

D. APPENDICE STATISTICA

PAGINA BIANCA

INDICE DELLE TAVOLE

I LE SOCIETA' QUOTATE

Tav.	aI.1	Offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 1995 su società quotate in borsa
"	aI.2	Ammissioni a quotazione nel 1995
"	aI.3	Collocamento di titoli quotati
"	aI.4	Collocamento di titoli azionari quotati
"	aI.5	Sovrapprezzi per tipologia di azioni collocate
"	aI.6	Destinatari delle offerte di collocamento di titoli azionari quotati
"	aI.7	Cessioni di partecipazioni di società quotate a controllo pubblico effettuate mediante trattativa diretta
"	aI.8	Le società di gestione per numero di fondi gestiti
"	aI.9	I patti di sindacato su società quotate: quadro analitico
"	aI.10	I patti di sindacato su società quotate: quadro sintetico
"	aI.11	La struttura proprietaria delle società quotate
"	aI.12	Modifiche rilevanti dell'azionariato delle società quotate nel 1995
"	aI.13	Infrazioni agli obblighi informativi relativi alle società quotate nel 1995
"	aI.14	Sanzioni pecuniarie ai sensi della legge 216/74 nel 1995
"	aI.15	Tipologia delle delibere adottate dalle assemblee straordinarie
"	aI.16	Il controllo sui bilanci delle società quotate
"	aI.17	I bilanci consolidati delle società quotate
"	aI.18	Il conferimento degli incarichi alle società di revisione
"	aI.19	Il controllo sulle società di revisione
"	aI.20	L'attività di revisione sui bilanci 1994
"	aI.21	Distribuzione incarichi società di revisione

II I MERCATI

- Tav. aII.1 Borsa valori: principali indicatori
- " aII.2 Borse valori internazionali
- " aII.3 Società quotate in borsa
- " aII.4 Mercato ristretto: principali indicatori
- " aII.5 Obblighi informativi su eventi di rilievo nell'andamento delle società
- " aII.6 Diffusione di statistiche e studi concernenti valori mobiliari o emittenti
- " aII.7 Regolamentazione dei mercati
- " aII.8 Deleghe conferite dalla Commissione al Consiglio di borsa e relativi criteri e direttive

III GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

- Tav. aIII.1 Attività ispettiva
- " aIII.2 Sanzioni pecuniarie ai sensi della legge 1/91
- " aIII.3 Provvedimenti di iscrizioni all'albo dei promotori
- " aIII.4 Provvedimenti di iscrizione all'albo dei promotori: distribuzione territoriale
- " aIII.5 Provvedimenti di cancellazione dall'albo dei promotori
- " aIII.6 Provvedimenti sanzionatori nei confronti dei promotori
- " aIII.7 Scambi di valori mobiliari delle Sim
- " aIII.8 Sim: distribuzione degli scambi secondo il mercato di negoziazione
- " aIII.9 Attività di negoziazione delle Sim per conto terzi: concentrazione del mercato
- " aIII.10 Attività di negoziazione delle Sim per conto proprio: concentrazione del mercato
- " aIII.11 Gestioni patrimoniali di Sim e società fiduciarie: composizione percentuale del patrimonio di terzi in gestione
- " aIII.12 Gestioni patrimoniali di Sim, banche e società fiduciarie: concentrazione del mercato
- " aIII.13 Attività di sollecitazione del pubblico risparmio: distribuzione di valori mobiliari attraverso i promotori finanziari
- " aIII.14 Attività di sollecitazione del pubblico risparmio: concentrazione del mercato
- " aIII.15 Intermediari autorizzati

- Tav. aIII.16 Albo Sim - società fiduciarie: istanze presentate e delibere adottate
- " aIII.17 Intermediari iscritti per attività autorizzata
- " aIII.18 Agenti di cambio iscritti nei ruoli
- " aIII.19 Distribuzione territoriale delle Sim
- " aIII.20 Distribuzione territoriale delle società fiduciarie
- " aIII.21 Ripartizione delle Sim secondo la tipologia dell'azionista di controllo
- " aIII.22 Ripartizione delle società fiduciarie secondo la tipologia dell'azionista di controllo

IV L'ATTIVITA' DELLA CONSOB IN SEDE GIURISDIZIONALE

- Tav. aIV.1 I ricorsi contro i provvedimenti della Consob e del Ministro del tesoro su proposta della Consob nel 1995
- " aIV.2 I reclami al pretore contro le sanzioni pecuniarie nel 1995
- " aIV.3 Le azioni contro la Consob per il risarcimento dei danni nel 1995
- " aIV.4 Denunce della Consob all'autorità giudiziaria penale
- " aIV.5 Costituzione in giudizio della Consob nei giudizi penali in rappresentanza degli interessi lesi nel 1995

VI IL BILANCIO E L'ORGANIZZAZIONE

- Tav. aVI.1 La pianta organica
- " aVI.2 La pianta organica al 31 dicembre 1995
- " aVI.3 La distribuzione del personale per qualifica e per unità organizzativa
- " aVI.4 Richieste di documentazione ed informazioni sull'attività della Consob
- " aVI.5 Dati sull'attività della Consob

PAGINA BIANCA

TAVOLE STATISTICHE

PAGINA BIANCA

Tav. n.1.1

OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO REALIZZATE NEL 1995 SU SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA

SOCIETÀ OFFERENTE	NATURA DELLA OFFERTA	AZIONI OGGETTO DELLA OFFERTA	AZIONI RICHIESTE		DURATA DELLA OFFERTA
			PREZZO OFFERTO	IN PERC. CAPITALE SOCIALE	
CARIPLO	CONCORRENTE	ROLO ORD	21500	70	10.1-3.2
CREDIT	RILANCIO	ROLO ORD	22000	78,3	25.1-3.2
SPAFI	VOLONTARIA	VETR.IT. ORD	6200	23,9	20.2-10.3
GENERAL ELECTRIC	RESIDUALE	NUOVO PIGNONE ORD	6840	1,2	20.2-10.3
ALLIANZAG	SUCCESSIVA	LLOYD ADRIATICO ORD	20502	37,4	26.4-19.5
		RISP	14448	36,2	26.4-19.5
BANCA ANTONIANA	SUCCESSIVA	CREDITO LOMBARDO ORD	4338	16,5	29.5-7.7
SOCIETE SUISSE DE CEMENT	VOLONTARIA	CEM. DI MERONE ORD	1825	26,9	29.5-16.6
		CEM. DI MERONE RISP	1350		29.5-16.6
		CEM. DI MERONE CONV	1825		29.5-16.6
		CEM. DI MERONE WARR	700		29.5-16.6
BANCA DI ROMA	SUCCESSIVA	BONIFICHE SIELE ORD	36000	46,7	14.6-25.7
		BONIFICHE SIELE RISP	7500	62,9	14.6-25.7
SCHEMAVENTI CREDIOP	SUCCESSIVA	SME ORD	5047	32	22.6-18.7
CREDITO EMILIANO	SUCCESSIVA	BANCA CREDITWEST ORD	11727	11,7	26.6-18.7
FERRUZZI FINANZIARIA	SUCCESSIVA	GAIC ORD	490	14,6	26.6-14.7
		RISP	490	20,9	26.6-14.7
COMPAGNIE UAP	RESIDUALE	L'ABEILLE ORD	71180	4,3	26.6-20.7
BANCA POPOLORE DI LODI	SUCCESSIVA	BANCA MERCANTILE ORD	11085	22,1	17.7-11.8
FIATIMPRESIT	VOLONTARIA	FISIA ORD	1300	42,8	2.10-31.10
CREDITO EMILIANO	RESIDUALE	BANCA CREDITWEST ORD	11820	0,5	9.10-27.10
SPAFI	RESIDUALE	VETR.IT. ORD	6560	0,2	16.10-6.11
ALLIANZ	RESIDUALE	LLOYD ADRIATICO ORD	19375	1,8	13.11-1.12

TAV. n. 1
(SEGUE)OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO REALIZZATE
NEL 1995 SU SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA

SOCIETÀ OFFERENTE	NATURA DELLA OFFERTA	AZIONI OGGETTO DELLA OFFERTA	AZIONI RICHIESTE		DURATA DELLA OFFERTA
			PREZZO OFFERTO	IN PERC. CAPITALE SOCIALE	
ALLIANZ	RESIDUALE	LLOYD ADRIATICO RISP	14153	2,4	13.11-1.12
DEUTSCHE BANK	SUCCESSIVA	FINANZA & FUTURO FONDI	6772	23	13.11-6.12
SOCIETÉ SUISSE DE CIMENT	RESIDUALE	CEM. DI MERONE ORD	1825	3,3	13.11-1.12
		CEM. DI MERONE RISP	1350	3,3	13.11-1.12
		CEM. DI MERONE CONV	1825	0,8	13.11-1.12
		CEM. DI MERONE WARR	700	19,5	13.11-1.12
CANDY	RESIDUALE	ZEROWATT ORD	6655	2,0	27.11-12.1 ²
BANCA POPOLARE DI LODI	RESIDUALE	BANCA MERCANTILE ITALIANA ORD	10600	0,6	1.12-22.12
BANCA ANTONIANA	RESIDUALE	CREDITO LOMBARDO ORD	4338	0,2	18.12-17.1 ²
RWE-DEA	SUCCESSIVA	ENICHEM AUGUSTA ORD	3353	15,7	27.12-24.1 ²

TAV. aI.1
(SEGUE)OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO REALIZZATE
NEL 1995 SU SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA

SOCIETÀ OFFERENTE	QUOTA POSSEDUTA DALLA OFFERENTE		ADESIONI ALL'OFFERTA		
	PRIMA DELLA OPA	DOPO L'OPA	NUMERO AZIONI	(1)	VALORE OFFERTA (MLN)
CARIPLO	9	..	..	..	..
CREDIT	2	80,4	171357097	100	3769856
SPAFI	..	23,5	6360060	98,2	39432
GENERAL ELECTRIC	80	81,2	1726241	92,9	11807
ALLIANZ AG	62,5	98,1	17817812	95	365301
	63,7	97,5	3376621	93,1	48785
BANCA ANTONIANA	83,4	99,7	11069882	98,3	48021
SOCIETE SUISSE DE CIMENT	73	96,5	18953489	87,5	34590
			4794471	84,2	6473
			8641327	95,5	15770
			1036441	53,5	726
BANCA DI ROMA	53,2	99,8	12083397	99,5	435002
	37	97,5	5598752	96,1	41991
SCHEMAVENTI CREDIOP	32	64	145235040	100	733001
CREDITO EMILIANO	71,7	82,9	1764050	95,2	20687
FERRUZZI FINANZIARIA	85,3	87,1	17987154	12,4	8814
	79	81,3	3656346	11	1792
COMPAGNIE UAP	95,6	98,8	113195	86,9	8057
BANCA POPOLARE DI LODI	77,8	99,3	3410909	97,2	37810
FIATIMPRESIT	57,1	97,6	29693745	42,8	38602
CREDITO EMILIANO	99,4	99,7	48657	0,5	575
SPAFI	99,3	99,5	61002	0,2	400
ALLIANZ	98,1	99,4	676026	1,8	13098
	97,5	99,5	201822	2,4	2856
DEUTSCHE BANK	77	99,9	14207881	99,8	96216
SOCIETE SUISSE DE CIMENT	96,6	99,2	2128125	78,6	3884

TAV. aI.1
(SEGUE)OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO REALIZZATE
NEL 1995 SU SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA

SOCIETÀ OFFERENTE	QUOTA POSSEDUTA DALLA OFFERENTE		ADESIONI ALL'OFFERTA		
	PRIMA DELLA OPA	DOPO L'OPA	NUMERO AZIONI	(1)	VALORE OFFERTA (MLN)
SOCIETÉ SUISSE DE CEMENT	96,6	99,6	811468	90,6	1095
	99,1	99,8	324401	80,4	592
	80,4	93,3	778950	86,5	545
CANDY	97,9	99,9	180080	98,2	1198
BANCA POPOLARE DI LODI	99,3	99,8	76810	80,8	714
BANCA ANTONIANA	99,7	99,9	190691	84	827
RWE-DEA	70	85,4	18528513	15,7	62126

Si veda la sezione Note metodologiche.

1 Percentuale dei titoli effettivamente acquistati rispetto a quelli originariamente richiesti.

2 Offerta terminata nel 1996.

TAV. al.2

AMMISSIONI A QUOTAZIONE NEL 1995

SOCIETÀ	PROVVEDIMENTO		CAPITALE SOCIALE (MLN DI LIRE)
	NUMERO	DATA	
BANCA CARIGE	8675	26.11.94	1.362.928
BANCO DI DESIO E DELLA BRIANZA	9074	15.2.95	117.000
CREDITO AGRARIO BRESCIANO	9079	21.2.95	110.405
BANCA BRIANTEA	9153	3.4.95	10.000
IMA	9217	9.5.95	36.100
TELECOM ITALIA MOBILE	9227	17.5.95	410.209
BREMBO	9268	6.6.95	35.650
STAYER	9285	12.6.95	21.500
BULGARI	9303	21.6.95	36.000
CRESPI	9473	26.9.95	60.000
LA DORIA	9539	23.10.95	31.000
ENI	9543	27.10.95	7.992.205
CARRARO	9618	28.11.95	42.000
PAGNOSSIN	9679	28.11.95	20.000

TAV. aI.3

COLLOCAMENTO DI TITOLI QUOTATI

		1990	1991	1992	1993	1994	1995
AZIONI	NUM	54	44	24	43	56	47
	MLD	9.099	5.075	5.346	19.043	22.211	14.431
OBBLIGAZIONI	NUM	8	10	2	10	24	6
	MLD	1.217	4.739	813	4.487	6.277	1.522
TOTALE	NUM	62	54	26	53	80	53
	MLD	10.316	9.814	6.159	23.530	28.488	15.953

Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. aI.4

COLLOCAMENTO DI TITOLI AZIONARI QUOTATI

		1990	1991	1992	1993	1994	1995
ORDINARIE	NUM	40	28	17	34	49	45
	MLD	7.089	4.596	4.815	17.104	21.643	14.399
PRIVILEGIATE	NUM	4	4	1	2	--	--
	MLD	145	47	86	762	--	--
RISPARMIO NC	NUM	8	11	5	7	6	2
	MLD	526	403	443	1.177	539	32
RISPARMIO CV	NUM	2	1	1	--	1	--
	MLD	1.339	29	2	--	29	--
TOTALE	NUM	54	44	24	43	56	47
	MLD	9.099	5.075	5.346	19.043	22.211	14.431

Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. *aI.5***SOVRAPPREZZI PER TIPOLOGIA DI AZIONI COLLOCATE****RAPPORTI CON I VALORI NOMINALI¹**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
ORDINARIE	106,2	170,9	68,4	79,7	153,4	103,1
PRIVILEGIATE	210,3	120,7	150,0	100,3	--	--
RISPARMIO NC	144,7	164,1	199,9	110,7	396,7	124,8
RISPARMIO CV	210,9	1.100,0	1.040,0	--	50,0	--
<i>TOTALEE</i>	120,3	171,1	75,9	82,1	156,2	103,2

Si veda la sezione Note metodologiche.

¹ Valori in percentualeTAV. *aI.6***DESTINATARI DELLE OFFERTE DI COLLOCAMENTO
DI TITOLI AZIONARI QUOTATI**

		1990	1991	1992	1993	1994	1995
PUBBLICO	NUM	4	10	4	5	8	12
	MLD	71	444	2.367	1.268	6.348	2.452
AZIONISTI	NUM	44	33	19	36	41	25
	MLD	6.889	3.739	2.910	16.257	11.420	7.350
INVESTITORI PROFESSIONALI	NUM	6	1	1	2	7	10
	MLD	2.139	892	69	1.518	4.443	4.629
<i>TOTALE</i>	NUM	54	44	24	43	56	47
	MLD	9.099	5.075	5.346	19.043	22.211	14.431

Si veda la sezione Note metodologiche.

Tav. *aI.7*

**CESSIONI DI PARTECIPAZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE A CONTROLLO
PUBBLICO EFFETTUATE MEDIANTE TRATTATIVA DIRETTA**

SOCIETÀ	ACQUIRENTE ¹	DATA DI COMPLETAMENTO DELLA CESSIONE	QUOTA CEDUTA	RICAVO NETTO (Mld)	DATA OPA SUCCESSIVA
SOCIETÀ NUOVO PIGNONE	GENERAL ELECTRIC CO.	23.5.94	69,3	713	5.7.94 18.8.94
FIN. ITALGEL	NESTLÉ	6.8.93	62,1	437	25.3.94 9.5.94
FIN. CIRIO-BERTOLLI- DE RICA	SAGRIT	7.10.93	62,1	310	15.9.94 14.10.94
SME (GS-AUTOGRILL- ATENA)	BENETTON DEL VECCHIO MOVENPIC CREDIOP	23.12.94	32	704	22.6.95 18.7.95
IMI (SECONDA TRANCHE)	CARIPLO MPS S.PAULO	3.7.95	19,0	1.200	-
INA (SECONDA TRANCHE)	CARIPLO IMI S.PAULO BANCA D'ITALIA	13.10.95	18,4	1.687	-

¹ Sono ricompresi gli azionisti che hanno acquistato quote inferiori al 2 per cento.

*Tav. aI.8***LE SOCIETÀ DI GESTIONE PER
NUMERO DI FONDI GESTITI**

	1993	1994	1995
1 FONDO	3	2	1
DA 2 A 5 FONDI	24	20	20
DA 6 A 10 FONDI	21	21	14
DA 11 A 15 FONDI	4	10	14
DA 16 A 20 FONDI	--	--	4
DA 21 A 25 FONDI	--	--	1
<i>TOTALE</i>	52	53	54

TAV. aI.9

I PATTI DI SINDACATO SU SOCIETÀ QUOTATE: QUADRO ANALITICO
SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1995

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	CAPITALE SOCIALE SINDACATO ¹	NUMERO ADERENTI AL PATTO	RILEVANZA SOGLIA OPA
ACQUEDOTTO NICOLAY	BLOCCO VOTO (PER LA NOMINA DEGLI ORGANI SOCIALI) E CONSULTAZIONE	26.6.99	50,2	2	SI
AEDIS	BLOCCO VOTO (PER LA NOMINA DEGLI ORGANI SOCIALI) E CONSULTAZIONE	12.5.98	62,9	2	SI
AUSILIARE	CONSULTAZIONE (PER UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO)	INDEFINITA	81,2	4	SI
BANCA DI ROMA	BLOCCO E VOTO (PER LA NOMINA DEGLI ORGANI SOCIALI)	30.11.98	88,1	2	NO
BNA	BLOCCO VOTO E CONSULTAZIONE	31.12.96	59,0	43	NO
BANCO AMBROSIANO VENETO	BLOCCO E VOTO	30.1.96	69,5	3	SI
BULGARI	BLOCCO VOTO E CONSULTAZIONE	17.7.2000	65,2	3	SI
CARRARO	VOTO (PER LA NOMINA DEGLI ORGANI SOCIALI)	27.12.98	57,3	4	NO
COFIDE	BLOCCO VOTO E CONSULTAZIONE	30.6.2000	44,6	6	SI
COSTA CROCIERE	BLOCCO VOTO E CONSULTAZIONE	INDEFINITA	56,9	5	SI
CREDITO AGRIARIO BRESCIANO	BLOCCO E VOTO (IN ASSEMBLEA STRAORDINARIA)	30.6.96	48,0	5	NO
CREDITO FONDIARIO E INDUSTRIALE	BLOCCO VOTO E CONSULTAZIONE	31.3.97	52,6	2	SI
CRESPI	BLOCCO VOTO E CONSULTAZIONE	11.9.98	50,0	6	SI
OLIVETTI	BLOCCO E VOTO	31.12.97	20,1	6	SI
FABBRICA MILANESE CONDUTTORI	BLOCCO	31.12.2000	74,0	2	NO
FALCK	BLOCCO	30.6.97	27,5	30	NO
FIAT	BLOCCO E CONSULTAZIONE	30.6.99	30,0	5	NO
GEMINA	BLOCCO VOTO (PER LA NOMINA DEGLI AMMINISTRATORI) E CONSULTAZIONE	BILANCIO 97	45,1	10	SI
GENERALI	BLOCCO E CONSULTAZIONE	31.12.2001	10,7	2	NO
GIM	BLOCCO E CONSULTAZIONE (PER UNICITÀ DI INDIRIZZO)	31.12.97	44,2	10	SI

Tav. *al* 9

(SEGUE)

I PATTI DI SINDACATO SU SOCIETÀ QUOTATE: QUADRO ANALITICO

SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1995

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	CAPITALE SOCIALE SINDACATO	NUMERO ADERENTI AL PATTO	RILEVANZA SOGLIA OPA
IMPREGILO	ACCORDO DI CO-VENDITA	INDEFINITA	20,2	8	NO
IMI	10 PATTI DI BLOCCO TRA TESORO E CONSAP (VENDITORI) E ACQUIRENTI	1.7.98	19,0	3	NO
INA	13 PATTI DI BLOCCO TRA TESORO E ACQUIRENTI	29.9.98	16,6	2	NO
ISTITUTO SAN PAOLO	BLOCCO, VOTO (PER LA NOMINA DEGLI AMMINISTRATORI) E CONSULTAZIONE	BILANCIO 97	76,3	7	NO
ITALFONDIARIA	BLOCCO E VOTO (PER LA NOMINA DEGLI ORGANI SOCIALI)	INDEFINITA	50,1	2	SI
LA DORIA	BLOCCO, VOTO E CONSULTAZIONE	30.6.2000	70,0	8	SI
LA GAIANA	BLOCCO E CONSULTAZIONE (PER UNICITA' DI INDIRIZZO)	BILANCIO 96	75,6	4	SI
MARANGONI	BLOCCO, VOTO E CONSULTAZIONE	30.6.97	51,0	5	SI
MEDIOBANCA	BLOCCO E VOTO (PER LA NOMINA DEGLI ORGANI SOCIALI)	BILANCIO 2001	50,0	27	SI
NECCHI	BLOCCO, VOTO E CONSULTAZIONE	30.9.96	42,4	6	SI
PIRELLI & C	BLOCCO E CONSULTAZIONE (PER UNICITA' DI INDIRIZZO)	31.12.98	51,4	15	SI
RIVA FINANZIARIA	BLOCCO E CONSULTAZIONE (PER UNICITA' DI INDIRIZZO)	BILANCIO 96	39,6	26	SI
RODRIGUEZ	BLOCCO E CONSULTAZIONE	INDEFINITA	82,7	2	NO
SAES GETTERS	BLOCCO E CONSULTAZIONE (PER UNICITA' DI INDIRIZZO)	31.12.99	67,4	5	SI
SAI	BLOCCO E CONSULTAZIONE	31.12.97	52,5	2	NO
SIMINT	BLOCCO, VOTO (PER LA NOMINA DEGLI ORGANISOCIALI) E CONSULTAZIONE	30.4.2002	49,5	2	SI
SIRTI	BLOCCO, VOTO E CONSULTAZIONE	6.5.96	53,0	3	SI
SME	BLOCCO, VOTO E CONSULTAZIONE	BILANCIO 97	50,0	4	NO
SMI	BLOCCO	31.12.98	49,4	4	NO

TAV. A1.9
(SEGUE)**I PATTI DI SINDACATO SU SOCIETÀ QUOTATE: QUADRO ANALITICO**

SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1995

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	CAPITALE SOCIALE SINDACATO	NUMERO ADERENTI AL PATTO	RILEVANZA SOGLIA OPA
SOPAF	PATTO DI PRELAZIONE	INDEFINITA	54,4	3	No
STAYER	BLOCCO	31.12.96	35,5	4	No
TERME DEMANIALE DI ACQUI	CONSULTAZIONE (PER UNICITA' DI INDIRIZZO)	INDEFINITA	64,0	2	Sì

Si veda la sezione Note metodologiche

I Valori in percentuale.

TAV. *a*L.10**I PATTI DI SINDACATO SU SOCIETÀ QUOTATE: QUADRO SINTETICO**

SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1995

TIPO PATTO	NUMERO PATTI	NUMERO MEDIO SOGGETTI ADERENTI	MEDIA DEL CAPITALE SINDACATO	CAPITALIZZAZIO NE DELLE SOC. SINDACATE (Ml.D)	INCIDENZA SOC. SINDACATE SU CAP. BORSA [†]
BLOCCO	8	7	37,1	16.100	4,9
CONSULTAZIONE	2	3	72,6	68	..
BLOCCO E CONSULTAZIONE	9	8	50,5	56.300	17,2
BLOCCO E VOTO	6	8	54,3	16.818	5,2
BLOCCO, VOTO E CONSULTAZIONE	16	7	54,9	15.750	4,8
VOTO	1	4	57,3	188	..
<i>TOTALE</i>	42	7	51,4	105.224	32,2

Si veda la sezione Note metodologiche.

† Valori in percentuale.

TAV. aI.11

LA STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ QUOTATE

QUOTA DELLA CAPITALIZZAZIONE DI BORSA DETENUTA
DALLE DIVERSE TIPOLOGIE DI INVESTITORI¹

	1994	1995
INVESTITORI ISTITUZIONALI DI CUI:	11,3	10,5
- FONDI COMUNI	7,2	5,8
- GESTIONI PATRIMONIALI	1,9	1,7
- ASSICURAZIONI	2,2	3,0
ESTERO E SOCIETÀ APPARTENENTI A GRUPPI ESTERI	5,2	5,8
STATO E SOCIETÀ CONTROLLATE DALLO STATO	26,8	28,0
FONDAZIONI	4,8	4,6
BANCHE	10,2	9,1
ALTRE IMPRESE PRIVATE NON BANCARIE	25,7	24,7
FAMIGLIE E PARTITE NON CLASSIFICABILI	16,2	17,3

Si veda la sezione Note metodologiche.

¹ Valori in percentuale.

TAV. aI.12

MODIFICHE RILEVANTI DELL'AZIONARIATO DELLE SOCIETÀ QUOTATE NEL 1995

- DI PARTECIPAZIONI IN SOCIETÀ QUOTATE ¹	1.423
- DI PARTECIPAZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE ¹	7.411
NUMERO SOCIETÀ QUOTATE DI CUI È VARIATO L'AZIONARIATO	219
NUMERO AZIONISTI CHE HANNO VARIATO LE PARTECIPAZIONI	425
- DI CUI: NUMERO NUOVI AZIONISTI	92
NUMERO MEDIO AZIONISTI PER SOCIETÀ	4,2
QUOTA MEDIA DETENUTA DAL PRIMO AZIONISTA ²	50,9
QUOTA MEDIA DETENUTA DAI PRIMI TRE AZIONISTI ²	61,6
FLOTTANTE MEDIO ²	41,6

Si veda la sezione Note metodologiche.

¹ Numero segnalazioni.

² Valori percentuali.

Tav. *aI.13***INFRAZIONI AGLI OBBLIGHI INFORMATIVI RELATIVI
ALLE SOCIETÀ QUOTATE NEL 1995****AZIONARIATO DELLE SOCIETÀ QUOTATE**

TIPOLOGIA DI VIOLAZIONE EX ART. 5 L. 216/74	NUMERO VIOLAZIONI	NUMERO SOGGETTI	NUMERO SOCIETÀ OGGETTO DELLA VIOLAZIONE
RITARDO INFERIORE A 30 GG.	50	38	23
RITARDO SUPERIORE A 30 GG.	26	15	26
OMESSA COMUNICAZIONE	12	12	9
FALSA COMUNICAZIONE	--	--	--

POSSESSI DELLE SOCIETÀ QUOTATE

TIPOLOGIA DI VIOLAZIONE EX ART. 5 L. 216/74	NUMERO VIOLAZIONI	NUMERO SOGGETTI	NUMERO SOCIETÀ OGGETTO DELLA VIOLAZIONE
RITARDO INFERIORE A 30 GG.	171	24	114
RITARDO SUPERIORE A 30 GG.	24	17	17
OMESSA COMUNICAZIONE	--	--	--
FALSA COMUNICAZIONE	--	--	--

TAV. a.I.13

(SEGUE)

INFRAZIONI AGLI OBBLIGHI INFORMATIVI RELATIVI ALLE SOCIETÀ QUOTATE NEL 1975

PARTECIPAZIONI ESPONENTI SOCIALI NELLE SOCIETÀ QUOTATE

TIPOLOGIA DI VIOLAZIONE EX ART. 5 L. 216/74	NUMERO VIOLAZIONI	NUMERO SOGGETTI	NUMERO SOCIETÀ OGGETTO DELLA VIOLAZIONE
RITARDO INFERIORE A 30 GG.	4	4	2
RITARDO SUPERIORE A 30 GG.	3	3	3
OMESSA COMUNICAZIONE	--	--	--
FALSA COMUNICAZIONE	--	--	--

COMPENSI DEGLI ESPONENTI SOCIALI DELLE SOCIETÀ QUOTATE

TIPOLOGIA DI VIOLAZIONE EX ART. 5 L. 216/74	NUMERO VIOLAZIONI	NUMERO SOGGETTI	NUMERO SOCIETÀ OGGETTO DELLA VIOLAZIONE
RITARDO INFERIORE A 30 GG.	17	17	14
RITARDO SUPERIORE A 30 GG.	27	27	20
OMESSA COMUNICAZIONE	66	66	38
FALSA COMUNICAZIONE	--	--	--

Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. aL.14

SANZIONI PECUNIARIE AI SENSI DELLA LEGGE 216/74 NEL 1995¹

	1994		1995	
	TOTALE	DI CUI HANNO USUFRUITO DEL PAGAMENTO IN ² MISURA RIDOTTA	TOTALE	DI CUI HANNO USUFRUITO DEL PAGAMENTO IN MISURA RIDOTTA
ILLECITI AMMINISTRATIVI EX ART. 1/5 QUINQUIES (RITARDO COMUNICAZIONI ART. 5)	80	72	221	215
ILLECITI AMMINISTRATIVI EX ART. 1/17 (RITARDO COMUNICAZIONI VARIAZIONI PARTECIPAZIONI E COMPENSI)	90	37	21	16
ILLECITI AMMINISTRATIVI EX ART. 1/18 (VIOLAZIONE DELLA DISCIPLINA DELLA SOLLECITAZIONE AL PUBBLICO RISPARMIO)	--	--	2	--

Si veda la sezione Note metodologiche.

1 Numero notificazioni.

2 Il soggetto a cui è contestato un illecito può optare per il pagamento in misura ridotta più le spese di notifica.

TAV. aI.15

TIPOLOGIA DELLE DELIBERE ADOTTATE DALLE ASSEMBLEE STRAORDINARIE

OGGETTO	NUMERO DELIBERE			
	1992	1993	1994	1995
FUSIONI	34	25	27	37
SCISSIONI	--	--	1	3
EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI	3	1	13	2
EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI	2	8	9	5
OPERAZIONI SUL CAPITALE	25	38	52	26
MODIFICHE OGGETTO SOCIALE O DENOMINAZIONE SOCIALE	17	27	10	7

TAV. aI.16

IL CONTROLLO SUI BILANCI DELLE SOCIETÀ QUOTATE

ANNI	NUMERO INTERVENTI NEI CONFRONTI DI SOCIETÀ DI REVISIONE			NUMERO INTERVENTI NEI CONFRONTI DI SOCIETÀ EMITTENTI		
	RICHIESTE INFORMAZIONI	ISPEZIONI	LETTERE DI RICHIAMO	RICHIESTE INFORMAZIONI	ISPEZIONI	LETTERE DI RICHIAMO
1993	46	2	--	17	1	4
1994	37	2	5	30	1	2
1995	26	3	1	71	--	1

TAV. *al.17***I BILANCI CONSOLIDATI DELLE SOCIETÀ QUOTATE**

ANNI	NUMERO BILANCI CONSOLIDATI ESAMINATI	SOCIETÀ CON BILANCIO CONSOLIDATO ¹	NUMERO SOCIETÀ QUOTATE CONSOLIDATE
1993	185	77,7	197
1994	189	81,5	202
1995	190	86,7	203

¹ Quota in percentuale del numero totale di società quotate.

TAV. *al.18***IL CONFERIMENTO DEGLI INCARICHI
ALLE SOCIETÀ DI REVISIONE**

ANNI	NUMERO CONFERIMENTI	NUMERO RIFIUTI		NUMERO REVOCHE	
		CARENZE PROCEDURALI	INIDONEITÀ TECNICA	GIUSTA CAUSA	D'UFFICIO
1993	229	9	1	4	1
1994	170	6	--	3	1
1995	253	13	--	5	1 ¹

¹ In data 4/1/96, la Commissione ha deliberato la revoca d'ufficio di un incarico di revisione e certificazione del bilancio di una società quotata conferito per il triennio 1995 - 1997, ai sensi dell'art. 2, comma 9, D.p.r. 136/75.

TAV. *al.19***IL CONTROLLO SULLE SOCIETÀ DI REVISIONE**

ANNI	ACCERTAMENTI ISTRUTTORI PER ISCRIZIONE ALBO SPECIALE	ISPEZIONI	LETTERE DI RICHIAMO	SOSPENSIONI SOCIO	SOSPENSIONI SOCIETÀ	CANCELLAZIONI DALL'ALBO	DENUNCE PENALI
1993	2	6	2	--	--	--	2
1994	2	7	13	5	--	--	1
1995	1	5	2 ¹	2 ²	--	--	3

1 Trattasi di provvedimenti con i quali è stato intimato alle società di revisione di ripristinare il requisito di organizzazione entro il termine, di sei mesi, previsto dall'art. 11, comma 1, D.p.r. 136/75.

2 Con provvedimento del 4/1/1996, la Commissione ha intimato ad una società di revisione di non avvalersi, nell'attività di revisione e certificazione, di un socio, ai sensi dell'art. 11, comma 2, D.p.r. 136/75.

Tav. *aI.20***L'ATTIVITÀ DI REVISIONE SUI BILANCI 1994**

	SOCIETÀ QUOTATE AL MERCATO UFFICIALE	SOCIETÀ QUOTATE AL MERCATO RISTRETTO	SIM
1. NUMERO BILANCI ESAMINATI	400	47	300
- SINGOLI	214	34	283
- CONSOLIDATI	186	13	17
2. NUMERO CERTIFICAZIONI RILASCIATE CON RISERVA - TIPOLOGIA DELLE RISERVE:	11	4	13
- ECCEZIONI	11	2	7
- SCOPE LIMITATION	--	--	2
- INCERTEZZE	--	1	1
- GOING CONCERN	--	1	3
3. NUMERO CERTIFICAZIONI CON RICHIAMO DI INFORMATIVA	320	32	94
4. NUMERO CERTIFICAZIONI NON RILASCIATE - TIPOLOGIA DEI MOTIVI:	11	3	6
- IMPOSSIBILITÀ AD ESPRIMERE GIUDIZIO	9	2	4
- GIUDIZIO AVVERSO	--	--	--
- GRAVI LIMITAZIONI RELATIVE AL PROCEDIMENTO DI REVISIONE	2	1	2

Si veda la sezione Note metodologiche.

Tav. *al.21***DISTRIBUZIONE INCARICHI SOCIETÀ DI REVISIONE**

VOCI	FATTURATO ¹ (DATI IN MLD)		NUMERO INCARICHI LEGALI		NUMERO INCARICHI VOLONTARI		NUMERO MEDIO DIPENDENTI ²	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
I GRUPPO	456	506	520	527	9.980	8.535	2.714	2.746
II GRUPPO	38	43	84	93	1.781	1.855	254	307
III GRUPPO	10	8	11	6	629	422	115	109
TOTALE	504	558	615	626	12.390	10.812	3.083	3.162

Si veda la sezione Note metodologiche.

1 Il fatturato delle società di revisione per l'esercizio 1994 si riferisce anche ai lavori di revisione svolti dalle medesime nel corso del 1993.

2 Il numero dei dipendenti delle società di revisione non include gli amministratori ed i soci operativi (*partner* con poteri di firma delle relazioni di certificazione). Tali soggetti complessivamente risultano: 247 per il 1993; 256 per il 1994.

Tav. *al.1***BORSA VALORI: PRINCIPALI INDICATORI**

ANNI	SOCIETÀ ITALIANE		TITOLI AZIONARI QUOTATI (NUMERO)	CAPITALIZZ. (MLD DI LIRE)	SCAMBI (MLD DI LIRE)	RAPPORTO DI TURNOVER ¹	AUMENTI DI CAPITALE (MLD DI LIRE)	VAR. MIB STORICO ¹
	NAZIONALI	ESTERE						
1986	202	--	301	190.472	66.661	46,2	14.488	64
1987	225	--	336	140.721	41.967	25,3	5.277	-32
1988	228	--	338	176.827	41.269	26,0	3.011	213
1989	235	--	348	215.244	53.410	27,2	7.256	16,5
1990	229	--	340	168.135	50.700	26,4	9.408	-25,1
1991	229	2	342	177.917	31.057	17,9	4.854	-2,2
1992	226	3	342	173.080	34.649	19,7	3.027	-11,7
1993	218	4	329	232.005	103.501	50,8	16.192	37,4
1994	219	4	324	293.488	189.925	72,1	14.949	3,29
1995	217	4	316	325.568	140.340	45,3	8.689	-6,9

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced borsa. Si veda la sezione Note metodologiche.

¹ Valori in percentuale

TAV. aII.2

BORSE VALORI INTERNAZIONALI**SOCIETÀ QUOTATE**

	DOMESTICHE			STRANIERE			TOTALE		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994
LONDRA	1.878	1.927	2.070	514	485	464	2.392	2.412	2.534
PARIGI	515	472	459	217	205	195	732	677	654
GERMANIA	425	426	423	240	229	227	665	655	650
MADRID	401	375	375	3	4	4	404	379	379
NYSE	1.969	2.203	2.570	120	159	217	2.089	2.362	2.787
TOKYO	1.651	1.667	1.689	117	110	93	1.768	1.777	1.782

Fonte: Tav. F2 del LSE-Quarterly (vari anni).

AMMISSIONI DI NUOVE SOCIETÀ¹

	1991	1992	1993	1994
LONDRA	138 (20)	93 (11)	186 (6)	268 (12)
PARIGI	28 (6)	13 (2)	15 (2)	10 (1)
GERMANIA	52 (33)	34 (26)	68 (59)	6 (3)
MADRID	17 (1)	11	9 (1)	14
NYSE	162 (12)	251 (17)	306 (37)	252 (52)
TOKYO	162 (12)	251 (17)	306 (37)	27

Fonte: Tav. F4 del LSE-Quarterly (vari anni).

¹ I dati fra parentesi indicano le società estere e sono un di cui del totale.

TAV. aII.3

SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA

ANNI	SOCIETÀ ITALIANE			STRANIERE .	TOTALE
	REVOCATE	AMMESSE	QUOTATE		
1986	5	42	202	--	202
1987	--	23	225	--	225
1988	11	14	228	--	228
1989	--	7	235	--	235
1990	10	4	229	--	229
1991	6	6	229	2	231
1992	7	4	226	3	229
1993	11	3	218	4	222
1994	16	8 ¹	219	4	223
1995	16	14	217	4	221

¹ Tale dato non include le 9 società precedentemente quotate presso le altre borse.

TAV. aII.4

MERCATO RISTRETTO: PRINCIPALI INDICATORI

PERIODI	TITOLI QUOTATI A FINE ANNO			CAPITALIZ. (MLD DI LIRE)	SCAMBI ¹ (MLD DI LIRE)	RAPPORTO DI TURNOVER ²	AUMENTI DI CAPITALE (MLD DI LIRE)
	AZIONI		ALTRI TITOLI				
	BANCHE	ALTRI					
1986	24	9	1	9.753,0	304,1	3,5	312,9
1987	28	8	--	10.211,0	356,6	3,6	310,6
1988	29	8	--	10.331,0	332,2	3,2	180,4
1989	28	9	1	13.360,0	808,4	6,8	596,1
1990	27	12	--	14.520,0	1.202,4	8,6	647,1
1991	26	17	1	13.930,8	626,5	4,4	785,0
1992	22	18	1	12.377,6	513,1	3,9	185,3
1993	21	18	--	14.497,2	1.339,4	9,9	593,6
1994	14	25	1	8.125,0	1.413,3	12,5	991,1
1995	11	24	4	6.828,0	802,9	10,7	721,2

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Ced borsa e Consiglio di borsa. Si veda la sezione Note metodologiche.

1 I valori si riferiscono agli scambi di azioni con esclusione dei blocchi.

2 Valori in percentuale.

TAV. aII.5

**OBBLIGHI INFORMATIVI SU EVENTI DI RILIEVO
NELL'ANDAMENTO DELLE SOCIETÀ**

ANNI	NUMERO COMUNICAZIONI PERVENUTE	NUMERO INFRAZIONI RILEVATE	NUMERO SOGGETTI CHE HANNO COMMESSO L'INFRAZIONE	SANZIONI EROGATE
1992	960	--	--	--
1993	1.577	--	--	--
1994	2.080	3	3	1
1995	2.041	2	2	3 ¹

Fonte: Adempimenti agli obblighi informativi di cui alla delibera Consob 5553/92, art.5.

Si veda la sezione Note metodologiche.

1 Due sanzioni si riferiscono a informazioni rilevate nel 1994.

Tav. aII.6

DIFFUSIONE DI STATISTICHE E STUDI CONCERNENTI VALORI MOBILIARI O EMITTENTI

	SOGGETTI CHE DIFFONDONO STUDI	STUDI			INDAGINI ED ACCERTAMENTI
		MONOGRAFICI	NON MONOGRAFICI	TOTALE	
1993	44	192	550	742	12
1994	49	250	800	1050	7
1995	46	390	1420	1810	11

Fonte: Obblighi informativi di cui alla delibera Consob 5553/91 art.15.

Si veda la sezione Note metodologiche.

Tav. aII.7

REGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI

MERCATO	REGOLAMENTO VIGENTE		ULTIMA MODIFICA	
	NUMERO DELIBERA	DATA	NUMERO DELIBERA	DATA
AZIONARIO	8221	12.7.94	9325	3.7.95
MOT	8221	12.7.94	9703	27.12.95
SPEZZATURE	8221	12.7.94	9567	6.11.95
PREMI	8221	12.7.94	9791	13.2.96
RISTRETTO	8189	27.6.94	..	..
IDEM - FIB30	9726	15.1.95	..	..
IDEM - MIBO30	9726	15.1.95	..	..
IDEM - ISO	9726	15.1.95	..	..
MERCATI NAZIONALI DI VALORI MOBILIARI NON QUOTATI IN BORSA E NON NEGOZIATI NEL MERCATO RISTRETTO	8469	30.9.94	9628	4.12.95

TAV. aII.8

DELEGHE CONFERITE DALLA CONSOB AL CONSIGLIO DI BORSA E RELATIVI CRITERI E DIRETTIVE

TITOLO DELLA DELIBERA	CONTENUTI PRINCIPALI
Fissazione degli orari di funzionamento del mercato, anche con riferimento all'articolazione delle fasi di negoziazione. (delibera n. 8975 del 9.1.1995)	Il Consiglio di borsa deve individuare gli orari di negoziazione tenendo conto della operatività del mercato sottostante e delle esigenze organizzative degli intermediari.
Predisposizione e compilazione del listino ufficiale, relativamente ai contratti uniformi a termine negoziati sul Mercato Italiani dei Derivati (Idem). (delibera n. 8975 del 9.1.1995)	Il Consiglio di borsa deve attenersi alle indicazioni della delibera n. 8627 del 2.11.1994.
Cancellazione delle scadenze contrattuali del FIB30 e inserimento delle nuove. (delibera n. 8975 del 9.1.1995)	Il Consiglio di borsa deve attenersi alle indicazioni della delibera n. 8509 dell'11.10.1994.
Gestione delle interruzioni delle negoziazioni causate da disfunzioni del sistema telematico; in particolare la sospensione temporanea delle contrattazioni qualora il malfunzionamento del sistema dovesse coinvolgere un significativo numero di operatori, ovvero in presenza di anomalie tecniche che non assicurino la regolarità delle contrattazioni stesse. (delibera n. 8975 del 9.1.1995)	Il Consiglio di borsa deve stabilire le procedure standardizzate di intervento, con particolare riferimento ai tempi di sospensione e di ripristino della seduta, nonché la durata dell'eventuale prolungamento della stessa ed informa la Consob circa le cause dell'interruzione, i tempi e le modalità di sospensione e di ripristino dell'operatività, il prolungamento della seduta, nonché le conseguenze sull'operatività degli intermediari e sui contratti conclusi.
Modifica degli orari della seduta nei casi di sospensione temporanea di cui al punto 41 e relativo ripristino delle contrattazioni. (delibera n. 8975 del 9.1.1995)	
Sospensione temporanea delle negoziazioni degli intermediari che ne facciano richiesta scritta e motivata. (delibera n. 8975 del 9.1.1995)	Il Consiglio di borsa deve dare immediata comunicazione alla Consob delle richieste di sospensione presentate dagli intermediari.
Inibizione, previa richiesta dell'intermediario e a seguito di scollegamento della propria postazione di lavoro, della funzionalità di disattivazione degli ordini precedentemente immessi. (delibera n. 8975 del 9.1.1995)	Il Consiglio di borsa deve dare immediata comunicazione alla Consob delle relative richieste presentate dagli intermediari.

TAV. AII.8
(SEGUE)

DELEGHE CONFERITE DALLA CONSOB AL CONSIGLIO DI BORSA E RELATIVI CRITERI E DIRETTIVE

TITOLO DELLA DELIBERA	CONTENUTI PRINCIPALI
Cancellazione dei contratti conclusi sul sistema di negoziazione nei casi di cui all'art. 28, commi 5, 6 e 7 del regolamento del mercato e la gestione della relativa procedura di ricezione delle richieste ed individuazioni dei contratti cancellabili ai sensi del comma 8 dello stesso articolo. (delibera n. 8975 del 9.1.1995)	Il Consiglio di borsa deve dare immediata comunicazione alla Consob delle richieste di cancellazione dei contratti conclusi presentate dagli intermediari, accertare la sussistenza delle condizioni per la relativa cancellazione previste dai commi 5 e 7 dell'art. 28 del regolamento, nonché, nel caso di cui al comma 7, individua i contratti cancellabili sulla base dei criteri di cui al comma 8 dello stesso articolo, facendo riferimento, limitatamente alle percentuali di scostamento dal prezzo di cui alla lettera b), alla delibera n. 8939 del 19.12.1994.
Determinazione del formato e del modello di listino ufficiale delle borse valori. (delibera n. 8979 del 17.1.1995)	Il Consiglio di borsa deve attenersi ai seguenti criteri e direttive: - il contenuto minimo delle informazioni da pubblicare, stabilito dalla Consob, dovrà essere riportato nel listino ufficiale in modo chiaro e facilmente individuabile; - la classificazione delle società all'interno del listino dovrà avvenire mediante l'identificazione di regole che permettano di rappresentare nel modo migliore l'attività economica di ogni società; - la determinazione dei diversi settori economici dovrà essere effettuata in modo tale da consentire l'individuazione in modo univoco dell'attività delle società appartenenti ai settori medesimi, a tal fine anche utilizzando la ripartizione in sottosettori; - la collocazione nei pertinenti comparti del listino ufficiale dei titoli emessi dalle società dovrà tener conto dell'aspetto sostanziale dell'attività economica svolta da ogni singola società e dell'oggetto sociale previsto dallo statuto.
Cancellazione delle scadenze contrattuali del contratto Mibo30 e l'inserimento delle nuove. (delibera n. 9556 del 30.10.1995)	Il Consiglio di borsa deve attenersi alle indicazioni di cui alla delibera n. 9482 del 2 ottobre 1995

TAV. AII.8
(SEGUE)

DELEGHE CONFERITE DALLA CONSOB AL CONSIGLIO DI BORSA E RELATIVI CRITERI E DIRETTIVE

TITOLO DELLA DELIBERA	CONTENUTI PRINCIPALI
Autorizzazione alla cancellazione dei contratti Fib30 e Mibo30 conclusi nel sistema di negoziazione nel caso di cui all'art. 31, co. 1, del regolamento del mercato. (<i>delibera n. 9556 del 30.10.1995</i>)	Il Consiglio di borsa deve dare immediata comunicazione alla Consob delle richieste di cancellazione dei contratti conclusi presentate dagli intermediari, accertare le condizioni per la relativa cancellazione previste dallo stesso comma 1 dell'art. 3, del regolamento, nonché comunicare gli estremi del contratto da cancellare alla Cassa di compensazione e garanzia.
Iscrizione degli operatori specialisti nell'Elenco di cui all'art. 85-bis del regolamento per il funzionamento del sistema telematico delle borse valori. (<i>delibera n. 9569 del 6.11.1995</i>)	
Tenuta ed aggiornamento dell'«Elenco degli operatori specialisti». (<i>delibera n. 9569 del 6.11.1995</i>)	Nell'esercizio di tale funzione il Consiglio di borsa deve procedere all'aggiornamento dell'Elenco almeno una volta l'anno.
Ripartizione tra gli operatori specialisti dei valori mobiliari negoziati nel mercato delle spezzature. (<i>delibera n. 9569 del 6.11.1995</i>)	Il Consiglio di borsa deve prevedere procedure di assegnazione dei titoli che assicurino adeguata omogeneità dei panieri attribuiti a ciascuno operatore specialista con particolare riferimento alle caratteristiche di liquidità dei titoli inclusi nei panieri.
Adozione dei provvedimenti di cui all'art. 85-bis, comma 3, secondo le modalità ivi previste. (<i>delibera n. 9569 del 6.11.1995</i>)	
Fissazione, per ciascun valore mobiliare negoziato nel mercato delle spezzature, del quantitativo minimo che gli operatori specialisti devono sottoscrivere. (<i>delibera n. 9569 del 6.11.1995</i>)	Il Consiglio di borsa deve tener conto del controvalore medio scambiato in fase di apertura nel mercato di riferimento da ciascun valore mobiliare; il quantitativo minimo che gli operatori specialisti devono sottoscrivere non può essere fissato in misura inferiore al 15 per cento del suddetto controvalore medio e superiore a L. 300 milioni. In caso di operazioni sul capitale, il Consiglio di borsa può temporaneamente raddoppiare le misure di tali limiti.
Verifica del rispetto degli impegni assunti dagli operatori specialisti e segnalazione alla Consob delle violazioni. (<i>delibera n. 9569 del 6.11.1995</i>)	

TAV. *aIII.1***ATTIVITÀ ISPETTIVA****ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ**

	1993	1994	1995
ACCERTAMENTI ISPETTIVI DELIBERATI	57	75 ¹	34
ACCERTAMENTI ISPETTIVI INIZIATI	47 ²	64 ³	43 ⁴
ACCERTAMENTI CONCLUSI	37	51	35

TIPOLOGIA DEI SOGGETTI ISPEZIONATI

	1993	1994	1995
SIM	75	37	13
SOCIETÀ FIDUCIARIE	7	4	1
BANCHE	--	14	23
AGENTI DI CAMBIO	4	5	6
<i>TOTALE</i>	46	60	43

1 Per 4 accertamenti sono venuti meno i presupposti prima dell'inizio delle attività di verifica.

2 Riguardano 46 soggetti, uno dei quali è stato sottoposto a due accertamenti con finalità diverse.

3 Riguardano 60 soggetti, alcuni dei quali sono stati sottoposti a più di un accertamento con finalità diverse.

4 Di cui n.2 ai sensi dell'art.8 della legge 157/91.

TAV. aIII.2

SANZIONI PECUNIARIE AI SENSI DELLA LEGGE 1/91¹

	1993	1994	1995
NUMERO SANZIONI A CARICO DI PROMOTORI EX ART. 5	24	41	--
AMMONTARE COMPLESSIVO (MLN. DI LIRE)	558	569	--
NUMERO SANZIONI A CARICO DI SIM/FIDUCIARIE EX ART. 13	4	16	8 ²
AMMONTARE COMPLESSIVO (MLN. DI LIRE)	190	840	875 ²
NUMERO SANZIONI A CARICO DI SIM ED AGENTI DI CAMBIO EX ART. 11	3	5	1 ²
AMMONTARE COMPLESSIVO (MLN. DI LIRE)	205	1942	335 ²
NUMERO SANZIONI A CARICO DI BANCHE	1	2	1
AMMONTARE COMPLESSIVO (MLN. DI LIRE)	20	250	100
TOTALE NUMERO SANZIONI	32	64	9
TOTALE AMMONTARE SANZIONI	973	3601	975

¹ Le sanzioni a carico dei promotori sono irrogate dalla Consob. Le altre dal Ministero del tesoro.

² In un caso la sanzione è sia ai sensi dell'art. 13 che dell'art. 11.

TAV. aIII.3

PROVVEDIMENTI DI ISCRIZIONE
ALL'ALBO DEI PROMOTORI

ANNI	NUMERO PROVVEDIMENTI
1993	5283
1994	4464
1995	4512

*Tav. aIII.4***PROVVEDIMENTI DI ISCRIZIONE ALL'ALBO DEI PROMOTORI****DISTRIBUZIONE TERRITORIALE**

REGIONI	1993	1994	1995	TOTALE
EMILIA ROMAGNA	504	397	585	2935
FRIULI VENEZIA GIULIA	154	136	93	678
LIGURIA	150	157	160	1044
LOMBARDIA	1244	741	706	3672
PIEMONTE	397	380	325	2205
TRENTINO ALTO ADIGE	41	37	40	327
VALLE D'AOSTA	6	6	8	69
VENETO	453	356	375	2593
<i>TOTALE NORD</i>	2949	2210	2292	13523
ABRUZZO	65	51	126	463
LAZIO	718	656	634	3425
MARCHE	115	123	91	839
TOSCANA	260	251	352	1896
UMBRIA	63	58	88	467
<i>TOTALE CENTRO</i>	1221	1139	1291	7090
BASILICATA	24	16	28	132
CALABRIA	100	113	79	472
CAMPANIA	386	364	302	1690
MOLISE	19	16	23	110
PUGLIA	294	289	242	1132
SARDEGNA	76	74	73	405
SICILIA	214	243	182	1348
<i>TOTALE SUD</i>	1113	1115	929	5289

Tav. aIII.5

PROVVEDIMENTI DI CANCELLAZIONE DALL'ALBO DEI PROMOTORI

	1993	1994	1995
<i>- SU PROPOSTA DELLE COMMISSIONI REGIONALI -</i>			
MANCATO ESERCIZIO DELL'ATTIVITÀ PER OLTRE UN ANNO	16	157	195
PERDITA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 13 DEL REGOLAMENTO	--	17	4
OMESSO PAGAMENTO DEL DIRITTO ANNUO	22	140	389
MANCANZA ORIGINARIA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 19	--	--	--
MANCATO ESERCIZIO E OMESSO PAGAMENTO	--	35	118
PERDITA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 13 E OMESSO PAGAMENTO	--	50	34
PERDITA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 13 E MANCATO ESERCIZIO	--	1	--
PERDITA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 13, OMESSO PAGAMENTO E MANCATO ESERCIZIO	--	--	6
<i>- SU INIZIATIVA CONSOB -</i>			
RADIAZIONE DALL'ALBO	79	116	34
REVOCA DEL PROVVEDIMENTO D'ISCRIZIONE ALL'ALBO	--	1	--
<i>- ALTRE CAUSE -</i>			
DOMANDA DELL'INTERESSATO	222	259	536
DECESSO DEL SOGGETTO	15	22	28
TOTALE	354	798	1344

TAV. aIII.6

**PROVVEDIMENTI SANZIONATORI NEI CONFRONTI
DEI PROMOTORI**

TIPO DI SANZIONI			
	1993	1994	1995
CENSURA	3	8	1
SOSPENSIONE DALL'ALBO A TEMPO DETERMINATO	3	7	--
SOSPENSIONE CAUTELARE DELL'ATTIVITÀ	84	51	53
SOSPENSIONE A TEMPO INDETERMINATO	4	5	4
RADIAZIONE DALL'ALBO	79	116	34
TOTALE	173	187	92

SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE

	1993	1994	1995
NUMERO DELLE SANZIONI	24	41	--
AMMONTARE DELLE SANZIONI ¹	558	569	--

¹ Valori in milioni di lire.

TAV. aIII.7

SCAMBI DI VALORI MOBILIARI DELLE SIM

DISTRIBUZIONE DELLE SIM SECONDO L'INCIDENZA DEGLI SCAMBI PER CONTO TERZI

QUOTA PERCENTUALE DEGLI SCAMBI PER CONTO TERZI SUL TOTALE DEGLI SCAMBI EFFETTUATI DALLA SIM	NUMERO SIM					
	AZIONI		OBBLIGAZIONI		TITOLI DI STATO	
	2° SEM. 1994	1° SEM. 1995	2° SEM. 1994	1° SEM. 1995	2° SEM. 1994	1° SEM. 1995
0	12	13	24	22	28	24
DA 1 A 10	2	--	11	9	18	17
DA 11 A 50	6	4	15	16	18	21
DA 51 A 90	25	24	23	29	24	20
DA 91 A 99	34	38	21	16	11	14
100	19	18	21	24	18	20
TOTALE SIM ATTIVE NELLA NEGOZIAZIONE	98	97	115	116	117	116

RIPARTIZIONE DEL MERCATO TRA NEGOZIAZIONI PER CONTO PROPRIO
E PER CONTO TERZI

	AZIONI		OBBLIGAZIONI		TITOLI DI STATO	
	2° SEM. 1994	1° SEM. 1995	2° SEM. 1994	1° SEM. 1995	2° SEM. 1994	1° SEM. 1995
NEGOZIAZIONI PER CONTO TERZI	81	83	32	35	13	10
NEGOZIAZIONI PER CONTO PROPRIO	19	17	68	65	87	90
TOTALE	100	100	100	100	100	100

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. aIII.8

**SIM: DISTRIBUZIONE DEGLI SCAMBI SECONDO
IL MERCATO DI NEGOZIAZIONE¹**

MERCATI DI NEGOZIAZIONE	AZIONI		OBBLIGAZIONI	
	2° SEM. 1994	1° SEM. 1995	2° SEM. 1994	1° SEM. 1995
BORSA VALORI	95,6	95,5	22,6	21,1
MERCATO RISTRETTO	0,4	0,5	0,0	0,0
MERCATO DEI BLOCCHI	2,8	2,8	2,1	1,2
MERCATO ESTERO	0,4	0,4	56,7	56,9
FUORI MERCATO	0,8	0,9	18,7	20,8
<i>TOTALE</i>	100	100	100	100

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche.

¹ Valori in percentuale.

TAV. aIII.9

**ATTIVITÀ DI NEGOZIAZIONE DELLE SIM PER CONTO TERZI
CONCENTRAZIONE DEL MERCATO¹**

	AZIONI		OBBLIGAZIONI		TITOLI DI STATO	
	1° SEM. 1994	1° SEM. 1995	1° SEM. 1994	1° SEM. 1995	1° SEM. 1994	1° SEM. 1995
PRIME 3 SIM	19,0	16,2	27,0	32,1	20,0	20,6
PRIME 5 SIM	27,0	24,9	35,5	42,9	29,0	30,8
PRIME 10 SIM	45,2	43,5	52,0	60,3	47,9	50,9
PRIME 20 SIM	71,3	68,8	75,6	78,6	73,1	77,2
<i>SIM ATTIVE NELLA NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI</i>	82	84	86	94	86	92

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche.

¹ Quote di mercato in valori percentuali.

TAV. aIII.10

ATTIVITÀ DI NEGOZIAZIONE DELLE SIM PER CONTO PROPRIO
CONCENTRAZIONE DEL MERCATO¹

	AZIONI		OBBLIGAZIONI		TITOLI DI STATO	
	1° SEM. 1994	1° SEM. 1995	1° SEM. 1994	1° SEM. 1995	1° SEM. 1994	1° SEM. 1995
PRIME 3 SIM	55,4	45,8	59,4	49,0	52,2	49,8
PRIME 5 SIM	63,5	55,7	69,4	61,5	63,2	69,6
PRIME 10 SIM	75,1	72,2	81,4	74,1	77,7	86,5
PRIME 20 SIM	89,6	87,3	91,6	86,8	89,7	93,3
SIM ATTIVE NELLA NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO	79	79	89	92	93	96

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche.

¹ Quote di mercato in valori percentuali.

TAV. aIII.11

GESTIONI PATRIMONIALI DI SIM E SOCIETÀ FIDUCIARIE
COMPOSIZIONE PERCENTUALE DEL PATRIMONIO DI TERZI IN GESTIONE

TIPOLOGIA TITOLI	SIM		FIDUCIARIE	
	1994	1995 ¹	1994	1995 ¹
TITOLI DI STATO	47,8	50,2	49,5	54,3
TITOLI OBBLIGAZIONARI	34,8	24,7	15,9	8,3
TITOLI OBBLIGAZIONARI ESTERI	1,1	9,5	5,2	9,5
AZIONI E QUOTE	10,1	12,0	12,1	10,8
QUOTE DI OICVM	4,0	3,3	16,6	16,9
ALTRI VALORI MOBILIARI	2,2	0,3	0,7	0,2
<i>TOTALE</i>	100	100	100	100

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche.

¹ I dati si riferiscono al 30 giugno 1995.

TAV. aIII.12

GESTIONI PATRIMONIALI DI SIM,
BANCHE E SOCIETÀ FIDUCIARIECONCENTRAZIONE DEL MERCATO¹

	PATRIMONI GESTITI DALLE SIM ²		PATRIMONI GESTITI DALLE BANCHE ²		PATRIMONI GESTITI DALLE FIDUCIARIE ²	
	1994	1995	1994	1995	1994	1995
PRIME 3 SOCIETÀ	27,8	26,9	19,9	20,6	36,9	36,4
PRIME 5 SOCIETÀ	39,4	37,3	28,9	29,7	52,9	50,3
PRIME 10 SOCIETÀ	55,2	56,8	43,2	44,2	71,9	69,8
PRIME 20 SOCIETÀ	79,1	77,3	61,7	63,4	87,8	86,5
SOCIETÀ ATTIVE NELLA GESTIONE DEI PATRIMONI	66	69	143	149	50	48

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche.

1 Quote di mercato in valori percentuali.

2 Dati riferiti al 1° semestre di ogni anno.

TAV. aIII.13

ATTIVITÀ DI SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO

DISTRIBUZIONE DI VALORI MOBILIARI ATTRAVERSO I PROMOTORI FINANZIARI¹

TIPOLOGIA TITOLI	1994	1995 ²
TITOLI DI STATO	0,6	1,0
TITOLI OBBLIGAZIONARI	6,4	7,9
AZIONI E QUOTE	0,3	0,4
QUOTE DI OICVM	80,0	75,6
ALTRI VALORI MOBILIARI	12,7	15,1
TOTALE	100	100

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche.

1 Valori in percentuale.

2 Dati riferiti al 1° semestre.

TAV. aIII.14

ATTIVITÀ DI SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO

CONCENTRAZIONE DEL MERCATO¹

	1° SEM. 1994	1° SEM. 1995
PRIME 3 SIM	57,2	46,4
PRIME 5 SIM	72,2	64,0
PRIME 10 SIM	88,1	84,9
PRIME 20 SIM	96,5	94,2
SIM ATTIVE NELLA SOLLECITAZIONE	60	60

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche.

¹ Quote di mercato in valori percentuali, misurate sul totale dei valori mobiliari distribuiti.

TAV. aIII.15

INTERMEDIARI AUTORIZZATI

SOGGETTI	1993	1994	1995
SIM	267	238	235
FIDUCIARIE	59	51	49
BANCHE	934	937	918

Fonte: Per le Sim e le fiduciarie, albo tenuto dalla Consob; per le banche, comunicazioni della Banca d'Italia.

TAV. aIII.16

**ALBO SIM - ISTANZE PRESENTATE
E DELIBERE ADOTTATE**

	1993	1994	1995
ISTANZE	98	88	82 ¹
ESTENSIONI	38	30	19
REVOCHE	16	16	12
CANCELLAZIONI	34	41	23
ISCRIZIONI	16	12	20

**SOCIETÀ FIDUCIARIE - ISTANZE PRESENTATE
E DELIBERE ADOTTATE**

	1993	1994	1995
ISTANZE	15	5	--
CANCELLAZIONI ²	15	8	2
ISCRIZIONI	3	--	--

1 Cinquantanove istanze sono state presentate e deliberate nel corso del 1995; ventisette istanze sono state presentate nel 1995 e sono tuttora in corso di cui: sei di estensione di attività, sei di revoca di attività, dieci di cancellazione dall'albo Sim, una di iscrizione all'albo Sim, due di apertura di sede secondaria (non ricomprese nelle voci presenti nella tabella), due di modifica di denominazione sociale (non ricomprese nelle voci presenti nella tabella).

2 Sono compresi i provvedimenti adottati dal Ministero del tesoro; rispettivamente tre nel 1993 e tre nel 1994.

TAV. aIII.17

INTERMEDIARI ISCRITTI PER ATTIVITÀ AUTORIZZATA

	SIM			FIDUCIARIE			BANCHE		
	1993	1994	1995	1993	1994	1995	1993	1994	1995
NEGOZIAZIONE	152	137	133	--	--	--	798	799	778
COLLOCAMENTO	134	131	125	--	--	--	742	746	729
GESTIONE	120	111	112	59	51	49	159	166	179
RACCOLTA	205	189	189	--	--	--	922	926	904
CONSULENZA	152	147	149	--	--	--	180	181	183
SOLLECITAZIONE	144	125	132	--	--	--	40	43	59

Fonte: Per le Sim e le fiduciarie, albo tenuto dalla Consob; per le banche, comunicazioni della Banca d'Italia.
Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. aIII.18

AGENTI DI CAMBIO ISCRITTI NEI RUOLI

	1994	1995
RUOLO UNICO NAZIONALE	78	66
RUOLO SPECIALE	74	67
TOTALE	152	133

TAV. *al* III.19**DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DELLE SIM¹**

REGIONI	1993	1994	1995
EMILIA ROMAGNA	14	11	8
FRIULI VENEZIA GIULIA	1	--	--
LIGURIA	4	4	4
LOMBARDIA	165	155	159
PIEMONTE	17	13	15
TRENTINO ALTO ADIGE	2	2	2
VALLE D'AOSTA	--	--	--
VENETO	9	6	7
<i>TOTALE NORD</i>	212	191	195
ABRUZZO	--	--	--
LAZIO	32	25	22
MARCHE	--	--	--
TOSCANA	11	12	10
UMBRIA	--	--	1
<i>TOTALE CENTRO</i>	43	37	33
BASILICATA	--	--	--
CALABRIA	1	--	--
CAMPANIA	8	7	6
MOLISE	--	--	--
PUGLIA	1	1	--
SARDEGNA	--	--	--
SICILIA	2	2	1
<i>TOTALE SUD</i>	12	10	7

¹ I dati sono riferiti alla sede legale

TAV. aIII.20

**DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DELLE
SOCIETÀ FIDUCIARIE¹**

REGIONI	1993	1994	1995
EMILIA ROMAGNA	6	5	4
FRIULI VENEZIA GIULIA	--	--	--
LIGURIA	--	--	--
LOMBARDIA	38	32	30
PIEMONTE	3	2	3
TRENTINO ALTO ADIGE	--	--	--
VALLE D'AOSTA	--	--	--
VENETO	1	1	1
<i>TOTALE NORD</i>	48	40	38
ABRUZZO	--	--	--
LAZIO	5	5	5
MARCHE	--	--	--
TOSCANA	6	6	6
UMBRIA	--	--	--
<i>TOTALE CENTRO</i>	11	11	11
BASILICATA	--	--	--
CALABRIA	--	--	--
CAMPANIA	--	--	--
MOLISE	--	--	--
PUGLIA	--	--	--
SARDEGNA	--	--	--
SICILIA	--	--	--
<i>TOTALE SUD</i>	--	--	--

¹ I dati sono riferiti alla sede legale.

TAV. aIII.21

**RIPARTIZIONE DELLE SIM SECONDO LA TIPOLOGIA
DELL'AZIONISTA DI CONTROLLO¹**

	ISCRITTE ALL'ALBO	INGRESSI		USCITE		ISCRITTE ALL'ALBO	
	1993	1994	1995	1994	1995	1994	1995
GRUPPI BANCARI							
- ITALIANI	55	--	15	16	--	39	54
- ESTERI	27	--	4	17	--	10	14
GRUPPI ASSICURATIVI							
- ITALIANI	17	--	3	10	--	7	10
- ESTERI	7	3	--	--	3	10	7
ALTRE SOCIETÀ²							
- DI DIRITTO ITALIANO	82	--	--	2	34	80	46
- DI DIRITTO ESTERO	--	25	1	--	--	25	26
AGENTI DI CAMBIO³	16	--	--	4	5	12	7
PERSONE FISICHE E SOCIETÀ DI PERSONE	63	--	3	8	--	55	58
INDIPENDENTI	--	--	13	--	--	--	13
TOTALE	267	28	39	57	42	238	235

Si veda la sezione Note metodologiche.

1 Nelle voci «Ingressi» e «Uscite» sono da intendersi ricompresi i dati relativi alle cancellazioni e alle iscrizioni all'albo delle Sim nonché le variazioni intervenute nell'assetto proprietario delle società attualmente iscritte.

2 Società di natura finanziaria e industriale diverse da banche e assicurazioni.

3 Compresi i soggetti dimessi dal ruolo speciale.

TAV. aIII.22

**RIPARTIZIONE DELLE SOCIETÀ FIDUCIARIE SECONDO
LA TIPOLOGIA DELL'AZIONISTA DI CONTROLLO¹**

VOCI	ISCRITTE ALL'ALBO	INGRESSI		USCITE		ISCRITTE ALL'ALBO	
	1993	1994	1995	1994	1995	1994	1995
GRUPPI BANCARI							
- ITALIANI	17	--	1	--	--	17	18
- ESTERI	3	--	3	2	--	1	4
GRUPPI ASSICURATIVI							
- ITALIANI	1	--	1	--	--	1	2
- ESTERI	4	--	--	--	2	4	2
ALTRE SOCIETÀ²							
- DI DIRITTO ITALIANO	14	--	--	1	2	13	11
- DI DIRITTO ESTERO	3	--	--	--	1	3	2
AGENTI DI CAMBIO³	1	--	--	--	1	1	--
PERSONE FISICHE E SOCIETÀ DI PERSONE	13	--	--	4	5	9	4
INDIPENDENTI	3	--	4	1	--	2	6
TOTALE	71	--	9	8	11	51	49

Si veda la sezione Note metodologiche.

1 Nelle voci «Ingressi» e «Uscite» sono da intendersi ricompresi i dati relativi alle cancellazioni e alle iscrizioni alla sezione speciale dell'albo delle Sim nonché le variazioni intervenute nell'assetto proprietario delle società attualmente iscritte.

2 Società di natura finanziaria e industriale diverse da banche e assicurazioni.

3 Compresi i soggetti dimessi dal ruolo speciale.

TAV. aIV.1

I RICORSI CONTRO I PROVVEDIMENTI DELLA CONSOB E DEL
MINISTRO DEL TESORO SU PROPOSTA DELLA CONSOB NEL 1995

TIPOLOGIA RICORRENTI	NUMERO	OGGETTO ATTO	ESITO	
			(A) RICORSO AL TAR	(B) APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
PROMOTORI	17	CANCELLAZIONE ALBO	2 RESPINTO ¹ 3 RESPINTA SOSPENSIVA ² 3 ACCOLTA SOSPENSIVA 9 IN CORSO	1 ACCOLTO APPELLO CONSOB ³
PROMOTORI	4	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	3 RESPINTA SOSPENSIVA 1 IN CORSO	
SIM	9	SOSPENSIONE ATTIVITÀ E COMMISSARIAMENTO	1 RESPINTO 4 RESPINTA SOSPENSIVA 3 ACCOLTA SOSPENSIVA 1 IN CORSO	1 ACCOLTO APPELLO RICORRENTE 1 IN CORSO APPELLO CONSOB
AZIONISTI SIM	2	CANCELLAZIONE SIM E COMMISSARIAMENTO	2 RESPINTA SOSPENSIVA	
SOCIETÀ DI REVISIONE	1	INTIMAZIONE A NON AVVALERSI DI SOCIO	1 RESPINTO	
SOCI SOCIETÀ REVISIONE	2	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	1 RESPINTO 1 RESPINTA SOSPENSIVA	
SOCIETÀ FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SIM	1	SOSPENSIONE ATTIVITÀ E COMMISSARIAMENTO	1 RESPINTA SOSPENSIVA	
S.P.A. E S.R.L.	4	SOSPENSIONE ABUSIVA SOLLECITAZIONE	2 RESPINTA SOSPENSIVA 2 IN CORSO	
S.P.A. E S.R.L.	2	NULLA OSTA OPA	2 RESPINTA SOSPENSIVA	
SOCIETÀ QUOTATA ⁴	2	OBBLIGO OPA SUCCESSIVA	1 ACCOLTA SOSPENSIVA 1 RESPINTA SOSPENSIVA	1 ACCOLTO APPELLO CONSOB
COMMERCIALISTI ⁴	1	REGOLAMENTO MERCATI LOCALI	1 RESPINTO	
AGENTI DI CAMBIO ⁴	1	REGOLAMENTO FUTURES CONTRATTO FIB30	1 IN CORSO	
TOTALE	46			

Si veda la sezione Note metodologiche.

- 1 Indica i procedimenti definitivamente conclusi.
- 2 Si tratta dell'ordinanza preliminare di sospensione degli effetti del provvedimento impugnato fino a quando il ricorso non è stato deciso definitivamente nel merito.
- 3 Il giudizio è ancora in corso in quanto non ancora deciso dal Tar definitivamente nel merito; il Consiglio di Stato ha accolto il ricorso della Consob contro l'ordinanza di sospensione.
- 4 Ricorsi promossi nell'anno 1994.

Tav. aIV.2

I RECLAMI AL PRETORE CONTRO LE SANZIONI PECUNIARIE NEL 1995¹

TIPOLOGIA RICORRENTI	NUMERO	TIPOLOGIA INFRAZIONE ²	ESITO
SIM	6	ART. 5, CO. 1 E 2, LEGGE 1/91	1 RESPINTO 2 ACCOLTO 3 IN CORSO
PROMOTORI	8 ³	ART. 5, CO. 8 LETT. F) E G), LEGGE 1/91	5 RESPINTO 2 ACCOLTO PARZIALMENTE (RIDUZIONE SANZIONE) 1 IN CORSO
AGENTI DI CAMBIO	1	ART. 11, CO. 12, LEGGE 1/91	1 IN CORSO
SIM	5 ⁴	ART. 13, CO. 3, LEGGE 1/91	5 IN CORSO
TOTALE	20		

1 Art. 22, legge 689/81.

2 Norme violate:

Legge 1/91

ART. 5, CO. 1 E 2: obbliga le Sim ad avvalersi, nell'offerta dei propri servizi fuori dalla propria sede sociale o dalle sedi secondarie, di promotori finanziari iscritti all'albo unico nazionale.

ART. 5, CO. 8 LETT. F) E G): obbliga i promotori finanziari a rispettare le regole di presentazione e comportamento e prevede la sanzione amministrativa pecuniaria in caso di violazione di detto obbligo.

ART. 11, CO. 12: prevede la sanzione pecuniaria da parte del Ministro del tesoro da un quarto all'intero valore dell'operazione in caso di violazione delle disposizioni relative all'obbligo di concentrazione in borsa.

ART. 13, CO. 3: prevede in caso di accertata irregolarità o di accertata violazione di legge e di regolamento la sanzione amministrativa pecuniaria ovvero la sospensione temporanea dall'attività.

3 Si tratta di reclami contro provvedimenti irrogati nel 1994.

4 Di cui 3 reclami relativi a provvedimenti irrogati nel 1994.

Tav. aIV.3

LE AZIONI CONTRO LA CONSOB PER IL RISARCIMENTO
DEI DANNI NEL 1995

TIPOLOGIA ATTORE	NUMERO	MOTIVI	ESITO
CLIENTE SIM	3	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
CLIENTE FIDUCIARIA	1	"	IN CORSO
AZIONISTA SOCIETÀ QUOTATA	1	"	IN CORSO

TAV. aIV.4

DENUNCE DELLA CONSOB ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA PENALE

TIPO DI SOGGETTO	NUMERO		NORMA VIOLATA ¹	FONTE DELL'IPOTESI DI REATO (SI RIFERISCE AL 1995)
	1994	1995		
LEGGE 216/74				
SOCIETÀ QUOTATA	2	2	ART. 1/4	VIGILANZA ORDINARIA
SOCIETÀ FINANZIARIA EX ART. 19	66	16	"	"
PERSONA FISICA	15	3	ART. 1/5	"
ENTE CREDITIZIO	--	1	"	"
SOCIETÀ QUOTATA	21	14	"	"
SOCIETÀ DI DIRITTO ESTERO	1	10	"	"
S.P.A. E S.R.L.	10	6	"	"
PERSONA FISICA	1	2	ART. 1/5 BIS	"
SOCIETÀ QUOTATA	1	3	"	"
SOCIETÀ PER AZIONI (NON QUOTATA)	3	2	"	"
SOCIETÀ DI DIRITTO ESTERO	3	1	"	"
PERSONA FISICA	131	7	ART. 1/17	"
SOCIETÀ PER AZIONI (NON QUOTATA)	1	1	ART. 1/18 QUINQUES	"
ENTE CREDITIZIO	--	1	"	"
D.P.R. 136/75				
SOCIETÀ DI REVISIONE	2	3	ART. 14	ISPEZIONE
LEGGE 77/83				
FIDUCIARIA NON ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	--	1	ART. 10, CO. 6	ISPEZIONE
SOCIETÀ DI DIRITTO ESTERO	--	1	ART. 10 QUATER	VIGILANZA ORDINARIA
SIM	3	1	"	ISPEZIONE
ENTE CREDITIZIO	--	1	"	"
FIDUCIARIA NON ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	--	2	"	"
SICAV	2	1	"	"
LEGGE 1/91				
PERSONA FISICA	--	6	ART. 2, CO. 1	VIGILANZA ORDINARIA
SIM	--	1	ART. 4, CO. 4	ISPEZIONE
PERSONA FISICA	7	8	ART. 5, ULT. CO.	ISPEZIONE / VIGILANZA ORDINARIA
PROMOTORE	3	12	ART. 14	ISPEZIONE / VIGILANZA ORDINARIA
SIM	2	10	"	ISPEZIONE

**TAV. AIV.4
(SEGUE)**

TIPO DI SOGGETTO	NUMERO		NORMA VIOLATA ¹	FONTE DELL'IPOTESI DI REATO (SI RIFERISCE AL 1995)
	1994	1995		
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	1	2	"	"
FIDUCIARIA NON ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	--	2	"	"
SOCIETÀ PER AZIONI	2	1	"	VIGILANZA ORDINARIA
AGENTI DI CAMBIO	--	3	"	ISPEZIONE
ENTE CREDITIZIO	--	1	"	VIGILANZA ORDINARIA
LEGGE 157/91				
AMMINISTRATORE DELLA SOCIETÀ	--	1	ART. 2, CO. 3	VIGILANZA ORDINARIA
LEGGE 197/91				
SIM	--	4	ART. 2, CO. 1, 7 E 8	ISPEZIONE
SIM	--	1	ART. 2, CO. 2 E 7	"
AGENTI DI CAMBIO	--	1	"	"
D.L. 86/92				
SIM	--	2	ART. 5	ISPEZIONE
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	--	1	"	"
CODICE CIVILE				
SIM	1	4	ART. 2358, CO. 1	ISPEZIONE
SOCIETÀ QUOTATA	--	1	ART. 2621, CO. 1, N. 1	VIGILANZA ORDINARIA
SOCIETÀ PER AZIONI	--	2	"	"
SIM	--	2	ART. 2621, CO. 1 E ART. 2623, N. 3	ISPEZIONE
SIM	--	1	ART. 2624	"
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	--	2	"	"
CODICE PENALE				
PROMOTORE	--	1	ARTT. 453 E 458	ISPEZIONE
PROMOTORE	--	1	ART. 483	"
SIM	--	1	ART. 485 E 494	"
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	--	1	"	"
PROMOTORE	1	72	ART. 640 E 646	ISPEZIONE/ VIGILANZA ORDINARIA
SIM	3	3	"	ISPEZIONE

TAV. XIV, 4
(SEGUE)

TIPO DI SOGGETTO	NUMERO		NORMA VIOLATA ¹	FONTE DELL'IPOTESI DI REATO (SI RIFERISCE AL 1995)
	1994	1995		
LEGGE FALLIMENTARE				
AGENTI DI CAMBIO	--	1	ART. 216, CO. 1, N. 2	ISPEZIONE
PROMOTORE	--	1	ART. 216, CO. 1 N. 2 E 217, CO. 1, N. 4	"
SIM	--	2	"	"
TOTALE		284	230	

1 Norme violate:

Legge 216/74

ART. 1/4: violazione dell'obbligo di invio, nei termini previsti dalla norma, della documentazione concernente: il bilancio con le relazioni degli amministratori e del collegio sindacale; le proposte che comportano modificazione dell'atto costitutivo, emissioni di obbligazioni, fusione e scissione societaria insieme ad apposita relazione illustrativa degli amministratori, nonché le proposte di autorizzazione all'acquisto o all'alienazione di azioni proprie; il verbale dell'assemblea, le deliberazioni adottate, il bilancio approvato; la relazione semestrale e le eventuali deliberazioni di distribuzione di acconti sui dividendi.

ART. 1/5 E 1/5 BIS: omissione o ritardo superiore a trenta giorni nella comunicazione alla Consob delle partecipazioni rilevanti detenute in società con titoli quotati in borsa o ammesse alle negoziazioni al mercato ristretto, ovvero della successiva variazione rilevante.

ART. 1/17: le denunce indicate riguardano il comma 4 relativamente alla ritardata comunicazione, da parte degli amministratori, sindaci e direttori generali di società con azioni quotate in borsa, delle partecipazioni detenute direttamente o indirettamente nella società stessa, o in società da questa controllate; il comma 6 relativamente all'omessa o ritardata comunicazione dei compensi percepiti nell'anno solare precedente da parte di amministratori e sindaci o revisori di società con titoli quotati in borsa.

ART. 1/18 QUINQUIES: i casi denunciati riguardano la violazione delle disposizioni in materia di annunci pubblicitari relative ad riguardanti operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio.

D.p.r. 136/75

ART. 14: riguarda un'ipotesi di falsità nella certificazione del bilancio di società quotate a carico degli amministratori di una società di revisione.

Legge 77/83

ART. 10, CO. 6: sanziona penalmente lo svolgimento abusivo dell'attività di gestione di fondi comuni di investimento collettivo.

ART. 10 QUATER: riguarda l'attività di commercializzazione abusiva di quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari situati in altri paesi della Comunità assoggettati alle direttive n. 85/611 e n. 88/220.

Legge 1/91

ART. 2, CO. 1: riserva alle Sim e agli altri soggetti autorizzati previsti dalla legge 1/91 lo svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare di cui all'art. 1.

ART. 4, CO. 4: obbliga le Sim a comunicare alla Consob e alla Banca d'Italia le variazioni intervenute nella composizione dei propri organi sociali, le sostituzioni dei propri direttori generali e dei dirigenti muniti di rappresentanza; tale obbligo sorge anche a carico delle singole persone fisiche.

ART. 5, ULT. CO.: riguarda ipotesi di esercizio dell'attività di promotore di servizi finanziari da parte di soggetti non iscritti all'albo di cui al precedente comma 5.

ART. 14: concerne l'esercizio abusivo dell'attività di intermediazione mobiliare ovvero l'abuso della denominazione Sim.

Legge 157/91

ART. 2, CO. 3: vieta agli azionisti di controllo, agli amministratori, liquidatori, direttori generali, sindaci e revisori dei conti di compiere operazioni su valori mobiliari dopo la convocazione del consiglio di amministrazione o altro organo che debba deliberare in operazioni idonee ed influenzare sensibilmente il prezzo e prima che la delibera sia stata resa pubblica.

Legge 197/91 (Segue)

ART. 2, CO. 1, 2, 7 E 8: prevede gli obblighi di identificazione e di registrazione delle operazioni di importo superiore a 20 milioni o che sebbene frazionati superino complessivamente tale limite in quanto parti di un'unica operazione a carico dei dipendenti degli intermediari finanziari espressamente indicati.

D.L. 86/92

ART. 5: inizio commercializzazione O.I.C.V.M. esteri in Italia senza autorizzazione.

Codice civile

ART. 2621, CO. 1: concernente ipotesi di false comunicazioni sociali relative alle condizioni economiche della società.

ART. 2623, N. 3: riguarda la violazione di obblighi incombenti agli amministratori, i quali impediscono il contratto della gestione sociale da parte del collegio sindacale o, nei casi previsti dalla legge, da parte dei soci.

ART. 2624: concernente ipotesi di prestiti e garanzie contratti da amministratori, sindaci, direttori generali e liquidatori con le società che amministrano, o con una società che questa controlla o da cui è controllata.

ART. 2358, CO. 1: riguarda prestiti e garanzie fornite dalla società per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie.

Codice penale

ART. 453: falsificazione di titolo rappresentante valori di banca.

ART. 458: parificazione delle carte di pubblico credito alle monete.

ART. 483: falso ideologico.

ART. 485: falso in scrittura privata.

ART. 494: illegittima sostituzione di persona.

ART. 640: truffa

ART. 646: appropriazione indebita

Legge fallimentare

Art. 216, CO. 1, N. 2: bancarotta fraudolenta documentale.

Art. 217, CO. 1, N. 4: bancarotta semplice.

TAV. a IV.5

**COSTITUZIONE IN GIUDIZIO DELLA CONSOB NEI GIUDIZI PENALI
IN RAPPRESENTANZA DEGLI INTERESSI LESI NEL 1995**

NUMERO	REATO ¹	ESITO
1	ART. 2 DELLA LEGGE 197/91	IN CORSO
1	ART. 5 DELLA LEGGE 197/91	IN CORSO
1	ART. 14 DEL D.P.R. 136/75	PATTEGGIAMENTO

¹ Norme violate:

Legge 197/91

ART. 2: vieta l'acquisto o la vendita ovvero il compimento di altre operazioni su valori mobiliari qualora si posseggano informazioni riservate in ragione dell'esercizio di una funzione, professione o ufficio (*insider trading*).

Legge 197/91

ART. 5: vieta le divulgazioni di notizie false, esagerate o tendenziose ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari (manipolazione).

D.p.r. 136/75

ART. 14: punisce gli amministratori di società di revisione che attestino il falso nelle certificazioni dei bilanci o in altre relazioni, comunicazioni o dichiarazioni.

TAV. a VI.1

LA PIANTA ORGANICA

ANNI	DIPENDENTI DI RUOLO				DIPENDENTI A TEMPO DETERMINATO	TOTALE ORGANICO
	CARRIERA DIRETTIVA	CARRIERA OPERATIVA	CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	TOTALE		
1986	42	30	9	81	58	139
1987	60	35	11	106	70	176
1988	69	49	11	129	63	192
1989	76	57	15	148	65	213
1990	91	63	16	170	67	237
1991	88	67	16	171	72	243
1992	94	73	14	181	83	264
1993	134	72	16	222	96	318
1994	124	89	17	230	111	341
1995	125	119	16	260	118	378

TAV. a VI.2

LA PIANTA ORGANICA AL 31 DICEMBRE 1995

	POSTI COPERTI	POSTI VACANTI
CARRIERA DIRETTIVA	125	30
- SUPERIORE ¹	33	5
- INFERIORE ²	92	25
CARRIERA OPERATIVA ³	119	51
CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	16	9
CONTRATTISTI	118	7
TOTALE	378	97

1 Comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore.

2 Comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1°, Funzionario di 2°.

3 Comprende le qualifiche di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e Vice assistente.

TAV. aVI.3

**LA DISTRIBUZIONE DEL PERSONALE PER QUALIFICA¹
E PER UNITÀ ORGANIZZATIVA²**

	DIVISIONI								ALTRE UFFICI	TOTALE
	AFFARI CONTABILI	INFOR. SOCIETARIA	MERCATI	INTERME- DIARI	AFFARI LEGALI	STUDI ECON.	RISORSE	AFFARI GENERALI		
CARRIERA DIRET.	15	18	11	25	12	8	9	19	19	136
- SUPERIORE	1	4	2	5	4	1	1	8	11	37
- INFERIORE	14	14	9	20	8	7	8	11	8	99
CARRIERA OPERATIVA	15	12	14	54	13	7	46	40	19	220
CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	--	--	--	4	--	--	--	18	--	22
TOTALE	30	30	25	83	25	15	55	77	38	378

1 I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. Per le qualifiche si vedano le note alla tavola aVI.2.

2 Situazione al 1° febbraio 1996.

3 Comprendono gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni ed il personale distaccato presso altre amministrazioni.

TAV. aVI.4

**RICHIESTE DI DOCUMENTAZIONE ED INFORMAZIONI
SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB**

	1994	1995
SOGGETTI		
- PRIVATI	179	315
- INVESTITORI ISTITUZIONALI E OPERATORI	326	683
TOTALE	505	998
OGGETTO DELLA RICHIESTA		
- DELIBERE, COMUNICAZIONI, PROSPETTI, ECC.	290	442
- TESTI INTEGRATI DI LEGGI E REGOLAMENTI	105	325
- RICHIESTA DATI E INFORMAZIONI	96	208
- ALTRO	14	23
TOTALE	505	998

TAV. a VI.5

DATI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

	1994	1995
RIUNIONI DELLA COMMISSIONE	187	220
AUDIZIONI A LIVELLO COMMISSIONE	10	8
PROVVEDIMENTI URGENTI DEL PRESIDENTE	129	88
DELIBERE DELLA COMMISSIONE ARTICOLANTESI IN PREMESSE E DISPOSITIVO (ISCRIZIONI, CANCELLAZIONI DA ALBI, AMMISSIONI, REVOCHE DALLA QUOTAZIONE, ECC.)	1296	742
COMUNICAZIONI ESPLICATIVE DI CARATTERE GENERALE	30	43
RISPOSTE A SPECIFICI QUESITI CIRCA L'INTERPRETAZIONE DI NORME DI LEGGE O DI REGOLAMENTO	216	110
RILASCIO DI NULLA OSTA ALLA PUBBLICAZIONE DEI PROSPETTI INFORMATIVI	363	414
RICHIESTE DI DIVULGAZIONE DI INFORMAZIONI AI SENSI DELLA LEGGE 216/74 E/O DEL REGOLAMENTO INSIDER	162	83
APPROVAZIONI DI INCARICHI DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE DEL BILANCIO	170	252
DELIBERAZIONI COMPLESSIVAMENTE ASSUNTE NEL PERIODO	3300	2700

1 Di cui 22 relativi a offerte pubbliche di acquisto e/o sottoscrizione per il 1994 e 23 per il 1995.

NOTE METODOLOGICHE

PAGINA BIANCA

NOTE METODOLOGICHE

Segni convenzionali:

- rilevazione quantitativa nulla;
- fenomeno non esistente;
- fenomeno esistente ma dati non noti;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

LE SOCIETÀ QUOTATE

Tavv. I.1 e al.1

Per Opa preventiva si intende un'offerta pubblica di acquisto effettuata da chiunque intenda acquisire il controllo o la quota di maggioranza relativa di una società quotata, su un ammontare di titoli sufficiente a raggiungere tale scopo.

Per Opa incrementale si intende un'offerta pubblica di acquisto effettuata da chiunque possenga una quota pari alla metà della quota di controllo o di maggioranza relativa di una società quotata, per acquistare ulteriori quote significative.

Per Opa successiva si intende un'offerta pubblica di acquisto effettuata da chiunque abbia ottenuto il controllo o la maggioranza relativa di una società quotata, anche tramite acquisti effettuati al di fuori della borsa, per un quantitativo di titoli non inferiore a quello acquistato.

Per Opa residuale si intende un'offerta pubblica di acquisto che riguarda titoli con flottante inferiore al 10 per cento o al minor limite stabilito dalla Consob.

Tavv. al.3-al.6

Le elaborazioni sono state effettuate sulla base delle informazioni ricavabili da due tipi di comunicazioni trasmesse alla Consob: i *prospetti informativi* per le operazioni di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione di valori mobiliari e configurabili quindi come sollecitazione del pubblico risparmio (la cui redazione è attualmente regolamentata dalla delibera n. 6430 del 26 agosto 1992 e successive modificazioni ed integrazioni). I *documenti informativi* concernenti le emissioni di azioni quotate o di obbligazioni convertibili offerte in opzione agli azionisti (prescritti dal Regolamento n. 5553/91 in attuazione delle norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari).

Le informazioni ricavabili da tali comunicazioni non esauriscono tutte le emissioni di valori mobiliari. Infatti, le disposizioni sopra menzionate non si applicano nei casi di valori mobiliari emessi o garantiti dallo Stato e dei titoli emessi dalle aziende e istituti di credito nell'attività di raccolta del risparmio per l'esercizio del credito. Inoltre, la pubblicazione del prospetto informativo, come accennato, è richiesta nell'ambito della sollecitazione del pubblico risparmio, escludendo quindi le emissioni di valori mobiliari non offerti al pubblico (quali, ad esempio, le offerte rivolte ai soli investitori professionali o quelle riservate in via esclusiva ai dipendenti del soggetto emittente, purchè sia predeterminato il quantitativo da assegnare a ciascuno di essi).

Inoltre, le informazioni di cui sopra descrivono le operazioni programmate di collocamento di titoli e rappresentano, conseguentemente, una situazione *ex-ante* che può non coincidere con l'esito delle operazioni medesime. La natura *ex-ante* delle informazioni disponibili si riflette anche sulla classificazione temporale delle operazioni di collocamento, effettuata in funzione della data di presentazione del prospetto piuttosto che dell'effettivo svolgimento dell'operazione.

Al riguardo, si segnala che in alcuni casi non è ricavabile dal prospetto il controvalore dell'operazione di collocamento, quando il soggetto offerente si riserva di comunicare l'entità del sovrapprezzo, e quindi il prezzo di sottoscrizione, successivamente alla redazione del prospetto informativo. In tali casi il controvalore dell'operazione è stato inserito sulla base delle successive comunicazioni.

Infine, si rappresenta che le elaborazioni hanno riguardato esclusivamente titoli quotati in borsa oppure per i quali è stata richiesta l'ammissione a quotazione al momento della presentazione del prospetto.

Tavv. aI.9-aI.10

Le informazioni sono ricavabili dalle comunicazioni di cui all'art. 10, comma 4, della legge 149/92, come modificato dall'art. 7 della legge 474/94, in base al quale qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, deve essere comunicato, a pena di inefficacia, alla Consob, entro cinque giorni dalla data di stipulazione.

Per patti di blocco si intendono accordi che comportano limitazioni al compimento di atti negoziali relativi alle azioni. Per patti di consultazione si intendono accordi finalizzati a dare unicità di indirizzo alla gestione sociale. Per patti di voto si intendono impegni relativi all'esercizio del diritto di voto.

Tav. aI.11

Dati parzialmente stimati. I dati relativi ai possessori dei fondi comuni sono pubblici, quelli relativi alle gestioni patrimoniali sono di fonte Consob. I dati relativi ai possessori delle assicurazioni sono di fonte Isvap per il 1994 ed una stima Consob per il 1995. I dati relativi ai possessori delle banche sono di fonte Banca d'Italia e si riferiscono al settembre 1995. Gli altri dati Consob sono elaborati sulla base dei dati Consob derivanti dalle comunicazioni di cui all'art. 5 della legge 216/74.

Tavv. aI.12-aI.13

Si tratta degli obblighi informativi di cui all'art. 5 della legge 216/74, in base al quale tutti coloro che partecipano in una società con azioni quotate in borsa, o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto, in misura superiore al 2 per cento del capitale di questa, nonché le società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto o in una società a responsabilità limitata in misura superiore al 10 per cento del capitale di questa, devono darne comunicazione scritta alla società stessa ed alla Consob entro quarantotto ore dall'operazione a seguito della quale la partecipazione ha superato detto limite percentuale. Le successive variazioni della partecipazione devono essere comunicate entro trenta giorni da quello in cui la misura dell'aumento o della diminuzione ha superato la metà della percentuale stessa o la partecipazione si è ridotta entro il limite percentuale. Ai fini del calcolo della percentuale di cui sopra, per capitale della società si intende quello sottoscritto rappresentato da azioni o quote con diritto di voto.

Si rappresenta che non sono computate le banche popolari quotate in borsa e negoziate nel mercato ristretto per le quali vige il limite al possesso azionario del 2 per cento. Non sono inoltre computate le società estere quotate in borsa per le quali non si applicano gli obblighi di cui all'art. 5.

Il flottante è calcolato escludendo le partecipazioni azionarie di controllo e quelle vincolate da patti di sindacato; qualora queste non siano individuate, non si tiene conto delle partecipazioni superiori al 2 per cento. Infine, non si tiene conto in ogni caso delle partecipazioni superiori al 10 per cento. Il flottante medio è la media non ponderata dei valori relativi alle società considerate.

Tav. aI.14

- Legge 216/74

Art. 1/5 *quinquies*: la sanzione riguarda la ritardata comunicazione delle partecipazioni rilevanti detenute in società con titoli quotati in borsa o ammesse alle negoziazioni al mercato ristretto, ovvero della successiva variazione rilevante.

Art. 1/17: le sanzioni riguardano rispettivamente i commi 1 e 4, relativamente al ritardo nella

comunicazione, da parte degli amministratori, sindaci e direttori generali di società con azioni quotate in borsa, delle partecipazioni detenute direttamente o indirettamente nella società stessa, o in società da questa controllate; il comma 6, relativamente al ritardo nella comunicazione dei compensi percepiti nell'anno solare precedente, da parte di amministratori e sindaci o revisori di società con titoli quotati in borsa.

Le suddette sanzioni pecuniarie amministrative sono state introdotte dalla legge di depenalizzazione 28 dicembre 1993, n. 561, limitatamente ai fatti di tardiva comunicazione, non superiore ai trenta giorni, e consistono nell'ammenda da lire 1 milione a lire 20 milioni.

Art. 1/18: la sanzione, dell'ammenda da un quarto alla metà del valore dell'operazione, riguarda il compimento di attività di sollecitazione del pubblico risparmio in violazione delle norme prescritte (comunicazione preventiva, prospetto informativo).

Tav. aI.20

- Tipologia delle riserve

Il giudizio con eccezioni pone in evidenza che nel bilancio sottoposto a certificazione sono state accertate delle deviazioni o errori di applicazione dei trattamenti contabili previsti dal Codice civile integrato ed interpretato dai principi contabili.

Il giudizio con *scope limitation* pone in evidenza che il revisore ha incontrato impedimenti nello svolgimento delle procedure di revisione o nell'acquisizione di sufficienti elementi probativi.

Il giudizio con richiami ad incertezze pone in evidenza che sul bilancio sottoposto ad esame gravano delle incertezze atte ad influenzare il bilancio, connesse con azioni o eventi futuri al di fuori del controllo degli amministratori.

Il giudizio *going concern* pone in evidenza che sul bilancio sottoposto ad esame, pur permanendo aree di incertezza sulla continuità aziendale, le azioni intraprese dalla società per superare le difficoltà si basano su ragionevoli presupposti.

- Motivi che impediscono il rilascio della certificazione

L'impossibilità ad esprimere un giudizio pone in evidenza che sul bilancio sottoposto ad esame il revisore non dispone di adeguati e convincenti elementi che lascino ragionevolmente supporre la capacità dell'impresa di fronteggiare l'evento futuro incerto.

Il giudizio avverso viene espresso quando il revisore valuta che la rilevanza degli effetti di uno o più dei rilievi riscontrati rende inattendibile il bilancio nel suo complesso.

L'impossibilità ad esprimere un giudizio per gravi limitazioni relative al procedimento di revisione si ha nel caso in cui sussistano limitazioni tali da far mancare elementi indispensabili per un giudizio sul bilancio.

Tav. aI.21

I gruppo: società con più di 300.000 ore prestate, per un totale di 6 società (Reconta Ernest & Young S.p.a., Arthur Andersen & Co. S.p.a., Coopers & Lybrand S.p.a., KPMG S.p.a., Price Waterhouse S.a.s. e Deloitte & Touche S.n.c.).

II gruppo: società con un numero di ore prestate compreso tra 25.000 e 300.000, per un totale di n. 8 società (Ria & Mazars Sas, Consulaudit Spa, Italaudit S.p.A., Hodgson Landau Brands S.a.s., (dall'1.12.1995 ha assunto la denominazione sociale di Grant Thornton Italia S.p.a.) Sala Scelsi Farina BDO S.a.s., Horwath & Horwath Italia S.a.s., CZ Revisione S.r.l. e Bompani Audit S.a.s.).

III gruppo: società con meno di 25.000 ore prestate per un totale di 11 società (Guerard Viala S.a.s., S.E.R.C.A. S.a.s., Revisa S.a.s., Ifirevi S.a.s., Società Generale di Revisione e Certificazione S.a.s., Axis S.a.s., Sofiresa S.a.s., G Revisioni S.a.s., Moore Stephens & Co. S.a.s., Audirevi S.a.s. e Euro Revisione S.a.s.).

Il numero degli incarichi si riferisce a quelli di natura legale attualmente in corso di svolgimento e già approvati dalla Consob.

Gli incarichi legali si riferiscono a società quotate, società i cui titoli sono negoziati al mercato ristretto, Sim, Monte titoli Spa, soggetti di cui all'art. 18^{quater} e società editoriali.

Gli incarichi relativi alle società con azioni quotate in borsa non comprendono i lavori sul bilancio consolidato e su quelli delle società controllate.

Il fatturato si riferisce ai dati di bilancio al 31.12.94

I MERCATI

Tav. aII.1

I dati si riferiscono alla sola borsa valori di Milano sino al 1993, al sistema telematico dal 1994 e non comprendono warrant e obbligazioni convertibili.

Per *turnover* si intende il rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media.

Tav. aII.4

Per *turnover* si intende il rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media.

Si segnala che nel corso del 1994 tutte le contrattazioni effettuate sul mercato ristretto sono passate sul circuito telematico.

Tav. aII.5

L'art. 5 della delibera 5553/91 concerne gli obblighi informativi degli emittenti nei confronti del pubblico riguardanti eventi rilevanti e idonei, se resi pubblici, ad influenzare sensibilmente il prezzo dei rispettivi valori mobiliari quotati.

La sanzione erogata è un richiamo ai sensi dell'art. 7 della legge 157/91.

Tav. aII.6

L'art. 15 della delibera 5553/91 concerne modalità, termini e condizioni di divulgazione delle statistiche e degli studi predisposti dagli emittenti valori mobiliari quotati, dagli intermediari autorizzati, dai soggetti appartenenti ad un gruppo a cui appartengono emittenti valori mobiliari o intermediari autorizzati, nonché da soggetti da questi incaricati.

GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Tav. III.3

Il ROA è calcolato come rapporto fra i ricavi complessivi, al netto di quelli derivanti dalla gestione del portafoglio titoli di proprietà, e il totale dell'attivo, diminuito del valore di bilancio del portafoglio stesso. I quartili sono costruiti ordinando gli intermediari in senso decrescente, sulla base dei ricavi complessivi. Per ogni quartile è stata calcolata la media semplice dei ROA dei singoli intermediari.

Tavv. aIII.7-aIII.14

Elaborazioni effettuate sulla base delle informazioni statistiche inviate dagli intermediari ai sensi dell'art. 57 del Regolamento della Banca d'Italia del 2 luglio 1991. Al riguardo, si precisa che alcune segnalazioni statistiche non sono state incluse nell'analisi essendosi rese necessarie per le stesse ulteriori verifiche dirette a valutarne l'attendibilità.

Tavv. aIII.17

Per attività di negoziazione, collocamento, gestione, raccolta, consulenza e sollecitazione si intendono le attività di cui all'art. 1, comma 1 della legge 1/91.

Tavv. aIII.21-aIII.22

Per indipendenti si intendono le società per le quali non sono individuabili soggetti controllanti.

Tav. aIII.23

I dati concernenti il numero dei dipendenti delle Sim e delle società fiduciarie sono ricavabili dalle informazioni contenute nella relazione sulla struttura organizzativa e sull'assetto contabile adottati, inviate alla Banca d'Italia ed alla Consob ai sensi dell'art. 17 del Regolamento Banca d'Italia del 2 luglio 1991.