



**CONSOB**

*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*

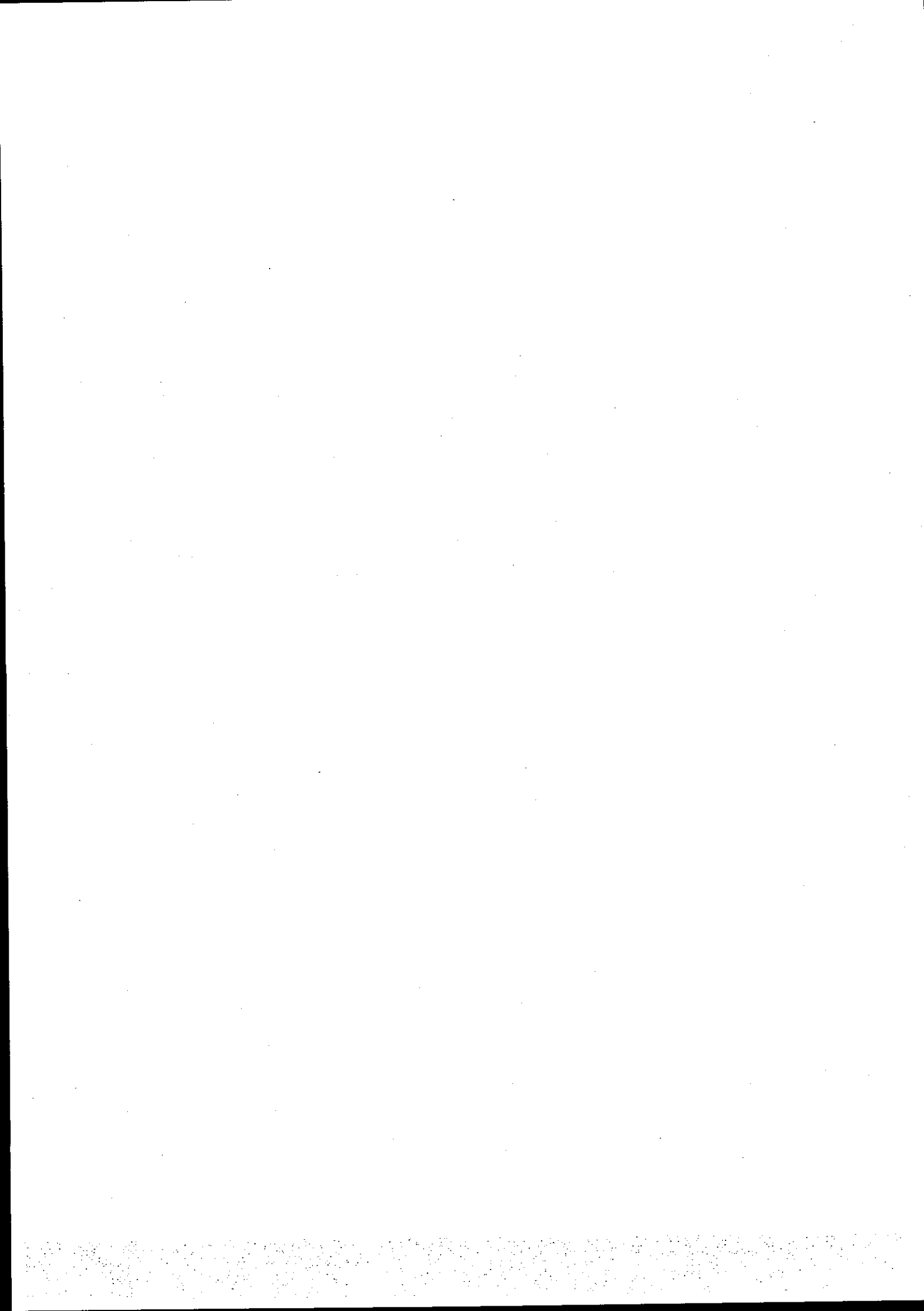
**RELAZIONE  
PER L'ANNO  
1988**

*Roma 1989*

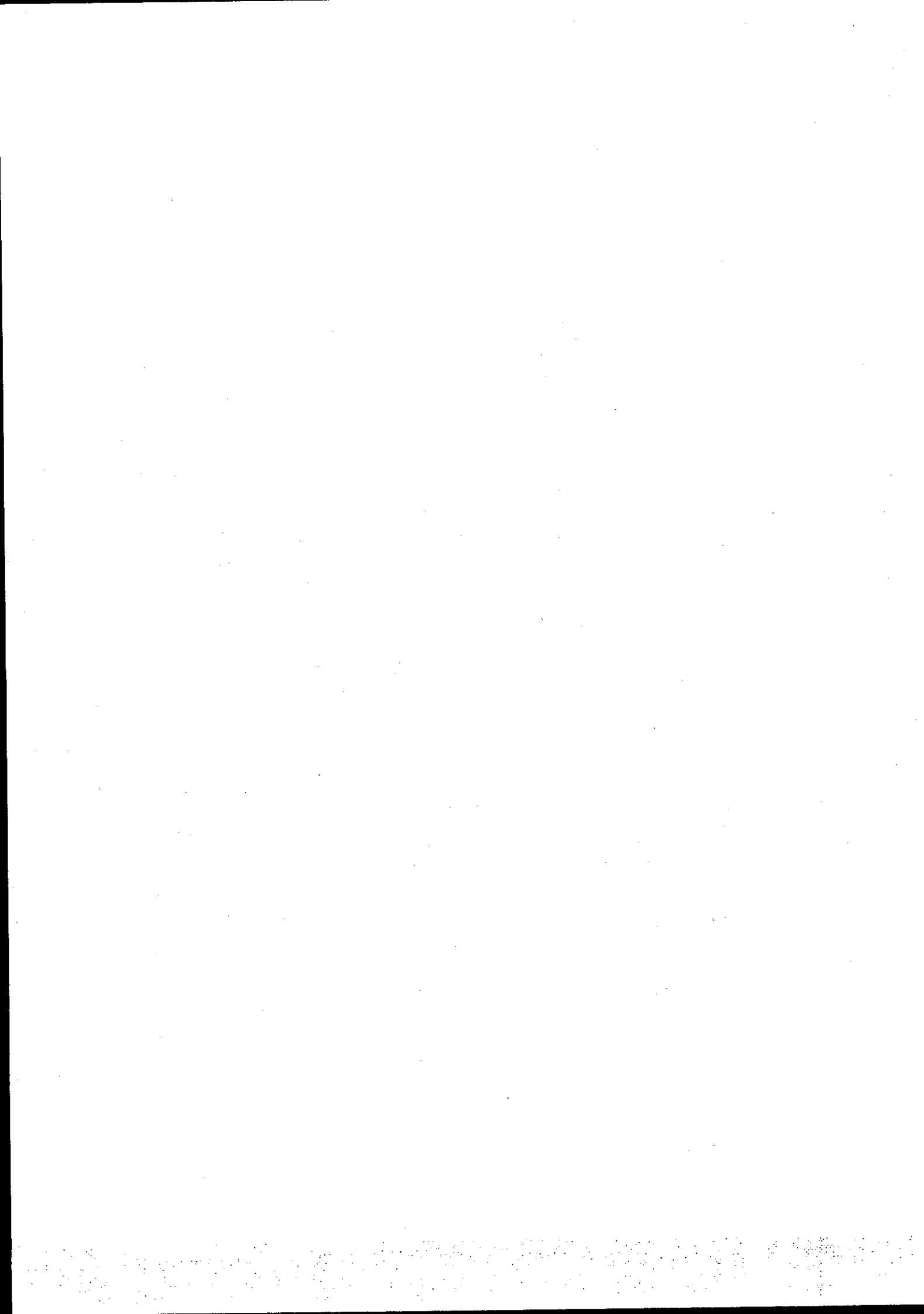
**RELAZIONE  
PER L'ANNO 1988**

## S O M M A R I O

— Le questioni in corso e le linee di indirizzo della Commissione ....	Pag.	7
— L'attività svolta nell'anno 1988 .....	»	57
— Allegati (tavole e grafici) .....	»	183
— Indice .....	»	313



**LE QUESTIONI IN CORSO  
E  
LE LINEE DI INDIRIZZO DELLA COMMISSIONE**



## 1. Evoluzione del quadro normativo

Il 1988 e, presumibilmente, il 1989 si caratterizzano come anni di elaborazione del quadro istituzionale cui il mercato finanziario nazionale ed europeo dovranno fare riferimento per il periodo che ci separa dalla fine del millennio.

Si tratta quindi di scelte decisive, in special modo per quanto riguarda il nostro Paese. Se infatti il processo normativo che si sviluppa a livello comunitario mira essenzialmente a porre regole minime uniformi, salvaguardando per il resto le peculiarità nazionali in conformità al principio del mutuo riconoscimento, in Italia, a differenza che in altri Paesi comunitari, occorre per alcuni non secondari aspetti creare dal nulla una disciplina.

È evidente che si tratta di un compito difficile e complesso ma, al tempo stesso, imprescindibile ed urgente.

Nella Relazione sul 1987, che faceva peraltro riferimento anche ai programmi e alle attività in corso di elaborazione e svolgimento nella prima metà del 1988, si è dato ampio conto dei lavori concernenti la predisposizione di testi regolamentari volti a inquadrare l'esercizio di alcune essenziali competenze che la legge attribuisce alla Commissione: si tratta del nuovo regolamento di ammissione a quotazione, del nuovo regolamento sulle sollecitazioni svolte con tecniche c.d. di porta a porta nonché di un regolamento organico concernente l'applicazione dell'art. 18 della legge n. 216 del 1974 e, in particolare, gli schemi uniformi di prospetto.

Nella seduta del 25 maggio la Commissione ha approvato il nuovo regolamento di ammissione ed i suoi allegati, fra cui quello concernente gli schemi-tipo di prospetto. I testi degli altri due regolamenti, già compiutamente elaborati dagli Uffici, sono ora all'attenzione della Commissione per la definitiva approvazione. Il loro contenuto innovativo sarà esposto e ampiamente discusso nella Relazione sull'anno 1989.

Le premesse della presente Relazione sono invece prevalentemente dedicate ad un'analisi e valutazione, per i profili tecnici di competenza della Commissione, dell'elaborazione legislativa in corso, dalla quale dovrebbe scaturire quel quadro organico di riferimento cui prima si faceva cenno.

Siffatta elaborazione ha una solida base nella legislazione vigente che, imperniata sulla fondamentale legge n. 216 del 1974 e sulle sue successive modificazioni e integrazioni, delinea la figura della Consob ed i suoi rapporti con il Parlamento, con l'Esecutivo e con l'Autorità giudiziaria, conferendo alla Commissione stessa ampi poteri di regolamentazione e controllo sul mercato borsistico, sulle società quotate ed altri soggetti qualificati, sulle attività che realizzano una sollecitazione del pubblico risparmio.

Quel che manca sono sia leggi che determinino e regolino i soggetti che possono svolgere attività di intermediazione mobiliare sia leggi che disciplinino l'impresa finanziaria come tale e le attività finanziarie; che ne stabiliscano cioè contenuti e limiti, offrendo criteri di soluzione delle questioni che di continuo si pongono in tema di conflitto di interessi e infine determinino in relazione a tali attività i procedimenti di esercizio e i contenuti dei poteri delle Autorità di controllo. Vero è che una certa disciplina delle attività, almeno quando si concretano anche in sollecitazione del pubblico risparmio, è contenuta nell'art. 18 della legge n. 216 del 1974; ma è evidente che una disciplina volta alla garanzia della informazione del pubblico è insufficiente a regolare soggetti e attività che pongono essenzialmente problemi di correttezza di comportamento nei rapporti con la clientela e, a volte, di stabilità.

A questo riguardo, le iniziative legislative in corso concernono per un verso l'individuazione di un intermediario polifunzionale, la società di intermediazione mobiliare (SIM), per altro verso la tipizzazione di intermediari gestori specializzati, quali i fondi mobiliari chiusi ed i fondi immobiliari.

Sotto altro profilo, anche le regole del mercato abbisognano di un ammodernamento che le avvicini a quelle vigenti nei Paesi più evoluti. Si muovono in questo senso le norme contenute nel medesimo d.d.l. sulle SIM che attengono alla concentrazione degli affari in borsa e alla organizzazione dei mercati nonché le iniziative legislative concernenti le offerte pubbliche di acquisto e di vendita e quelle che introducono, come figura criminosa, l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione dei corsi.

Per quanto concerne specificamente le attribuzioni della Consob, va rilevato come la progettazione legislativa sopra indicata si avvalga largamente di un metodo di normazione che ampiamente rimette all'Autorità tecnica il compito di provvedere ad una regolamentazione analitica e puntuale nell'ambito di criteri e di clausole generali posti per legge. Siffatta scelta può essere valutata positivamente, in quanto consente un più efficace e rapido adeguamento della disciplina materiale all'incalzare del processo di innovazione finanziaria; tuttavia, occorre guardarsi da eccessi di delegificazione, che rischiano di condurre a risultati non coerenti con la natura tecnica della funzione dell'Organo di controllo sul mercato mobiliare e di porre di continuo problemi sui limiti della competenza e sulla possibilità stessa di un uso molto esteso di poteri discrezionali.

Infine, anche il diritto societario è soggetto ad una profonda evoluzione, sotto la spinta



dell'armonizzazione europea.

In una prospettiva più ampia, l'integrazione dei mercati dei Paesi più industrializzati apre sempre nuovi spazi di libertà finanziaria, inducendo i Paesi stessi a sforzi di armonizzazione e cooperazione su base multilaterale. Gli studi e i confronti sia in sede OCSE sia nell'ambito dell'Associazione fra le Autorità nazionali di controllo arricchiscono la cultura dell'istituzione e ne stimolano la capacità di analisi e di proposta.

## 2. L'impulso comunitario

Le linee di sviluppo della legislazione interna sono indirizzate e, spesso, vincolate dalla disciplina di origine comunitaria.

La Comunità Economica Europea ha indicato a più riprese — in particolare con il libro bianco per il completamento del mercato interno e con la comunicazione sullo spazio finanziario europeo — che il coordinamento e l'armonizzazione degli ordinamenti degli Stati membri devono accompagnarsi ai principi del mutuo riconoscimento e del controllo del Paese di origine.

In tale contesto le banche e le altre istituzioni finanziarie sono destinatarie di regole prudenziali e di comportamento almeno in parte comuni, aventi come fini ultimi l'efficienza della funzione allocativa e la tutela dei risparmiatori e degli utenti di servizi finanziari.

Il 1988 registra significativi momenti di tale processo di integrazione normativa, nei quali le suesposte indicazioni programmatiche sono state concretamente attuate. Taluni progetti hanno infatti concluso il proprio *iter* divenendo direttive vincolanti per gli Stati membri; in altri casi i lavori preparatori della Commissione della CEE sono proseguiti in vista della predisposizione di testi definitivi da proporre al Consiglio.

Tra le direttive approvate, di particolare interesse per la Consob è quella n. 88/627 del 12 dicembre 1988 relativa alle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto e della cessione di una partecipazione importante in una società quotata in borsa. Con tale direttiva la CEE si propone un coordinamento della politica di informazione degli investitori sulla composizione dell'azionariato di controllo delle società i cui titoli sono ammessi alla quotazione, al fine di rafforzare la fiducia nei mercati mobiliari e di contribuire così all'efficienza degli stessi.

Il nostro ordinamento già conosce una norma sulla trasparenza della proprietà azionaria, l'art. 1/5 della legge n. 216 del 1974. Il dettato comunitario tuttavia impone un ripensamento della normativa interna soprattutto per quanto concerne i termini entro i quali comunicare la modifica della partecipazione, le modalità di calcolo della partecipazione rilevante nonché la diffusione tra il pubblico dell'informazione in parola. A questo tema sarà dedicato, per il suo rilievo, un apposito paragrafo di queste premesse (*infra*, par. 8).

Altra direttiva di notevole momento è quella n. 89/298 concernente il coordinamento

delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto per l'offerta pubblica di valori mobiliari. Essa impone la pubblicazione al momento dell'offerta di un prospetto contenente informazioni, corrispondenti negli aspetti essenziali a quelle che devono essere contenute nel prospetto di ammissione alla quotazione di borsa di cui alla direttiva 80/390, sul proponente, sui valori mobiliari offerti e sulle caratteristiche dell'operazione. Inoltre, qualora il prospetto pubblicato sia stato compilato secondo la direttiva da ultimo menzionata e sia stato approvato dall'Autorità di controllo di uno Stato membro, tale prospetto deve essere riconosciuto dagli altri Stati membri dove l'offerta venga effettuata simultaneamente o in tempi immediatamente successivi.

Come è noto, il nostro ordinamento già prevede un obbligo di redazione e pubblicazione di un prospetto informativo in occasione della sollecitazione del pubblico risparmio (art. 1/18 della legge n. 216 del 1974). Della direttiva si dovrà comunque tenere conto sia in sede di disciplina delle offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione, sia in sede di emanazione delle disposizioni sulle modalità di redazione e pubblicazione del prospetto previste dal secondo comma dell'art. 1/18. Particolare enfasi dovrà essere posta sul reciproco riconoscimento dei prospetti, principio di notevole momento per un'effettiva integrazione dei mercati.

La Commissione della CEE, a conclusione dei lavori del gruppo di esperti, nel dicembre 1988 ha formulato la propria proposta di direttiva in tema di offerte pubbliche di acquisto e di scambio. La proposta intende soddisfare le esigenze di pubblicità e di trasparenza delle offerte, di garanzia della parità di trattamento degli azionisti e di tutela contro le discriminazioni tra cittadini e società di Paesi membri. Di tale testo, pur lungi dall'esser definitivo, è opportuno che si tenga conto in occasione dei lavori parlamentari concernenti la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto.

Anche i lavori in tema di servizi nel campo degli investimenti in valori mobiliari sono sfociati in una bozza di proposta di direttiva da parte della Commissione della CEE, formulata anch'essa nel dicembre 1988. Essa richiede una procedura di autorizzazione nello Stato di appartenenza per chiunque intenda prestare servizi di intermediazione mobiliare e, al contempo, obbliga gli Stati membri al riconoscimento di tale autorizzazione. Tale progetto va peraltro considerato in stretta correlazione con la proposta di seconda direttiva sugli enti creditizi, avendo il medesimo fine di realizzare la libertà di aprire succursali e di prestare servizi oltre frontiera.

Ulteriore obiettivo del legislatore comunitario è quello di liberalizzare l'accesso, quali membri delle borse valori e dei mercati organizzati degli Stati membri ospitanti, dei soggetti autorizzati a svolgere la medesima attività nello Stato di appartenenza, eliminando così le tradizionali barriere all'entrata esistenti su tali mercati.

Nella citata bozza di proposta di direttiva viene introdotta la figura dell'impresa comunitaria di investimento, definita come persona fisica o giuridica che svolge le seguenti attivi-

tà: intermediazione finanziaria, negoziazione a proprio conto e rischio, *market making*, gestione del portafoglio, operazioni per conto proprio o per conto della clientela in metalli preziosi, *futures* e opzioni, strumenti inerenti al tasso di cambio ed al tasso di interesse, sottoscrizione ad emissione di titoli e relativa distribuzione fra il pubblico, consulenza professionale in materia di investimenti, custodia di titoli.

Questa elencazione dimostra come la Comunità abbia adottato, per l'intermediazione non bancaria in valori mobiliari, la figura dell'intermediario polifunzionale.

La bozza di proposta di direttiva vuole realizzare per le condizioni di autorizzazione delle imprese d'investimento una prima armonizzazione, necessaria e sufficiente ai fini dell'attuazione del principio del reciproco riconoscimento dell'autorizzazione stessa e dei correlati sistemi di controllo, ed a stabilire un principio di corrispondenza tra requisiti di autorizzazione e condizioni di esercizio dell'attività; essa provvede a dettare una serie di norme prudenziali che rappresentano una prima forma di disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare.

Inoltre la Commissione della CEE ha espresso l'intenzione di coordinare le disposizioni relative al capitale che le imprese di investimento devono possedere a fronte del rischio di mercato derivante dalle attività in questione. La verifica dell'osservanza di tali disposizioni, in coerenza con il disegno generale del progetto, sarà di competenza delle autorità di vigilanza del Paese di origine. Tuttavia, a motivo della sua complessità, la materia sarà trattata successivamente in una specifica proposta di direttiva.

Anche la disciplina concernente le regole di condotta degli intermediari sarà stabilita con apposita direttiva e, in attesa di quest'ulteriore armonizzazione, la bozza di proposta di direttiva ha individuato nell'organo di controllo del Paese ospitante la competenza per tale materia.

La proposta in questione, così come gli annunciati e necessari interventi in ordine ai requisiti patrimoniali e alle regole di condotta degli intermediari mobiliari, dovrà essere oggetto di massima attenzione. Preme fin d'ora sottolineare l'influenza decisiva di tale disciplina sui progetti interni di regolamentazione delle SIM, che non potranno non considerare che i nascenti intermediari italiani opereranno in un regime concorrenziale su scala quantomeno comunitaria.

Continuano inoltre in sede di Commissione CEE i lavori concernenti altre materie, fra le quali la repressione dell'*insider trading*, cui si farà in apposito paragrafo (*infra*, par. 10) analitico riferimento.

La produzione normativa comunitaria esprime, come si può constatare anche da questa sommaria esposizione, la concreta attuazione dei principi di armonizzazione minima e del mutuo riconoscimento.

Si va così realizzando l'intento di procedere all'integrazione dei mercati attraverso politiche di «squilibrio dinamico», vale a dire di attuazione non simultanea di tutte le misure necessarie per l'armonizzazione delle varie legislazioni, secondo il disegno enunciato nella

comunicazione della Commissione CEE sullo spazio finanziario europeo.

Questa corretta e realistica impostazione non deve tuttavia essere accentuata oltremisura, se non si vuol correre il rischio di non conseguire appieno l'obiettivo dell'unificazione dei mercati. Occorre infatti rilevare che un'insufficiente armonizzazione della disciplina in materia di mercato dei capitali comporta disparità concorrenziali tra le imprese di diversi Stati membri, in particolare sotto il profilo dei costi (non solo economici, ma anche relativi alla possibilità di effettuare rapidamente le operazioni programmate) connessi con i controlli amministrativi.

Se così è, sarebbe illusorio ritenere che quanto meno ampia è l'area dell'armonizzazione, tanto più ampia sia la possibilità di mantenere i sistemi e i criteri nazionali di controllo. In realtà, l'esigenza di evitare svantaggi competitivi agli operatori nazionali indurrà inevitabilmente a uniformare verso il basso i livelli del controllo. Più in generale, se la integrazione dei mercati ha l'effetto di mettere in concorrenza gli operatori e i prodotti finanziari, il principio del mutuo riconoscimento ha l'effetto di mettere in concorrenza le regole nazionali del controllo, facendo prevalere quelle che meglio coniugano l'efficienza nel conseguimento degli obiettivi essenziali della vigilanza con la minimizzazione dei costi per gli operatori.

In materia societaria, va accolto con soddisfazione — per quanto riguarda le materie di diretto interesse per questa Commissione — il recente disegno di legge n. 1519 del 16 gennaio 1989 contenente delega al governo per l'attuazione delle direttive su bilancio, bilancio consolidato, fusioni e scissioni di società (III, IV, VI e VII direttiva).

Resta invece in grave ritardo l'attuazione della VIII direttiva n. 84/253 concernente il controllo contabile sulle società. La preoccupazione per questo ritardo non è motivata soltanto dall'esigenza di ammodernare e armonizzare un aspetto della disciplina societaria che è di rilievo sinergico con i controlli esterni, quale quello della Consob, ma anche dalla opportunità di cogliere questa occasione per una revisione organica della disciplina della revisione contabile, oggi contenuta nel D.P.R. n. 136 del 1975.

Questo decreto, che alla data della sua emanazione presentava forti e positivi caratteri innovativi, dopo oltre dieci anni denuncia limiti e carenze, specie alla luce delle norme e delle prassi vigenti in altri Paesi e tenuto conto del carattere in larga misura sovranazionale dell'attività di revisione contabile.

Il ritardo ha anche origine comunitaria per un altro aspetto relevantissimo della disciplina societaria, che è quello dei gruppi. La bozza di IX direttiva, a suo tempo redatta dalla Commissione della CEE, non ha avuto sviluppi e, anzi, sembra che le Autorità comunitarie ritengano necessaria una nuova ricognizione dello stato della questione nei vari Paesi della CEE ai fini della predisposizione *ex novo* di un progetto di disciplina.

D'altro canto, i disegni di legge da tempo pendenti in Parlamento su questo tema non hanno ancora dato origine ad un concreto dibattito. In questa situazione, sembra grave il rischio di iniziative settoriali, prive di riferimento ad un quadro organico che sappia contem-

perare i vari interessi in conflitto che la fenomenologia del gruppo coinvolge. In particolare, qualunque accentuazione dei poteri di direttiva della capogruppo dovrebbe accompagnarsi a misure di riequilibrio per la tutela dei soci di minoranza e dei creditori delle singole società del gruppo.

Su un piano più generale la legge 8 marzo 1989, n. 86, recante norme generali sulla partecipazione dell'Italia al processo normativo comunitario e sulle procedure di esecuzione degli obblighi comunitari, introduce uno strumento *ad hoc* per il recepimento delle direttive, la «legge comunitaria», che il Governo è tenuto a presentare al Parlamento con cadenza annuale. Si dovrebbe in questo modo ovviare ai ritardi con cui l'Italia provvede ad adempiere ai propri obblighi comunitari, evitando al contempo il ricorso ad iniziative episodiche e ad un utilizzo eccessivo della delega legislativa.

La legge comunitaria dovrà indicare non solo le modifiche e le abrogazioni delle leggi vigenti in contrasto con norme CEE vincolanti, ma anche dettare le disposizioni occorrenti per dare a queste concreta attuazione. Di particolare importanza appare la norma che prevede un'autorizzazione al Governo ad attuare direttive in via regolamentare anche in materie già disciplinate con legge ma non coperte da riserva di legge, previo parere delle Commissioni parlamentari competenti per materia.

Resta in vigore l'art. 11 della legge 16 aprile 1987, n. 183 («Coordinamento delle politiche riguardanti l'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee ed adeguamento dell'ordinamento interno agli atti normativi comunitari») che permette l'attuazione amministrativa degli atti normativi comunitari riguardanti materie non disciplinate da leggi e non coperte da riserva di legge. Alla luce di ciò, si ritiene che la Consob potrà continuare ad esplicare le proprie potestà regolamentari indipendentemente da previsioni specifiche della legge comunitaria. Tale conclusione risulta confermata dal fatto che, secondo l'art. 12 della legge in questione, se l'inadempimento dell'obbligo comunitario dipende da inattività di un ente pubblico diverso dallo Stato, da una Regione o da una Provincia autonoma, il Presidente del Consiglio dei Ministri può assegnare un termine per provvedere e, in caso di persistente inattività, attivare poteri sostitutivi. Dal che si deduce l'esistenza di un potere-dovere della Consob di attivare i propri poteri normativi, laddove non sussistano leggi in contrasto con l'atto comunitario cui si tratta di dare attuazione.

Per quanto riguarda poi le materie già disciplinate dalla legge, la Consob dovrebbe essere annualmente chiamata, in quanto «amministrazione interessata» ai sensi dell'art. 2, primo comma della legge in questione, a collaborare con il Ministro per il coordinamento delle politiche comunitarie ai fini della verifica dell'adeguatezza dell'ordinamento interno a quello comunitario e della conseguente predisposizione del disegno di legge comunitaria.

In conclusione può rilevarsi come le nuove procedure favoriscano un'ampia «delegificazione», metodo questo necessario data la mole degli interventi normativi delle Comunità, e

nello stesso tempo garantiscano che detto processo si svolga sotto la guida e il controllo del Parlamento in coerenza con i principi che reggono il nostro ordinamento costituzionale.

### 3. La disciplina dell'intermediazione mobiliare

Tra i progetti all'esame del Parlamento, il più ambizioso ed organico è certamente quello che — a seguito dell'elaborazione compiuta dalla Commissione Finanze e Tesoro e poi dell'Aula del Senato sul d.d.l. governativo n. 953 — oggi si intitola «Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari».

La Commissione nazionale per le società e la borsa nell'aprile 1987 aveva inviato alle Autorità di Governo un ampio rapporto sui problemi del mercato mobiliare, nel quale erano contenute indicazioni sulle linee generali di una riforma dell'ordinamento della borsa e di una nuova disciplina delle attività di intermediazione.

L'iniziativa della Consob — di cui si è dato ampio conto nelle relazioni degli anni scorsi — aveva lo scopo di integrare sul terreno tecnico le conclusioni raggiunte dalle commissioni parlamentari che avevano effettuato approfondite indagini sul tema del mercato mobiliare (del Senato nel 1977; della Camera dei deputati nel 1984) e di formulare alcune proposte.

Il documento della Consob poggiava sulla considerazione che la sempre crescente internazionalizzazione degli scambi e la tendenziale integrazione dei mercati dovevano costituire il punto di riferimento fondamentale di una riforma volta alla modernizzazione del mercato mobiliare, nel quale preciso rilievo veniva ad assumere la creazione di una borsa efficiente, trasparente, significativa nei prezzi praticati.

La materia naturalmente ha continuato ad essere oggetto di riflessione da parte della Consob, che non ha mancato di tener conto di idee, progetti, ipotesi di soluzione che nel dibattito istituzionale di questi anni sono emersi con forza e ricchezza di argomentazioni. In particolare, grande attenzione è stata data agli orientamenti ed alle indicazioni che la Banca d'Italia ha fatto conoscere.

In sintesi, gli aspetti qualificanti delle posizioni sempre espresse dalla Consob riguardano:

a) anzitutto e fondamentalmente, per quanto concerne i titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto, la concentrazione degli scambi in borsa, considerata come presupposto necessario per dare efficienza, ampiezza e spessore al mercato, per garantire condizioni di trasparenza, per assicurare un minimo di tutela ai risparmiatori ed agli azionisti di minoranza;

b) l'introduzione di principi e regole per tutte le attività di intermediazione mobiliare presenti sul mercato, con obiettivi specifici di tutela degli interessi dei risparmiatori nei rapporti con gli intermediari. Si tratta di definire le singole attività di intermediazione, di individuare i soggetti abilitati al loro svolgimento e di indicare i requisiti che essi devono possedere.

E si tratta soprattutto di introdurre con atti normativi (legislativi o regolamentari) regole di comportamento e vincoli alle attività, e un regime di incompatibilità, obblighi, divieti, sanzioni che, ad integrazione della disciplina del mandato contenuta nel codice civile, prevenga e reprima i conflitti di interessi soprattutto nell'ipotesi dei cosiddetti intermediari polifunzionali;

c) la previsione di modalità di contrattazione specifiche (c.d. forme di mercato) adeguate alle caratteristiche dei titoli oggetto di scambio sul mercato (azioni, obbligazioni, ecc.) ovvero al tipo di contrattazione posta in essere (mercato dei blocchi e delle spezzature);

d) un'attenta considerazione del tema degli operatori di borsa per la necessità di assicurare — nella prospettiva del potenziamento del mercato ufficiale, dello sviluppo delle contrattazioni e delle esigenze di garanzia dei terzi — la trasformazione degli operatori stessi da professionisti in imprese a struttura societaria.

In particolare, il tema del conflitto di interessi si pone in tutta la sua rilevanza una volta che il progetto di riforma si è sviluppato nel senso di dare ingresso a figure di operatori polifunzionali.

Le problematiche cui dare soluzione in questo campo sono molteplici, come diverse e numerose sono le ipotesi di conflitto di interessi che in concreto possono individuarsi, ancorché tutte riconducibili alla presenza di un interesse economico diretto dell'intermediario alla conclusione dell'atto di negoziazione per conto del cliente (interesse ovviamente diverso da quello genericamente proprio ad ogni imprenditore il quale trae il proprio lucro dalla conclusione di affari).

In modo schematico può dirsi che il problema del conflitto di interessi — che viene accentuato dal carattere di «parte debole» generalmente rappresentata dall'investitore — può riguardare:

— i rapporti esistenti fra più funzioni di intermediazione svolte da uno stesso intermediario, nel senso cioè che l'interesse di cui quest'ultimo è portatore nello svolgimento di una determinata funzione di intermediazione può porsi in conflitto con le altre funzioni svolte (è questo il caso, ad esempio, del gestore anche *underwriter*, del *dealer* anche *broker* e dell'*underwriter* anche consulente);

— i rapporti esistenti fra lo svolgimento da parte di un medesimo soggetto, sia direttamente che per il tramite di partecipazioni di controllo, delle attività di intermediazione mobiliare e di altre attività finanziarie o non finanziarie.

In tale ultima ipotesi il riferimento più immediato è rappresentato dalle aziende di credito e dal ruolo storicamente dominante da esse svolto nel campo dell'intermediazione finanziaria, ivi compresa quella mobiliare.

Altra ipotesi di conflitto può individuarsi con riferimento alla partecipazione al capitale delle società di intermediazione mobiliare — la quale è anche operatore di borsa — da parte di società con azioni quotate.

Le risposte date dall'ordinamento alla soluzione di tal importanti problemi sono state finora embrionali, giacchè l'unica attività di intermediazione che è stata specificamente considerata e disciplinata è quella svolta in borsa dagli agenti di cambio, la cui indipendenza e neutralità viene garantita attraverso l'imposizione del divieto di operare in proprio e di svolgere determinate attività.

L'evolversi delle prassi operative, l'affermarsi di nuovi servizi di intermediazione e, soprattutto, il carattere «polifunzionale» che già contraddistingue molti degli intermediari oggi presenti, ancorchè non regolati, sul mercato hanno peraltro imposto una visione più ampia di tali problemi; pertanto, in sede di predisposizione di una normativa che ambisce a rappresentare un approccio organico alla materia dell'intermediazione mobiliare, va dedicato ad essi largo spazio.

Premesso quindi che, in piena coerenza con la situazione di fatto esistente sul mercato, il progetto in discussione abilita le SIM e le banche a svolgere tutte le attività di intermediazione mobiliare (ad eccezione, per le banche, della negoziazione in borsa), sembra utile verificare se esso preveda misure idonee a fronteggiare le accennate diverse tipologie di conflitto di interessi (conflitto di interessi da proprietà e conflitto di interessi da polifunzionalità).

Quanto ai conflitti di interessi che possono derivare dall'assetto proprietario potrebbe ipotizzarsi che il problema, in quanto non specifico dell'intermediazione mobiliare, bensì attinente ai rapporti tra industria e finanza (ivi comprese le banche), vada risolto in una sede più generale. Andrebbe però fin d'ora garantita la trasparenza degli assetti azionari e tutelata l'autonomia operativa delle SIM attraverso una opportuna regolamentazione dei loro comportamenti anche nei rapporti con la «proprietà».

Per quanto riguarda il conflitto di interessi intrinseco alla polifunzionalità degli intermediari, esso può essere innanzitutto fronteggiato, come del resto già prevede il d.d.l., con misure di carattere organizzativo: si tratta in particolare di stabilire che gli intermediari polifunzionali si dotino di una struttura organizzativa tale da evitare che i singoli dipartimenti siano a conoscenza delle attività svolte dagli altri («*chinese walls*»).

Altre misure di tipo organizzativo, anch'esse previste dal d.d.l. con riferimento all'attività in titoli svolta dalle banche, riguardano l'obbligo di tenere distinte, per gli aspetti contabili ed amministrativi, le attività di intermediazione dalle altre esercitate.

Non v'è dubbio tuttavia che le maggiori garanzie contro i rischi di «conflitto di interessi da polifunzionalità» derivino dalla fissazione di regole di comportamento, vincolanti per gli intermediari, riferite alle singole attività di intermediazione. Con tali regole può contenersi in limiti accettabili anche l'asimmetria di forza contrattuale dei risparmiatori nei rapporti con gli intermediari. La rigidità di tali regole può essere attenuata soltanto avendò riguardo o alle caratteristiche soggettive del cliente (ad es., se il cliente è un investitore istituzionale, gli obblighi di informazione possono essere notevolmente ridotti) o alla dimensione



dell'ordine del cliente (ad es. nel caso della negoziazione di «blocchi» di azioni).

Gli ordinamenti più evoluti (in particolare quelli di tipo anglosassone) offrono esempi assai significativi dell'importanza che assumono le regole di comportamento: basti citare l'esperienza del *Financial Services Act* che detta norme di comportamento applicabili a tutte le attività di intermediazione con la sola esclusione di quelle ipotesi in cui l'investitore richieda un mero servizio di intermediazione e fissi direttamente *tutti* gli elementi del contratto da porre in essere (c.d. *execution only customer*). In tali ordinamenti le regole che disciplinano il conflitto di interessi da polifunzionalità sono essenzialmente ricomprese all'interno della più ampia categoria delle regole di comportamento (*rules of fair practice*) dettate nella disciplina delle singole attività di intermediazione e delle quali risultano dunque essere una specificazione.

Gli strumenti utilizzati per la risoluzione di tali conflitti, ancorchè formalizzati in un complesso sistema di regole, sono sostanzialmente riconducibili ai seguenti due principi:

1) dovere per l'intermediario, nei limiti già indicati, di assicurare comunque al proprio cliente il rispetto della *best execution*, che, con riferimento al nostro ordinamento, altro non è se non una ulteriore esplicazione delle regole attinenti all'esercizio del mandato e degli obblighi facenti capo al mandatario (cfr. artt. 1710 e segg. del codice civile);

2) l'obbligo di informare il proprio cliente della natura e della dimensione dell'interesse diretto che l'intermediario eventualmente ha alla conclusione dell'operazione.

La strumentazione sopra ricordata può essere trasferita nel nostro ordinamento. È chiaro peraltro che tali misure costituiscono — come già ricordato in precedenza — parte della disciplina delle singole attività di intermediazione, sicchè risulta impossibile disciplinare i conflitti di interessi se non si disciplinano singolarmente le attività stesse.

In un sistema che considera la Borsa come unico mercato ufficiale e che affida le negoziazioni effettuate su tale mercato esclusivamente ad intermediari autorizzati ad agire soltanto quali puri *brokers* (gli agenti di cambio), i controlli sin qui esercitati dalla Consob su trasparenza e correttezza delle negoziazioni nonchè sulla stabilità del mercato stesso (delibera n. 929 e disposizioni in materia di scarti) sono stati sufficienti a garantire il regolare funzionamento del mercato e la tutela dei risparmiatori.

Tale attività di controllo trova completamento, sempre riguardo alla Borsa, nella disciplina dell'altra categoria di intermediari (le commissionarie) ammessi agli antirecinti.

I controlli sugli operatori nell'ambito delle attività di borsa si sono svolti e si svolgono attraverso richieste, ispezioni, audizioni e costanti verifiche per l'accertamento dell'osservanza delle regole che disciplinano il mercato, le attività, i comportamenti degli operatori.

Come sopra ricordato, tra queste regole ve ne sono anche di quelle che si propongono fini che potremmo ricondurre ad esigenze di stabilità; tanto più sentite in un ordinamento che poco si affida ad ipotesi di autoregolamentazione. Per quanto interessa la Consob esse si risolvono in precetti, in prescrizioni, in raccomandazioni sulla formazione dei bilanci, sul

rispetto dei principi di contabilità e sulla regolare tenuta dei documenti e registri, sul mantenimento di «ratios» di patrimonializzazione e liquidità.

Sono del tutto estranei agli scopi di questi controlli obiettivi di stabilità complessiva dell'intero sistema finanziario che invece suppongono competenze di natura più generale e che solo organi titolari di poteri di governo e la Banca centrale potrebbero esercitare.

Quello che la Consob potrebbe a tal fine fare è informare, far conoscere, trasmettere tempestivamente dati e notizie e in un certo senso sollecitare interventi, provvedimenti, accertamenti che rientrano nei poteri e responsabilità dell'autorità monetaria e del Governo.

Ecco perchè il rapporto tra Consob e Banca d'Italia deve essere modellato in termini di cooperazione e collaborazione. Ma ecco anche perchè ciascuna Autorità dovrà essere provvista di una propria autonoma capacità di intervento in relazione alle finalità e responsabilità del controllo.

È importante aver presente a questo riguardo che un ordinamento del mercato mobiliare che vada al di là della disciplina del mercato di borsa esige un processo di formazione, di adeguamento, di integrazione delle regole, così nei profili organizzativi e funzionali come negli aspetti concernenti il controllo sulle attività e sugli operatori.

La difficoltà nella scelta dei criteri a cui uniformare le competenze di vigilanza sugli intermediari mobiliari si accentua per la presenza in Italia, accanto agli intermediari non bancari, anche delle aziende ed istituti di credito.

Ogni progetto o proposta di riforma deve quindi necessariamente confrontarsi con questo dato reale, sicchè non sembra interamente replicabile la rigida separazione fra le Autorità di controllo, presente invece nei sistemi finanziari americano e giapponese.

Se dunque è ragionevole la scelta, operata dal d.d.l. in esame, di consentire alle banche di svolgere un ruolo attivo nel mercato mobiliare sia attraverso una operatività diretta identica a quella delle SIM (salvo per quanto riguarda la negoziazione in borsa), sia mediante la partecipazione al capitale delle SIM stesse, tale scelta potrebbe orientare l'assegnazione della potestà di vigilanza secondo un duplice ed opposto modello.

Da un lato si potrebbe immaginare che ad un ruolo dominante svolto dalle banche nel mercato mobiliare sia fatto corrispondere un sistema unitario di controllo. È questo sostanzialmente il modello tedesco, nel quale la stessa Autorità preposta alla vigilanza bancaria, peraltro diversa dalla Banca Centrale, è incaricata di sovrintendere a tutte le attività di intermediazione mobiliare.

Di contro, l'importanza del ruolo delle banche nel mercato mobiliare italiano, ma la non esclusività di questa presenza, potrebbe suggerire un controllo organizzato in relazione alla natura delle attività, ciò che potrebbe ad esempio tradursi in una tendenziale separazione fra l'Autorità che controlla l'attività creditizia e l'Autorità che controlla l'attività di intermediazione mobiliare, indipendentemente dalla natura giuridica (in particolare bancaria o non ban-

caria) dei soggetti che svolgono l'una e/o l'altra attività.

A questa esigenza sembra rispondere ad esempio il modello inglese. In Inghilterra si è infatti recentemente passati da un sistema di netta separazione fra banca ed industria mobiliare ad un sistema, non troppo dissimile da quello cui si mira in Italia, di coesistenza fra intermediari mobiliari di origine bancaria e non. Il Financial Services Act rappresenta la legislazione più recente e più profondamente elaborata nella materia ed è, pertanto, un punto di riferimento per ogni iniziativa legislativa.

Ciò che contraddistingue il modello inglese è il rapporto, al tempo stesso di separazione e di cooperazione, fra diverse Autorità di controllo. Banca d'Inghilterra e Security Investment Board cooperano fra loro salvaguardando e preservando peraltro l'autonomia e la specializzazione delle funzioni fra i diversi comparti del sistema finanziario.

Lo stesso modello statunitense è attualmente sottoposto ad una fase di ripensamento critico della tradizionale separazione fra mercati e si muove in direzione di un nuovo sistema, più vicino a quello inglese, dove una maggiore libertà di accesso degli intermediari bancari al mercato mobiliare tramite l'assunzione di partecipazioni totalitarie o di maggioranza nelle società di intermediazione mobiliare è bilanciata dalla previsione di Organi di vigilanza specializzati per singoli segmenti del mercato. Il problema del controllo da parte della FED sull'attività svolta da società partecipate da banche nell'ambito dell'intermediazione mobiliare sembrerebbe peraltro essere stato risolto attraverso la vigilanza consolidata. Non vi è dubbio che per questa via la Banca Centrale potrebbe esercitare ogni opportuno controllo sull'attività indirettamente svolta dalle banche nell'ambito dell'intermediazione mobiliare.

Nel progetto in esame, le competenze di vigilanza e di controllo sulle SIM vengono ripartite fra la Consob e la Banca d'Italia secondo un criterio di «finalità» dei controlli: i controlli di stabilità e sui flussi finanziari vengono attribuiti alla Banca Centrale, quelli di informazione e correttezza alla Consob.

È evidente che la distinzione dei controlli per «finalità» richiede una univoca definizione dei contenuti e delle modalità di esercizio in cui si concretano i controlli stessi nelle loro particolari configurazioni. Di qui qualche margine di incertezza e persino qualche confusione.

Non vi è dubbio infatti che vi siano compiti ed iniziative che, in relazione a responsabilità e finalità proprie di trasparenza, di correttezza e di regolare andamento del mercato, la Consob deve essere chiamata a compiere ancorché le iniziative assolvano altresì a concorrenti finalità di stabilità.

A mero titolo di esempio si può citare la delibera Consob n. 929/1981 e, più in generale, tutta la normativa relativa agli scarti di garanzia che fu adottata dalla Commissione al fine di assicurare principalmente la regolarità degli scambi e del mercato nel suo complesso, ma si è altresì rivelata utile strumento di copertura dal rischio di contropartita degli intermediari e quindi di stabilità di questi ultimi.

Inoltre, in alcuni casi l'esercizio dei controlli di stabilità, come di quelli di informazione e di correttezza, presuppone l'utilizzo di quella strumentazione di controllo che è insita nel concetto di controllo di stabilità, ma che è in realtà espressiva di qualsiasi efficace attività di controllo che non sia meramente formale (imposizione di particolari modalità di rilevazione, registrazione e documentazione delle operazioni, tenuta di specifici piani dei conti, esercizio dei poteri ispettivi e di controllo documentale, ecc.). Il problema non si esaurisce dunque nell'accoglimento del principio del controllo per finalità della vigilanza, ma comporta l'adozione di regole integrative sull'esercizio in concreto delle rispettive attività di controllo.

Da un punto di vista più generale va ricordato che la mancanza di poteri di regolamentazione delle SIM anche in via amministrativa renderebbe meno efficace il controllo sulla regolarità delle modalità di negoziazione e di formazione dei prezzi, sui fenomeni di manipolazione dei corsi e di *insider trading*, sulla regolarità dei modi di finanziamento delle operazioni. Si aggiunga che la vigilanza sul rispetto delle emanande regole di condotta, quali gli obblighi di concentrazione, il mantenimento di determinate priorità nell'esecuzione degli ordini ecc., trova nella regolamentazione delle procedure amministrative il necessario supporto.

In conclusione, non dovrebbe essere in dubbio la persistenza del principio posto dall'art. 1 del d.p.r. n. 138/1975, che assegna alla Consob la piena titolarità dei poteri e delle attribuzioni in materia di organizzazione e funzionamento delle borse valori.

Il d.d.l. in questione non affronta il tema della semplificazione e razionalizzazione degli organi locali di borsa. La Consob tuttavia guarda con interesse alle prospettive di ampliamento degli spazi di autoregolamentazione degli operatori.

#### **4. Indirizzi di politica fiscale in favore della quotazione di borsa**

La recente legislazione fiscale accenna finalmente ad un indirizzo di favore per la quotazione in borsa. Si tratta ancora di accenni piuttosto timidi e tuttavia significativi.

L'art. 32 del d.l. 2 marzo 1989, n. 69, convertito, senza modificazioni sul punto, con legge 27 aprile 1989, n. 154, introduce una disciplina delle ritenute d'imposta sui titoli atipici e sui titoli obbligazionari, che equipara nel trattamento più favorevole le obbligazioni emesse dalle società quotate ai titoli di Stato, ai titoli emessi da enti creditizi ed a quelli emessi dagli enti di gestione delle partecipazioni statali.

La norma persegue in questo modo un duplice ordine di obiettivi.

Per un verso, essa consente di distinguere tra obbligazioni emesse da società che istituzionalmente fanno appello al pubblico risparmio e quelle che invece sono collocate nell'ambito della compagine sociale delle società a ristretta base azionaria o comunque tra una limitata cerchia di persone. In questa seconda classe di emissioni l'obbligazione è, piuttosto che un titolo di massa destinato a scambi su un mercato secondario, uno strumento di finanziamento individuale della società emittente. Invero la forma «obbligazione» viene non di rado

prescelta esclusivamente per il suo vantaggio fiscale, in quanto consente di conseguire finalità elusive, e cioè una distribuzione dei redditi della società con un meccanismo che evita l'imposizione progressiva sul socio percipiente e, al tempo stesso, rende possibile la deduzione di tale reddito, come costo, dall'utile della società emittente.

Non diverso discorso va fatto per quanto concerne i titoli atipici e in particolare la categoria più diffusa fra essi, che è quella dei certificati di partecipazione. Spesso accade che la società emette certificati di partecipazione agli utili di impresa che colloca fra i propri soci in proporzione ai rispettivi possessi azionari. Anche in questo caso i soci sono tassati con una ritenuta secca e la società deduce come costo l'utile che distribuisce ai soci-associati. Anzi, lo strumento del certificato di partecipazione risulta ancor più sofisticato di quello dell'obbligazione nel conseguimento della finalità elusiva, dato che esso consente di ragguagliare con precisione il reddito distribuito al reddito prodotto.

In questa situazione, opportuno appare l'aumento al 30 per cento della ritenuta secca, misura questa che, se pure non elimina il rischio di elusione sopra descritto, tuttavia certamente ne rende meno proficua l'utilizzazione.

Per altro verso — ed è questo il secondo obiettivo che la norma intende perseguire — risulta valorizzato lo *status* di società quotata come presupposto di un trattamento fiscale più favorevole rispetto all'ordinario. La *ratio* della equiparazione delle obbligazioni emesse dalle società quotate ai titoli di Stato e di altri enti pubblici ed ai titoli bancari consiste certamente nella caratteristica, a tutti questi comune, della destinazione al risparmio diffuso, sicché una discriminazione fiscale avrebbe comportato inaccettabili distorsioni nella concorrenza fra le emissioni.

Non può quindi non rilevarsi con soddisfazione come il legislatore fiscale abbia riconosciuto il valore sociale della quotazione di borsa, introducendo una misura non solo in sé razionale, ma anche orientata nella direzione di un riequilibrio dei costi e degli oneri, specie informativi, connessi alla quotazione, nella direzione quindi di un concreto incentivo alla quotazione stessa.

Va peraltro infine osservato che un'estensione della disposizione alle società i cui titoli sono ammessi alle negoziazioni nei mercati ristretti dovrebbe essere valutata positivamente, in quanto fondata su presupposti e su esigenze non dissimili.

## 5. I fondi mobiliari chiusi

Lo sviluppo del mercato mobiliare e la sua integrazione a livello europeo e mondiale pongono l'esigenza di introdurre anche nel nostro ordinamento figure d'intermediari specializzati ben conosciute e diffuse all'estero.

In tale prospettiva si pone l'attuale dibattito parlamentare per l'introduzione nel nostro

ordinamento dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi e dei fondi comuni di investimento immobiliare.

Nel nostro Paese, i fondi comuni di investimento sono stati inizialmente concepiti come strumento per facilitare l'investimento del risparmio delle famiglie in valori mobiliari e, specialmente, in capitale di rischio. Si è ritenuto che affidare ad un gestore professionale la scelta delle attività mobiliari potesse incentivare l'afflusso di risparmio non «sofisticato» all'investimento mobiliare. In questa logica si è avuta, con la legge 23 marzo 1983, n. 77, la creazione di fondi comuni d'investimento mobiliare aperti, secondo un meccanismo che si fonda sulla delega della scelta dei titoli ad un gestore esperto, sulla diversificazione del rischio specifico di investimento e sulla pronta liquidità delle quote.

Data la finalità suddetta, il disegno dei fondi comuni aperti non è stato preordinato alla stabilità di lungo periodo dell'investimento. Al contrario, la forma aperta dell'investimento permette al risparmiatore di entrare e uscire dal fondo con una facilità non dissimile da quella dell'investimento mobiliare diretto. Questa caratteristica è stata però a volte male intesa e l'investimento in fondi comuni ha finito per essere valutato sulla base delle *performances* di brevissimo periodo, attribuendosi così allo strumento una funzione speculativa che dovrebbe invece essergli estranea.

Il dibattito e le proposte di legge sulla creazione di fondi comuni d'investimento mobiliare chiusi sono invece esplicitamente finalizzati all'indirizzo del risparmio verso le aziende medio-piccole che non hanno accesso diretto al mercato dei capitale.

L'accesso indiretto alla raccolta fra il pubblico di capitale di rischio da parte di imprese suscettibili di quotazione solo in una prospettiva non immediata potrebbe permettere loro di raggiungere più celermente la struttura finanziaria più utile per il loro sviluppo. Ne risulterebbe un sicuro beneficio per il nostro sistema economico nel medio e lungo periodo, soprattutto in quei settori caratterizzati da processi produttivi ad elevato contenuto tecnologico e ad alto rischio.

Deve peraltro rilevarsi che il fondo chiuso non è uno strumento che debba essere impiegato esclusivamente per lo sviluppo dell'investimento del risparmio nella piccola e media impresa. Negli Stati Uniti ed in Gran Bretagna esistono fondi chiusi orientati verso l'investimento in valori mobiliari quotati sulle borse maggiori e che, rispetto ai fondi aperti, hanno il vantaggio di poter operare gli acquisti in una prospettiva di medio periodo, non essendo pressati dal rischio dei riscatti e quindi dalla necessità di dimostrare *performances* immediate.

D'altro canto, i fondi chiusi non costituiscono il solo strumento utilizzabile per il finanziamento dell'impresa di piccole e medie dimensioni. Esistono, invero, altri strumenti specifici quali le banche d'investimento, le finanziarie di investimento, le *merchant banks*, la costituzione di secondi mercati azionari, il c.d. *venture capital*. Naturalmente l'esistenza di un tipo di strumento non esclude lo sviluppo degli altri; anzi si può affermare che sui mercati

finanziari più avanzati le diverse forme di finanziamento della impresa medio-piccola coesistono e si integrano, spesso sfumando una nell'altra.

Scartata l'ipotesi di configurare tale strumento come società per azioni, le diverse proposte di legge per la creazione di fondi comuni di investimento mobiliare chiusi attualmente all'esame del Parlamento, ispirandosi all'esperienza francese, inseriscono il nuovo istituto nel contesto della legge istitutiva dei fondi mobiliari aperti. Per quanto concerne la struttura del fondo le varie proposte determinano la percentuale minima e massima di titoli non quotati in cui deve essere investito l'attivo del fondo. La «chiusura» del fondo viene realizzata non consentendosi il riscatto delle quote per un periodo di tempo determinato.

Per un intermediario che investe in titoli di società non quotate di dimensione medio-piccola, il problema essenziale è quello dei tempi e dei modi della liquidazione dell'attivo.

Sono tre le strade in astratto ipotizzabili: la prima, quella maestra, è rappresentata dalla quotazione della società partecipata sul mercato; la seconda è quella della vendita della partecipazione a terzi; la terza è quella della rivendita delle partecipazioni all'azionista di maggioranza.

Ma, poichè non sempre e non facilmente esse sono percorribili, sarebbe rischioso autorizzare l'emissione di quote di partecipazione a fondi di tipo semi-chiuso per *tranches* successive.

Infatti, data la composizione del patrimonio del fondo, tale meccanismo comporterebbe il pericolo che i mezzi finanziari provenienti dai nuovi collocamenti siano utilizzati per liquidare le quote dei vecchi, anche in presenza di immobilizzi delle partecipazioni.

## 6. I fondi di investimento immobiliare

La costituzione, anche in Italia, di fondi di investimento immobiliare è un altro tema attualmente all'esame del Parlamento.

L'attivo di un fondo di investimento immobiliare può essere formato da un complesso di immobili, da quote di partecipazione in società immobiliari e da attività liquide. L'oggetto dell'attività del fondo potrebbe essere quindi, come nel caso delle società immobiliari, l'acquisto, la vendita o la gestione di beni immobili o di quote di partecipazione di società aventi un simile oggetto. L'esatta identificazione delle attività che possono comparire nell'attivo del fondo ne determina le caratteristiche di rischiosità, oltrechè la funzione economica.

Il passivo del fondo immobiliare può essere costituito da quote di partecipazione al fondo e da debiti dello stesso. La forma specifica che la partecipazione degli investitori alla proprietà o al finanziamento del fondo può assumere è determinante per la definizione delle caratteristiche di liquidità dello stesso. Inoltre, essa definisce la natura e la rilevanza dei potenziali conflitti di interessi tra risparmiatori e gestori.

Le scelte riguardanti i possibili assetti alternativi dell'attivo e del passivo del fondo immobiliare comportano caratterizzazioni diverse dello strumento. Queste scelte dipendono dalle finalità economiche che si vogliono perseguire con la sua creazione.

Nel dibattito concernente la creazione dei fondi immobiliari sono emerse diverse finalità economiche.

Una prima è quella di favorire lo sviluppo dell'attività immobiliare. Ciò richiederebbe che il fondo potesse acquistare partecipazioni in imprese di costruzione di immobili, con tutti i rischi potenzialmente connessi a tale soluzione. Si deve rimarcare che, in questo caso, il gestore del fondo dovrebbe possedere caratteristiche professionali più simili a quelle dell'imprenditore che a quelle dell'analista finanziario.

Una seconda finalità, alla quale il riferimento è anche più frequente, è quella di favorire l'accesso dei risparmiatori con modeste disponibilità finanziarie all'investimento in attività immobiliari. In questo secondo caso si sottolinea la funzione di diversificazione del rischio che può essere svolta dall'accesso ad attività finanziarie che siano espressione «diretta» di attività reali. L'opportunità di questa scelta può essere fatta risalire all'esistenza di un effetto di soglia minima per poter formare un portafoglio diversificato di immobili rispetto alla situazione di possesso di investimenti poco diversificati, in singole abitazioni per uso proprio o da darsi in locazione.

Infine, sul piano della liquidabilità dell'investimento immobiliare il fondo può presentare vantaggi rispetto all'investimento immobiliare diretto, nella misura in cui possa crearsi un mercato delle quote di partecipazione al fondo.

La struttura della proprietà del fondo immobiliare può essere organizzata, come insegnano le esperienze straniere, in forme molto diverse fra loro.

La forma più tradizionale di finanziarizzazione dell'investimento immobiliare è quella della società immobiliare il cui capitale sia prevalentemente composto da azioni ordinarie. In questo caso la liquidità dell'investimento è legata alla situazione di liquidità del titolo sul mercato di Borsa e in particolare alla quantità del flottante.

All'estremo opposto del possibile spettro organizzativo si trova il fondo immobiliare aperto, che è caratterizzato dalla facoltà attribuita all'investitore di riscattare le proprie quote di partecipazione con un preavviso limitato, e quindi dall'onere per il gestore di mantenere un elevato livello di liquidità. La lenta liquidabilità degli investimenti immobiliari, e quindi l'ampia disponibilità di contante che dovrebbe essere mantenuta dal fondo immobiliare aperto, rendono problematico il funzionamento di questo strumento, come è stato ampiamente dimostrato dalle negative esperienze dei fondi immobiliari aperti di diritto svizzero e dei titoli immobiliari atipici collocati nel nostro Paese.

Il fondo immobiliare chiuso può essere considerato, rispetto alle strutture già analizzate, una forma intermedia. Esso possiede alcune caratteristiche che lo avvicinano più alla tradi-



zionale società immobiliare che al fondo aperto: le quote di partecipazione del fondo chiuso sono generalmente negoziate in borsa e la liquidità dell'investimento dipende esclusivamente dal flottante e quindi dalla facilità di trovare controparti in borsa.

La forma di questo strumento che risulta dal progetto approvato recentemente dal Senato lo avvicina piuttosto alla tradizionale società immobiliare. La «società di investimento immobiliare» (*Sinvim*) è infatti, come le società immobiliari, strutturata in forma di società per azioni. Essa è però caratterizzata da una disciplina speciale della composizione dell'attivo e del passivo, in deroga al diritto societario comune.

Nel definire la struttura finanziaria delle *Sinvim*, una particolare attenzione va rivolta al problema del rapporto massimo consentito tra azioni di risparmio ed azioni ordinarie. Un valore molto elevato di questo rapporto potrebbe essere funzionale all'obiettivo di impedire scolate ai fondi immobiliari, i quali possono presentare divergenze anche marcate tra il valore di mercato delle quote di partecipazione e il valore potenziale di liquidazione. A prescindere da ogni giudizio sull'opportunità di tale obiettivo, bisogna però osservare che un modello con ampia base di azioni di risparmio contraddice il principio di tendenziale corrispondenza fra rischio patrimoniale e potere di gestione e inoltre potrebbe dar luogo, tenuto conto della peculiare redditività degli investimenti immobiliari, ad uno squilibrio finanziario strutturale.

Per quanto concerne il mercato secondario delle azioni delle *Sinvim*, l'alternativa è tra forme di quotazione pressochè automatiche ovvero sottoposte all'ordinario scrutinio della Consob.

*Sinvim* quotate quasi di diritto potrebbero risultare nella pratica, almeno dal punto di vista della liquidità, non molto dissimili dai fondi aperti, obbligando i gestori a mantenere un'ampia disponibilità di contante col fine di perseguire una politica di stabilizzazione del valore del titolo sul mercato secondario.

D'altro canto, un accesso alla quotazione basato sull'accertamento dell'effettiva diffusione del titolo tra i risparmiatori sarebbe lo strumento naturale per assicurare la liquidità del mercato secondario delle quote.

Quanto alle possibili disposizioni sulla liquidità delle quote dell'attivo, esse devono essere correlate alla struttura del passivo. Una struttura dell'attivo obbligatoriamente piuttosto liquida appare senz'altro opportuna nel caso di un fondo aperto, ma la sua razionalità economica è meno convincente nel caso delle *Sinvim*, a meno che non si pensi che le *Sinvim* debbano sostenere, con l'aiuto di questa liquidità, la quotazione delle proprie azioni in borsa.

Nel valutare le opzioni possibili per la regolamentazione dei fondi va in conclusione sottolineato come scelte derogatorie rispetto al diritto societario comune, relative alle modalità di accesso alla quotazione e al ricorso all'emissione di azioni di risparmio, possano essere non coerenti con l'esigenza di dare soluzione al problema della liquidità dell'investimento immobiliare. D'altro canto, disposizioni prudenziali, pur necessarie, quali quelle sulla capitalizza-

zione e la liquidità minima, non dovrebbero sacrificare oltre misura l'efficienza dello strumento finanziario, specie se si optasse per la forma di una società le cui azioni siano ordinariamente quotate sul mercato secondario.

#### **7. L'adeguamento della disciplina dei fondi mobiliari aperti**

Va infine rilevato che in tema di fondi comuni di investimento mobiliare aperti si pone l'esigenza di adeguare le disposizioni vigenti alla direttiva CEE n. 85/611 del 20 dicembre 1985 «concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.)».

Al riguardo con d.m. del 27 febbraio 1988 è stata costituita presso il Ministero del tesoro una Commissione di studio, cui partecipano rappresentanti della Consob.

Oltre ai casi in cui la legge vigente dev'essere modificata per recepire la direttiva, ve ne sono altri in cui, pur non essendo obbligate, modifiche risultano tuttavia opportune, in particolare nel senso di allentare taluni vincoli operativi che, posti in via prudenziale al momento della prima disciplina dell'intermediario, andrebbero oggi rivisti dandosi fiducia alla dimostrata correttezza e professionalità dei gestori.

Pur dovendosi massimamente apprezzare lo sforzo finora fatto dal Parlamento per arricchire e modernizzare la struttura della intermediazione finanziaria in Italia, ci si dovrebbe interrogare se non sia opportuno un tentativo di legislazione più organica mediante l'elaborazione congiunta, o almeno parallela, dei temi relativi ai fondi mobiliari chiusi, ai fondi immobiliari nonché alla revisione della legge n. 77 del 1983 sui fondi mobiliari aperti, imposta dalla necessità di adeguarla alla citata direttiva CEE, il cui recepimento potrebbe altresì dare l'occasione per l'introduzione delle società di investimento a capitale variabile.

Le esperienze straniere sembrano indicare come possibile e opportuno un livello meno specifico di regolamentazione, vale a dire una legislazione che stabilisca norme comuni ed organiche sul fenomeno delle gestioni collettive, salvo poi a regolare specificamente o a lasciar regolare da altre leggi le singole figure di gestori.

La predisposizione di regole comuni in materia di onorabilità e professionalità dei gestori e amministratori, di oggetto sociale esclusivo, di conflitto d'interessi, di trasparenza, di vigilanza e fiscali semplificherebbe il quadro normativo ed eviterebbe incoerenze e ingiustificate disparità di disciplina; l'individuazione di una pluralità di figure organizzative (fondo comune chiuso, fondo comune aperto, società di investimento a capitale fisso, società di investimento a capitale variabile) non necessariamente in relazione biunivoca con le diverse funzioni regolate (investimento collettivo in valori mobiliari quotati ovvero non quotati, investimento collettivo in immobili), lascerebbe agli operatori che intendano svolgere una di tali funzioni margini utili di autonomia nella scelta del tipo.

Va infine rilevato che la recente liberalizzazione in materia valutaria può favorire l'accesso nel nostro Paese di organismi di investimento collettivo costituiti in Paesi extracomunitari.

Per questi, in forza del D.M. 10 marzo 1989, n. 105 (art. 4, quarto comma) è stata prevista un'autorizzazione da rilasciarsi dal Ministro del commercio con l'estero, di concerto con il Ministro del tesoro, quando sia stata verificata la compatibilità, in tema di criteri operativi e di controllo, tra l'ordinamento italiano e quello del paese di origine dell'organismo di investimento. Le problematiche ricollegabili alla previsione di siffatta autorizzazione saranno affrontate nella parte della presente relazione relativa all'attività della Consob nel settore dei fondi comuni d'investimento.

Qui preme sottolineare come, venuta meno la protezione indiscriminata prima costituita dalle barriere valutarie, la tutela del risparmio richiede la predisposizione di un filtro alle sollecitazioni provenienti da Paesi extracomunitari, non potendo certo ritenersi sufficiente allo scopo il mero controllo a fini informativi demandato alla Consob.

#### **8. La trasparenza della proprietà azionaria**

Il progetto di legge, già approvato dal Senato, sulle offerte pubbliche di acquisto e di vendita è stato oggetto di analisi e proposte di modificazione nella Relazione dello scorso anno.

Peraltro, la direttiva CEE n. 88/627 del 12 dicembre 1988, relativa alle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto o della cessione di una partecipazione importante in una società quotata in borsa, cui si è già accennato, è venuta ad incidere su un punto assai rilevante del progetto, richiedendone un ripensamento.

Nel sistema dell'informazione societaria la disciplina delle comunicazioni relative alla proprietà azionaria riveste un'importanza primaria. Infatti, per assicurare l'efficienza del mercato appare fondamentale la conoscenza di chi è il titolare ultimo del potere di gestione o comunque di chi svolge attualmente o potenzialmente nella società un ruolo preminente, nonché dei rapporti di collegamento tra diverse società. Nell'ordinamento italiano tale funzione è ad oggi assicurata dall'art. 1/5 della L. 216/1974 come modificato dall'art. 7 della L. 281/1985.

Prima della novella del 1985 la norma aveva come destinatari le sole società per azioni e a responsabilità limitata e non precisava il contenuto della comunicazione stessa.

A tali carenze ha sopperito la citata legge del 1985, che inoltre ha esteso l'ambito di applicazione alle società con titoli ammessi alle negoziazioni nel mercato ristretto, nonché alle partecipazioni detenute a titolo di pegno o usufrutto ovvero oggetto di contratto di riporto, provvedendo infine a talune correzioni della disciplina delle partecipazioni c.d. «reciproche».

La riforma non ha peraltro risolto tutti i problemi messi in luce dalla dottrina ed emersi nella pratica, cosicché numerose sono ancora le lacune riscontrabili nella disciplina della trasparenza proprietaria.

Invero, occorre rilevare come l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti dovrebbe poter assolvere a tre connesse ma distinte funzioni. In primo luogo esso dovrebbe rendere conoscibili al mercato e alla società i movimenti azionari che possono preludere a modifiche nel controllo della stessa, impedendo così che una «scalata» si svolga in maniera occulta. In secondo luogo dovrebbe assicurare in maniera continuativa la conoscenza sia della struttura proprietaria di una società quotata sia del gruppo societario facente capo ad essa. Infine, esso dovrebbe concorrere a garantire l'integrità del capitale sociale, in quanto rappresenta il presupposto per applicare il divieto di partecipazioni reciproche superiori a una soglia determinata (il quale svolge una funzione simile a quella dei limiti all'acquisto di azioni proprie).

Orbene, per assolvere correttamente a tali distinte finalità non sempre appaiono adatti i medesimi strumenti. Se infatti in relazione a possibili «scalate» le informazioni devono essere fornite in tempi assai ristretti, per assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e della struttura dei gruppi in momenti normali della vita societaria sono sufficienti margini di tempo più ampi. Similmente, mentre sotto il primo profilo è rilevante una partecipazione di un certo peso (il 10%, 20%, 1/3, 50%, 2/3 dispone la citata direttiva n. 88/627), ai fini della trasparenza degli assetti proprietari e delle strutture di gruppo, e a maggior ragione per le partecipazioni reciproche, non ci si dovrebbe discostare dalle soglie minimali previste dall'attuale legge (il 2% per la prima comunicazione e l'1% per le successive variazioni).

Così pure, per un verso sembrerebbe opportuno conoscere le partecipazioni rilevanti rappresentante anche da azioni prive del diritto di voto al fine di poter disegnare una mappa degli assetti societari caratterizzata dalla massima precisione (non si dimentichi il possibile uso di tali strumenti di partecipazione da parte delle maggioranze societarie, ora per rafforzare il proprio controllo attraverso convenzioni, ora per attribuirsi parti rilevanti degli utili di gestione a scapito degli azionisti ordinari di minoranza) e per evitare «annacquamenti» del capitale sociale. Per altro verso tale conoscenza non appare significativa al fine di consentire un'immediata informazione sulle possibili scalate di società quotate.

La direttiva CEE più volte citata accentua il rilievo delle considerazioni sopra svolte, in quanto essa appare prettamente indirizzata alla informativa in occasione di movimenti azionari che possano preludere a modifiche nel controllo societario.

Il dettato comunitario infatti impone un ripensamento della normativa interna soprattutto per quanto concerne i termini entro i quali comunicare la modifica della partecipazione, le modalità di calcolo della partecipazione rilevante, nonché la diffusione tra il pubblico dell'informazione in parola.

In particolare la direttiva prevede che la partecipazione venga comunicata entro sette giorni dall'acquisto o dalla cessione, mentre la norma ora vigente dispone che tale informazione sia resa nel termine più ampio di trenta giorni.

La direttiva appare poi più precisa nel determinare — a seconda dei vari titoli di possesso della partecipazione — il giorno dal quale vanno computati i termini utili per effettuare la comunicazione.

La direttiva, inoltre, nel fissare i modi di calcolo della percentuale in questione, prende in considerazione — a differenza dell'art. 1/5 della legge n. 216/1974 — anche i diritti di voto detenuti da un terzo con il quale è stato concluso un patto di sindacato per l'esercizio concertato di tali diritti.

Infine, un ulteriore elemento di novità è riscontrabile nella circostanza che la direttiva impone modalità di pubblicazione diretta dell'informazione in questione tramite annunci sui giornali.

Ciò posto, il recepimento della direttiva in parola — che, come si diceva, potrebbe essere operato nell'ambito del d.d.l. sulle offerte pubbliche di acquisto o di vendita — appare un'utile occasione per razionalizzare la normativa in funzione delle tre finalità indicate, ed inoltre per ovviare a talune imperfezioni tecniche che consentono elusioni della normativa sia per quanto concerne l'obbligo di comunicazione sia riguardo alla disciplina delle partecipazioni incrociate.

#### **9. L'impugnativa dei bilanci certificati**

Nel corso dell'anno è venuto meno il regime di sospensione dell'applicazione delle disposizioni di cui all'art. 6 del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136, previsto dall'art. 19 della legge 4 giugno 1985, n. 281.

Ciò ha indotto la Commissione ad una più approfondita riflessione circa la portata e i limiti dell'attribuzione alla stessa Consob della legittimazione ad impugnare i bilanci certificati, nel quadro generale dei principi posti dalla legge e dalla giurisprudenza in tema di impugnativa dei bilanci.

L'art. 6, 1° comma, introduce una deroga agli artt. 2377 e 2379 c.c. stabilendo che la deliberazione che approva il bilancio certificato può essere impugnata, per quanto riguarda il contenuto del bilancio e le relative valutazioni, da una minoranza qualificata di soci.

Esiste una corrente dottrinale minoritaria secondo la quale l'art. 6 avrebbe degradato le cause di nullità della deliberazione di approvazione del bilancio a semplici cause di annullabilità. Peraltro è sufficiente l'interpretazione letterale della norma per concludere che gli artt. 2377 e 2379 c.c. restano applicabili secondo la comune disciplina, salvo che per gli aspetti per i quali l'art. 6 apporti una deroga, e che la deroga è appunto quella indicata dall'art. 6, nel senso che, tra i soggetti che «vi hanno interesse», i soci possono impugnare la deliberazione, relativamente al contenuto del bilancio e alle valutazioni delle sue voci, solo se rappresentano quella parte di capitale che l'art. 6 indica.

Ne consegue che rimane ferma la legittimazione all'impugnativa degli amministratori e dei sindaci, ai sensi dell'art. 2377, 2° comma c.c., nonché la legittimazione di qualunque terzo a far valere la nullità di cui all'art. 2379 c.c., intendendosi come terzo anche il socio, qualora sia portatore di un interesse diverso da quelli tipici del socio. Naturalmente, il giudice può rilevare la nullità anche d'ufficio.

Dalla interpretazione letterale della norma risulta altresì che la deroga agli artt. 2377 e 2379 c.c. si riferisce alle sole impugnazioni che riguardano il contenuto del bilancio e le relative valutazioni (mentre nulla è innovato per quanto attiene all'impugnativa per altri vizi, quali ad esempio quelli del procedimento di formazione della deliberazione stessa) e che tale limitazione, per così dire oggettiva, riguarda anche l'intervento della Consob (come risulta dall'avverbio «anche» dell'art. 6, 2° comma, che estende alla Consob la stessa «impugnazione» considerata dal primo comma).

Del resto nel sistema introdotto dal d.p.r. n. 136 del 1975 la limitazione del diritto di impugnativa del singolo socio, stabilita anche allo scopo di limitare in qualche modo le «azioni di disturbo» da parte dei c.d. professionisti delle assemblee, si ricollega per un verso alla garanzia offerta dalla certificazione del bilancio da parte della società di revisione, in seguito al controllo dell'osservanza da parte della società delle norme dettate in tema di redazione del bilancio, per altro verso al conferimento di un autonomo potere di impugnativa alla Consob.

Pare logico che il limite oggettivo che riguarda il potere di impugnativa della Consob coincida con i limiti entro i quali è stato sottratto al singolo azionista il diritto di impugnativa stesso.

Le limitazioni del diritto in questione riguardano per espressa disposizione di legge i soli bilanci certificati. La mancata certificazione, infatti, fa venir meno quella garanzia rappresentata dall'esito positivo del controllo svolto dalla società di revisione, rendendo logico e necessario un ritorno alla regola dell'impugnabilità da parte del singolo socio secondo i principi generali.

Se ai fini dell'individuazione del soggetto legittimato ad impugnare il bilancio, ai sensi dell'art. 6, rileva il rilascio o meno della certificazione, si pone il problema di determinare gli effetti della c.d. certificazione con «riserve» o «eccezioni».

Si tratta di qualificazioni introdotte dalla dottrina sulla base di principi dettati negli Stati Uniti dalle organizzazioni professionali. In particolare secondo tali principi la relazione che si accompagna al bilancio sottoposto al controllo della società di revisione deve contenere un'opinione sul bilancio stesso, distinguendosi tra *fairness* (giudizio positivo) *qualified opinion* (giudizio con riserve, rilievi od eccezioni) *disclaimer of opinion* (rinuncia alla formazione di un giudizio) e *adverse opinion* (giudizio negativo).

Dovendosi ricondurre tali classificazioni nell'ambito dell'ordinamento italiano, che riconosce soltanto la figura del bilancio certificato (o non certificato), si deve ritenere che il bi-

lancio non si possa considerare certificato, oltre naturalmente che nell'ipotesi di rinuncia alla formulazione di un giudizio (*disclaimer of opinion*) cui si ricorre quando, a causa per esempio di notevoli limitazioni alla sua attività di controllo o a causa di riserve rilevanti sul bilancio nel suo complesso, il revisore è stato impossibilitato ad esprimere un qualsiasi giudizio di attendibilità.

Deve ritenersi per contro che il bilancio possa considerarsi certificato nell'ipotesi di giudizio con riserve, rilievi od eccezioni (*qualified opinion*), in quanto si tratta di giudizi che comunque non inficiano la regolarità ed attendibilità del bilancio nel suo complesso.

Il bilancio certificato con riserve, rilievi od eccezioni, in quanto bilancio certificato può quindi essere impugnato dalla Consob, ai sensi dell'art. 6 del d.p.r. n. 136 del 1975.

Premesso quanto sopra, per individuare in concreto il ruolo della Consob nell'esercizio del potere-dovere di cui all'art. 6 occorre procedere:

a) alla qualificazione dell'interesse ad agire della Consob nell'esercizio dei poteri di impugnativa di cui all'art. 6 del d.p.r. n. 136 del 1975;

b) alla determinazione dei limiti entro i quali la violazione delle norme riguardanti il contenuto del bilancio e le relative valutazioni renda necessario l'intervento della Consob.

Per quanto riguarda il primo punto, si ritiene che l'interesse ad agire della Consob, organo posto a tutela del corretto funzionamento del mercato dei valori mobiliari, non debba essere individuato in uno specifico pregiudizio, anche se non di carattere patrimoniale, come affermato dalla Suprema Corte con riguardo a qualunque terzo, bensì debba essere individuato nell'interesse a che i bilanci rappresentino l'effettiva situazione patrimoniale ed economica della società e quindi assolvano alla loro funzione informativa anche nei riguardi dei terzi e del mercato in genere.

Per quanto riguarda il secondo punto, ritenuto ormai acquisito per le ragioni sopra esposte che l'ambito oggettivo dell'intervento della Consob è rappresentato dalla violazione delle norme che riguardano il contenuto del bilancio e le relative valutazioni, occorre ricordare il vivace dibattito dottrinale e giurisprudenziale circa gli effetti della violazione dei principi di cui all'art. 2423, 2° comma, c.c. Invero, all'opinione secondo cui la violazione dei principi di chiarezza e precisione assurge a causa di nullità della deliberazione assembleare di approvazione del bilancio, sempre che si concreti nella violazione del principio di «verità», principio posto a tutela del generale interesse dei soci e dei terzi all'effettiva conoscenza della situazione patrimoniale ed economica della società, si contrappone quella secondo cui — essendo la verità di un bilancio cosa sostanzialmente diversa dalla sua chiarezza, sicché vi possono essere bilanci veri ma non comprensibili — i due valori sarebbero diversi tra loro ed entrambi meritevoli di autonoma considerazione e tutela.

Così la violazione del principio di chiarezza di cui all'art. 2423 c.c., posto nell'interesse dei soci e dei terzi alla conoscenza della composizione del patrimonio sociale e dei rapporti

quantitativi tra i suoi diversi componenti, sarebbe causa di nullità della delibera di approvazione del bilancio anche se non dia luogo ad una violazione del principio di verità. Anche la violazione del principio di precisione potrebbe essere causa di nullità della delibera di approvazione del bilancio autonomamente rispetto alla violazione del principio di verità.

La Consob ritiene che la seconda interpretazione sia in linea con la funzione propria del bilancio quale documento informativo per i soci, i terzi e il pubblico in genere. Non vi è dubbio infatti che un bilancio viziato nella chiarezza e precisione, anche se vero, non garantisce adeguatamente la trasparenza societaria. Si ritiene conseguentemente che la Consob, organo preposto a tutela della trasparenza e della correttezza delle informazioni destinate al pubblico, debba intervenire ai sensi dell'art. 6, 2° comma, d.p.r. n. 136 del 1975 ogni qualvolta la violazione delle norme sul contenuto del bilancio e relative valutazioni determini violazione del principio di chiarezza e precisione, quand'anche il bilancio non possa dirsi propriamente falso.

Ad analoghe conclusioni si potrebbe del resto pervenire argomentando che la norma dell'art. 6, 2° comma, d.p.r. n. 136 del 1975, estendendo alla Consob i poteri di cui al 1° comma dello stesso articolo, ha investito la Commissione di tale potere sia con riguardo ai vizi (relativi al contenuto del bilancio e alle sue valutazioni) che determinano nullità sia con riguardo ai vizi (relativi al medesimo oggetto) che determinano annullabilità della delibera di approvazione del bilancio.

In tal senso verrebbe meno, nei confronti della Consob, la necessità di distinguere tra violazione del principio di verità e violazione del principio di chiarezza e precisione giacchè non vi è dubbio che la violazione di quest'ultimo determina (quanto meno) annullabilità, essendo dibattuto soltanto se tale violazione possa assurgere a causa di nullità.

In conclusione, la Consob dovrebbe valutare l'opportunità di esercitare il potere di impugnativa del bilancio certificato ex art. 6 del d.p.r. n. 136 del 1975 ogniqualvolta essa rilevi una violazione di norme poste a tutela della chiarezza e/o della precisione del bilancio, tale da inficiare sostanzialmente la funzione informativa del bilancio stesso — inteso come documento comprensivo dello stato patrimoniale, delle relazioni degli amministratori, del collegio sindacale e della società di revisione — e cioè la sua idoneità a fornire al mercato una corretta rappresentazione della situazione patrimoniale ed economica della società.

Nell'esercizio dei poteri di cui all'art. 6 del d.p.r. n. 136 del 1975 risulta importante per la Consob il lavoro svolto dalle società di revisione, soggetti privati abilitati a svolgere funzioni di controllo della contabilità e della valutazione del patrimonio sociale delle società con azioni quotate in borsa in ragione della loro specifica qualificazione professionale e delle particolari garanzie di idoneità tecnica e di indipendenza. Il sistema delineato dal legislatore trova quindi un punto di equilibrio proprio nell'aver affiancato, nelle ipotesi in cui altro non sia richiesto se non qualificazione professionale e competenza tecnica, all'organo di controllo del mercato mobiliare un soggetto privato tecnicamente qualificato. Ne consegue quindi che il controllo rimesso alla Consob circa l'attendibilità del bilancio delle società con azioni



quotate trova presupposto nell'attività svolta dalle società di revisione, il cui operato è sottoposto al vaglio della Consob.

Pertanto, se da tale vaglio emerge la qualità professionale dell'attività dei revisori, le risultanze del loro operato ben possono essere prese a base delle valutazioni che la Commissione è tenuta ad esprimere.

Infatti, benchè gli obiettivi perseguiti siano diversi — quello dei revisori, l'espressione di un parere professionale, quello della Consob, l'eliminazione dal mondo del diritto di una delibera assembleare viziata — tuttavia identica è la materia oggetto delle due attività: quella contabile relativa al contenuto ed alle valutazioni del bilancio d'esercizio.

Ciò si manifesta sia sotto il profilo del giudizio di significatività («materialità») delle deviazioni da corretti principi contabili che danno luogo all'evidenziazione nella relazione di certificazione delle c.d. eccezioni, sia sotto il profilo del giudizio di sintesi sul bilancio nel suo complesso, che rappresenta il discrimine tra un rilascio di certificazione ed il non rilascio di certificazione.

È questo forse l'aspetto più delicato dell'attività delle società di certificazione, in quanto rappresenta il punto di saldatura tra il processo analitico di revisione, che impone di considerare ogni deviazione da corretti principi contabili ed ogni riserva in modo del tutto autonomo, ed il processo di valutazione sintetica che porta ad esprimere un giudizio complessivo e definitivo sul bilancio tenendo conto di tutti i suoi aspetti e soprattutto delle eccezioni o delle riserve evidenziate.

#### 10. L'insider trading

Il 1988 è stato un anno particolarmente significativo per lo sviluppo del dibattito sull'*insider trading*. Sia in Europa, in vista dell'unificazione dei mercati finanziari, sia in altri Paesi extra-europei, l'attività di studio, riflessione e proposta di nuovi assetti legislativi è stata particolarmente vivace. Progetti di riforma delle attuali normative e di introduzione di nuove specifiche leggi sono state avanzate negli Stati Uniti, in Giappone, in Germania, in Francia e, non ultima, nella stessa Comunità, che sta predisponendo un'apposita direttiva. In Italia un progetto, scaturente dall'unificazione di diverse proposte di legge, è attualmente in discussione alla Camera dei Deputati.

L'*insider trading* si configura come una situazione in cui un soggetto gode di un vantaggio informativo ingiustificato.

L'attività di *insider trading* è considerata, nei Paesi dove vige un'apposita regolamentazione, illegale perchè dannosa sia per i singoli investitori, vittime dell'*insider*, sia per l'efficienza del mercato.

Una descrizione del fenomeno con una precisa identificazione dei suoi contorni, ed in

particolare una definizione del tipo di informazione di cui l'*insider* fa uso, rappresenta una condizione necessaria e preliminare per la discussione delle conseguenze delle possibili forme di regolamentazione di questa attività.

L'*insider trading* può definirsi come una contrattazione che avviene grazie all'esistenza di un'informazione «privilegiata» di cui una delle parti dispone in virtù della propria posizione.

La definizione di *insider trading* rimanda necessariamente all'analisi ed alla definizione dell'informazione su cui la contrattazione è basata. L'informazione «privilegiata» è un'informazione acquisita in modo esclusivo; ciò significa che l'*insider*, a differenza degli altri investitori, ha accesso all'informazione perchè ricopre un ruolo o una posizione tale da consentirgli di osservare fatti, notizie, documenti ecc. che non sono stati ancora resi pubblici.

È opportuno distinguere tra acquisizione iniziale dell'informazione privilegiata e successiva trasmissione della stessa.

Non necessariamente l'*insider* che ha inizialmente accesso all'informazione privilegiata la utilizza direttamente; egli può anche cederla a terze persone. Anche il soggetto che riceve l'informazione, cosciente che si tratta di informazione privilegiata, deve essere considerato un *insider*.

Per poter parlare di informazione «privilegiata» devono esistere alcune caratteristiche specifiche. Si deve trattare di un'informazione:

- a) privata, cioè prodotta o raccolta privatamente, che non viene usata nell'interesse del soggetto che l'ha prodotta o raccolta, bensì da un altro soggetto legato al primo da una relazione in genere contrattuale. L'utilizzo di informazione privilegiata implica quindi la rottura di vincoli fiduciari, obblighi di riservatezza o segreto d'ufficio;
- b) rilevante, cioè tale che, se conosciuta dai partecipanti al mercato, influenzerebbe l'andamento dei prezzi;
- c) gratuita, cioè acquisita senza costo dall'*insider*.

Il fenomeno dell'*insider trading* deve essere distinto da quello ben più generale della contrattazione fra soggetti che dispongono di una informazione «diversa». Questa situazione è infatti assolutamente lecita ed anzi costituisce il più diffuso motivo di scambio sul mercato.

È del tutto naturale che gli operatori economici abbiano una percezione diversa della possibilità che un dato «evento» si verifichi: questa percezione sarà basata sull'informazione privata degli agenti e sul loro diverso utilizzo dell'informazione pubblica disponibile sul mercato.

L'informazione privata può essere prodotta direttamente attraverso una personale attività di ricerca, o può essere acquisita comprandola sul «mercato dell'informazione». In entrambi i casi, i soggetti economici, che scelgono di acquisire informazione, sopportano un costo, perchè investono parte delle loro risorse nella produzione o nella raccolta dell'informazione.

Le condizioni di efficienza del mercato dell'informazione si riflettono sul mercato dei capitali, dove l'informazione viene usata dagli agenti economici per ottenere — date le loro pre-

ferenze e i loro vincoli di bilancio — una più efficiente allocazione delle loro risorse.

Quando gli agenti economici, trattando sul mercato dei capitali, non ottengono extra-profitti dovuti all'utilizzo dell'informazione acquisita, allora il mercato deve essere considerato efficiente.

Anche in un mercato dell'informazione efficiente intercorrerà un periodo di tempo tra la produzione di nuova informazione e l'aggiustamento dei prezzi che da essa può derivare. Il periodo di aggiustamento, durante il quale i prezzi non riflettono completamente le nuove informazioni, è necessario per la copertura dei costi di acquisizione dell'informazione da parte degli investitori.

L'economia raggiunge un equilibrio efficiente, dove tutte le risorse dei singoli operatori sono utilizzate al meglio, dopo che gli agenti hanno contrattato sulla base dei loro diversi livelli informativi. Mentre ciascuno è libero di scegliere se investire nell'attività di raccolta, ricerca e produzione di informazione, quest'attività beneficerà anche i non informati, i quali, osservando il movimento dei prezzi, potranno migliorare le loro previsioni sull'evoluzione del mercato.

La contrattazione sulla base di informazione privata aumenta quindi il livello di efficienza del mercato favorendo l'adeguamento dei prezzi al valore fondamentale dei titoli.

Per contro, l'acquisizione di informazione privata senza costo, unitamente al fatto che i prezzi di mercato non si adeguano istantaneamente alla nuova informazione, fa sì che l'*insider* ottenga extra-profitti sul mercato dei capitali; si è quindi in presenza di una sorta di arricchimento senza causa nei confronti di terzi, di cui l'*insider* è il beneficiario.

Inoltre, la presenza di *insider* sul mercato favorisce la diffusione di pratiche di manipolazione del mercato stesso: alcuni investitori, anche sulla base dell'identità di coloro che trattano un certo titolo, possono indovinare che un *insider* sta agendo sul mercato e avranno perciò un incentivo ad entrare sul mercato essi stessi; questo effetto di imitazione si basa essenzialmente sul fatto che gli investitori ritengono che l'informazione posseduta dall'*insider* sia vera. Tuttavia, la possibilità che l'*insider* tratti su informazione falsa non è facilmente accertabile e quindi la presenza di *insider* finisce per facilitare l'entrata di manipolatori sul mercato.

Un manipolatore può essere definito come un investitore che, speculando su un'informazione falsa, riesce ad attirare altri investitori sul mercato e a provocare una variazione artificiale dei prezzi. La presenza di *insider trading* favorisce dunque le pratiche di manipolazione del mercato aumentando così la rischiosità delle transazioni.

Quando l'informazione viene utilizzata dall'*insider*, per effetto del processo di scambio, essa viene progressivamente trasmessa al mercato. Nel caso in cui si tratti di risultati di ricerche per cui le imprese o altri enti hanno investito risorse, lo sfruttamento dell'informazione da parte dell'*insider* preclude a questi soggetti la possibilità di remunerare il proprio investi-

mento. L'effetto finale è che l'investimento in attività di ricerca per innovazione e invenzione sarà disincentivato.

Un caso particolare è rappresentato dall'*insider trading* in presenza di *takeovers*. Se l'*insider* specula sui titoli della società obiettivo prima che la società acquirente dichiari la sua offerta, l'investimento dell'*insider*, aggiungendosi all'attività di acquisto preliminare dell'acquirente, accelererà il movimento del prezzo. Quando l'effetto sul prezzo è rilevante l'attività dell'*insider* produrrà un aumento del costo di acquisizione della società obiettivo, scoraggiando così l'investimento. La distorsione generata abbassa il livello ottimale di acquisizioni sul mercato riducendone quindi l'efficienza.

Gli investitori, e specificamente gli intermediari e gli investitori istituzionali, che più frequentemente sono la controparte degli *insiders*, reagiscono al rischio di trattare in perdita con un *insider* elevando le commissioni e gli *spreads* richiesti per compensare la propria attività.

La percezione del rischio di scambiare in condizioni di informazione asimmetrica si traduce quindi in un più elevato costo del capitale per gli investitori. La diffusa presenza di *insiders* genera una sorta di «tassa implicita» che deve essere pagata per investire sul mercato dei capitali. Le distorsioni derivanti da questo fenomeno per le imprese che vogliono finanziarsi sul mercato sono evidenti.

Infine, è possibile che l'attività di *insider trading* generi sfiducia nel mercato, soprattutto in quegli investitori che, non potendo identificare l'*insider*, ne divengono la controparte e subiscono perciò delle perdite. La maggiore incertezza di mercato può provocare una fuga dal mercato stesso.

Quest'effetto negativo sulla liquidità del mercato è però bilanciato dal fatto che l'*insider*, trattando su un titolo, offre l'opportunità di scambiare agli investitori che vogliono o debbono farlo per motivi di liquidità. La presenza di *insiders* ha quindi un effetto diretto di aumento del grado di liquidità del mercato ed un effetto indiretto di riduzione della stessa.

Le posizioni sulla regolamentazione dell'*insider trading* coprono uno spettro molto ampio che vede ad un estremo coloro che sostengono l'inutilità di un intervento che imponga una disciplina all'acquisto di informazione privilegiata e all'altro estremo coloro che vedono nell'eliminazione di ogni differenza di informazione la garanzia di equità informativa per tutti gli investitori.

La prima posizione è fondata sull'ipotesi di efficienza in senso forte dei mercati. Secondo questa ipotesi i prezzi riflettono istantaneamente tutta l'informazione disponibile nell'economia, cosicché non è possibile che qualcuno possa ottenere extra-profitti speculando sull'informazione privata.

Ragioni di ordine teorico non meno che empirico portano a ritenere questa posizione superata. I prezzi infatti non si aggiustano istantaneamente ai nuovi livelli informativi e coloro che possiedono informazione «privilegiata» possono effettivamente ottenere degli extra-profitti.

La seconda posizione implicitamente non distingue tra informazione privata e informazione «privilegiata»: l'obiettivo, secondo i sostenitori di questa posizione, è l'eliminazione di ogni contrattazione che non avvenga sulla base di informazione pubblica.

Un intervento così radicale avrebbe però l'effetto negativo di congelare gli scambi e di togliere ai prezzi il loro fondamentale ruolo informativo. L'esistenza di informazione eterogenea è un fenomeno connesso al mercato stesso, la cui eliminazione non è né realistica né consigliabile. I prezzi svolgono un importante ruolo di trasmissione ed aggregazione delle informazioni e gli scambi che avvengono sulla base di informazione diversa sono la condizione necessaria perché questo ruolo sia svolto adeguatamente. Se detti scambi fossero eliminati l'unico effetto sarebbe quello di avere un mercato informativamente inefficiente, dove la discrepanza tra prezzi e fondamentali sarebbe elevata.

Si comprende quindi come sia i lavori per la predisposizione d'una direttiva comunitaria sia i progetti in discussione innanzi al Parlamento abbiano nella definizione di informazione rilevante il punto più delicato e più critico.

È tale una informazione non ancora resa pubblica, avente carattere preciso, che, qualora resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzare sensibilmente il corso di uno o più valori mobiliari.

L'accesso all'informazione «riservata» può aver luogo sia in relazione alla qualità di membro di organo di amministrazione (o di sorveglianza) di una società o, più in generale, in relazione all'esercizio di una professione o ufficio (o anche a motivo della partecipazione al capitale di una società).

Chi ha accesso all'informazione riservata per le ragioni indicate (o comunque riceve l'informazione dai soggetti sopra menzionati, essendo consapevole del carattere riservato della stessa) non può acquistare o vendere valori mobiliari sfruttando detta informazione.

Le ragioni che stanno alla base della disciplina spiegano altresì la limitazione della stessa alle operazioni sui valori mobiliari quotati in borsa: sono proprio queste le operazioni in cui, mancando un contratto tra le parti, si pone un problema di parità di condizioni tra gli investitori.

Da un punto di vista operativo, un'efficace repressione del fenomeno presuppone, in capo all'organismo preposto all'osservanza delle norme sull'*insider trading*, ampi poteri di controllo sulle operazioni di borsa nonché poteri di indagine che consentano di individuare chi abbia effettuato le operazioni sfruttando un'informazione riservata.

La crescente internazionalizzazione dei mercati finanziari, ed in particolare la tendenza verso la quotazione di uno stesso titolo in più borse, rende inoltre necessario affrontare il tema dell'*insider trading* in chiave più ampia. Vi è innanzitutto una esigenza di uniformizzazione delle discipline, onde evitare che l'*insider* sposti la propria attività in un Paese la cui disciplina del fenomeno sia a lui più favorevole: ciò a livello comunitario troverà soluzione nella

direttiva attualmente all'esame della Commissione. Si renderanno necessarie forme di collaborazione tra le autorità di controllo dei diversi Paesi, anche extracomunitari, al fine di poter raggiungere l'*insider* che opera dall'estero su una borsa italiana o che opera su una borsa straniera ove siano quotati titoli italiani. Un primo importante passo in questo senso è stato compiuto con la Convenzione del Consiglio d'Europa che di recente è stata aperta alla ratifica da parte degli Stati aderenti.

## 11. Il mercato dei futures

Il 1988 ha visto porsi in termini concretamente propositivi la questione della creazione di un mercato dei *futures* anche in Italia.

I *futures* finanziari sono contratti a termine standardizzati nei quali l'oggetto dello scambio è uno strumento finanziario trattato a pronti in un mercato sottostante. I *futures* sugli indici di borsa sono contratti a termine basati sull'andamento di un indice azionario opportunamente individuato. L'esigenza di porre regole precise, con finalità prudenziali, e di verificarne l'osservanza si pone per i mercati dei *futures* a causa del rischio che essi divengano mercati prevalentemente speculativi.

I *futures* finanziari possono essere usati per molti fini: la copertura del rischio di posizione in azioni, obbligazioni o valute, la speculazione sull'andamento degli indici, la rapida mobilitazione di blocchi di portafoglio e altri ancora. Si può assumere che la loro caratteristica naturale di strumento di copertura e di mobilitazione di grandi portafogli renda i *futures* specialmente appetibili per gli investitori istituzionali.

Il collegamento fra il mercato dei *futures* e il mercato dei prodotti finanziari sottostanti è talmente stretto che una attenta regolamentazione del primo è resa assolutamente necessaria dall'esigenza di evitare che eventuali fenomeni di crisi si trasmettano anche all'altro mercato.

Il prezzo dei *futures* in prima approssimazione viene stabilito tenendo conto delle aspettative, esistenti alla data di contrattazione, sul prezzo che l'attività sottostante avrà il giorno di scadenza del contratto. Queste aspettative sono influenzate dal prezzo che vige sul mercato primario il giorno in cui il contratto è stipulato e dal costo del denaro tra le due date. Vi è quindi una relazione precisa tra il prezzo dei *futures* e il prezzo che si forma nel mercato sottostante.

Non vi è perciò, o meglio non vi dovrebbe essere, un mercato sottostante e un mercato dei *futures* finanziari davvero separati. L'esperienza statunitense, dove il mercato azionario e il mercato dei titoli derivati sono segmentati in comparti sostanzialmente autonomi, tanto sotto il profilo dell'organizzazione che sotto quello della regolamentazione, presenta pericoli. Le conseguenze di tale segmentazione si sono manifestate nell'ottobre del 1987, quando vi è stata una trasmissione della crisi da un comparto all'altro del mercato che ha colto di sorpresa le

Autorità di controllo, ha diffuso panico tra gli operatori e ha paralizzato i meccanismi di collegamento tra i mercati.

A differenza di altri tipi di contratti a termine, nei quali alla data di esecuzione il titolo oggetto del contratto viene consegnato al compratore, i *futures* sugli indici di borsa esistenti sui mercati esteri si attuano solo con lo scambio di contante. La somma pagata è la differenza tra la somma precedentemente pattuita, e cioè il prezzo del *future*, ed il valore dell'indice di borsa prescelto nel giorno di scadenza.

Una peculiarità dei mercati dei *futures* è che le posizioni degli investitori, tra la data in cui hanno stipulato il contratto e la data della sua liquidazione, sono ricalcolate giornalmente tenendo conto dei guadagni o delle perdite in conto capitale. Questo processo di aggiustamento giornaliero del valore del contratto, definito nella letteratura *marking to market*, differenzia i mercati dei *futures* rispetto ai tradizionali mercati a termine. Il ricalcolo giornaliero delle posizioni richiede che il saldo del valore del contratto sia liquidato giornalmente, impedendo così l'accumulazione di perdite o guadagni su periodi più lunghi di un giorno, onde minimizzare i rischi di illiquidità o di insolvenza. Il processo così descritto crea l'esigenza di un ricalcolo e di una compensazione continua del valore dei contratti, e di una accurata verifica giornaliera del livello del deposito cautelativo, problemi di grande importanza per l'Autorità di controllo e di notevole difficoltà e costo per chi deve gestire il mercato.

Sempre l'esperienza estera insegna che un rapido cambiamento delle aspettative può determinare una prevalenza di investitori in acquisto o in vendita di posizioni *futures* in corrispondenza di un dato prezzo di partenza od uno sconto sul mercato dei *futures* rispetto al mercato sottostante. Se i costi di transazione su entrambi i mercati sono sufficientemente bassi, l'azione degli arbitraggisti, agendo sulla divergenza tra il prezzo sul mercato azionario e quello sul mercato dei *futures*, riporterà i mercati in equilibrio. I prezzi sul mercato dei *futures* e su quello azionario saranno quindi tanto più allineati quanto più attivi sono gli arbitraggisti. In mercati poco liquidi gli alti costi di transazione e l'elevata volatilità dei prezzi potrebbero limitare l'attività di arbitraggio rendendo erratica la relazione tra i prezzi sul mercato primario e quelli sul mercato derivato e perciò difficili le strategie di diversificazione e di copertura del rischio da parte degli investitori.

Nel caso dei *futures* sugli indici di borsa, dove lo strumento è basato su di un indice costituito da un ampio paniere di prodotti negoziati sul mercato azionario, il costo da sostenere per intraprendere la strategia di arbitraggio è piuttosto elevato, dovendo l'arbitraggista stesso mantenere un ampio portafoglio azionario sul mercato primario.

In Italia la scarsa liquidità di molti titoli quotati sul mercato azionario fa sì che il problema della scelta dell'indice di borsa su cui basare un eventuale strumento *future* si presenti particolarmente delicato e richieda perciò un attento studio.

Si ritiene comunemente che i *futures* finanziari rappresentino uno strumento molto rischioso. Tuttavia, deve essere ribadito che il rischio sostenuto acquistando o vendendo un *future* finanziario, o qualsiasi altro strumento a rendimenti variabili, dipende dalla composizione del proprio portafoglio.

Differenti attività hanno rendimenti differentemente correlati tra di loro; acquistando due attività con rendimenti negativamente correlati si ottiene una riduzione del rischio complessivo. Come insegna la teoria economica, è la correlazione tra i rendimenti e non il rischio relativo degli strumenti che conta.

I *futures* finanziari sugli indici di borsa sono proprio un'applicazione di questo principio: essi permettono all'operatore di assicurare in maniera economica ed efficiente il rischio di un portafoglio azionario rispetto alla classica strategia di ridurre la componente azionaria del portafoglio e di incrementare quella a reddito fisso.

Resta sempre vero che il rischio aggregato dell'investimento azionario non può essere che molto marginalmente ridotto dalla presenza di strumenti derivati il cui valore è essenzialmente legato a quello del mercato primario, il ruolo di questi strumenti essendo soltanto quello di operare una efficiente redistribuzione del rischio stesso tra gli operatori.

I *futures* finanziari possono tuttavia diventare anche uno strumento altamente speculativo. Essi permettono agli investitori di scommettere sull'andamento futuro dell'indice di borsa sostenendo costi di transazione spesso molto ridotti rispetto a una strategia speculativa eseguita direttamente sul mercato azionario.

Si potrebbe pensare che lo strumento da adottare per contenere la speculazione sia l'imposizione di depositi cautelativi sufficientemente elevati. Nel calcolare i margini di copertura, l'autorità di regolamentazione deve però tenere nel debito conto il possibile effetto che un livello eccessivo dei depositi cautelativi avrebbe sulla liquidità del mercato, sull'attività degli arbitraggisti ed in generale sull'efficienza dello strumento. Sul mercato azionario italiano i depositi cauzionali in vigore sono oggi pari al cento per cento e non si può certo pensare di applicare margini così elevati ad un mercato dei *futures* finanziari.

La fattibilità del mercato dei *futures* in Italia non può essere valutata disgiuntamente da un esame della situazione attuale della borsa italiana e in particolare dello stato di attuazione della sua riforma.

L'adozione di procedure di negoziazione e di liquidazione moderne ed efficienti sui mercati primari deve essere considerata una condizione preliminare indispensabile per la creazione di un mercato dei valori mobiliari derivati. Solo quando gli obiettivi di trasparenza del mercato, di qualità dei prezzi, di concentrazione degli scambi in borsa, ai quali mira la riforma, saranno stati assicurati, si potrà puntare allo sviluppo di un mercato dei valori mobiliari derivati.



In sintesi, è opinione della Commissione che la creazione del mercato dei *futures* non possa anticipare, ed anzi debba seguire, lo sviluppo e la riforma del mercato azionario. Se il processo di riforma del mercato delle azioni e il processo di innovazione finanziaria non fossero strettamente legati, si rischierebbe di far prevalere la componente più speculativa, ritardando così lo sviluppo ordinato del nostro mercato finanziario.

I *futures* finanziari rappresentano una possibilità importante di arricchimento del nostro mercato finanziario. Non spetta alla Consob, bensì alla spontaneità del mercato, suggerire quali sono gli strumenti più adatti per rispondere alle varie esigenze economiche degli operatori. Spetta invece all'Autorità di regolamentazione il compito di contribuire a tracciare le linee progettuali per uno sviluppo ordinato dei mercati e poi garantire che questi mercati fruiscono di controlli della stessa qualità ed efficacia di quelli oggi esistenti.

In questa prospettiva la Commissione ritiene di dover avanzare alcuni suggerimenti. In primo luogo appare necessario disegnare strumenti e mercati che offrano tutte le garanzie di efficienza, di trasparenza e di stabilità che sono necessarie. L'attenzione con la quale Governo e Parlamento seguono i problemi del mercato mobiliare lascia sperare che gli strumenti e i mercati che saranno ritenuti validi e necessari saranno regolamentati in tempi compatibili con la necessità di rispondere alla sfida di un mercato finanziario europeo integrato e fortemente competitivo.

Sul problema dell'alternativa fra la costituzione di un mercato dei *futures* pubblico o privato, la Commissione è senz'altro dell'opinione che i *futures* finanziari in Italia debbano essere trattati in borsa. Solo l'efficienza e la chiarezza della procedura di contrattazione in borsa può garantire le condizioni di trasparenza necessarie al nuovo mercato e consentire il collegamento indispensabile con il mercato dei titoli sottostanti.

All'estero i principali mercati di *futures* finanziari sono essenzialmente mercati alle grida ad asta continua. La liquidità del mercato è data dalla presenza di un ampio numero di *dealers* che sono attratti dall'ampiezza del flusso di ordini, spesso di gran lunga superiore a quello dei titoli più liquidi. Si pone perciò il problema anche in Italia, per assicurare la liquidità del mercato, di permettere la negoziazione ad operatori con la possibilità di assumere posizioni in proprio. Nell'evoluzione del nostro ordinamento, le SIM appaiono i candidati naturali per svolgere questo compito, in coerenza con il modello che appare ormai generalmente accettato in Europa.

La sovrapposizione delle scadenze tecniche di liquidazione dei mercati dei *futures* con quelle del mercato azionario sui mercati esteri ha fatto sorgere difficoltà che dovranno essere evitate. Ma il problema più grave è dato dalla possibilità di trasmissione di *shocks* da un segmento all'altro del mercato, in situazioni di panico o di crisi di illiquidità. Tutte queste difficoltà e problemi rendono particolarmente importante il coordinamento della regolamentazione dei due

mercati specialmente per quanto concerne le procedure di negoziazione e il calendario di liquidazione.

A questo proposito giova ricordare che in Italia il mercato azionario già conosce norme che permettono di limitare l'oscillazione dei prezzi attraverso la sospensione delle negoziazioni quando ritenuto necessario dall'Autorità di vigilanza. L'adozione di simili norme per il mercato derivato e la loro armonizzazione con quelle esistenti sul mercato azionario rappresentano il modo più adeguato di risolvere questi problemi, come anche l'esperienza straniera sembra suggerire. Su questi difficili temi la Consob è impegnata in uno studio e un dibattito con le altre autorità di controllo nelle appropriate sedi internazionali.

L'organizzazione delle procedure di garanzia e di liquidazione costituisce uno dei momenti fondamentali per la creazione di un mercato con caratteristiche di efficienza e di stabilità. I mercati di *futures* finanziari organizzati negli altri Paesi hanno mostrato che la funzione di liquidazione dello stesso sono per questi strumenti indissolubilmente legate. La stanza di compensazione, nel caso dei mercati dei *futures*, diventa la controparte a tutti gli effetti del compratore e del venditore in ogni contratto, garantendone così l'effettiva realizzazione.

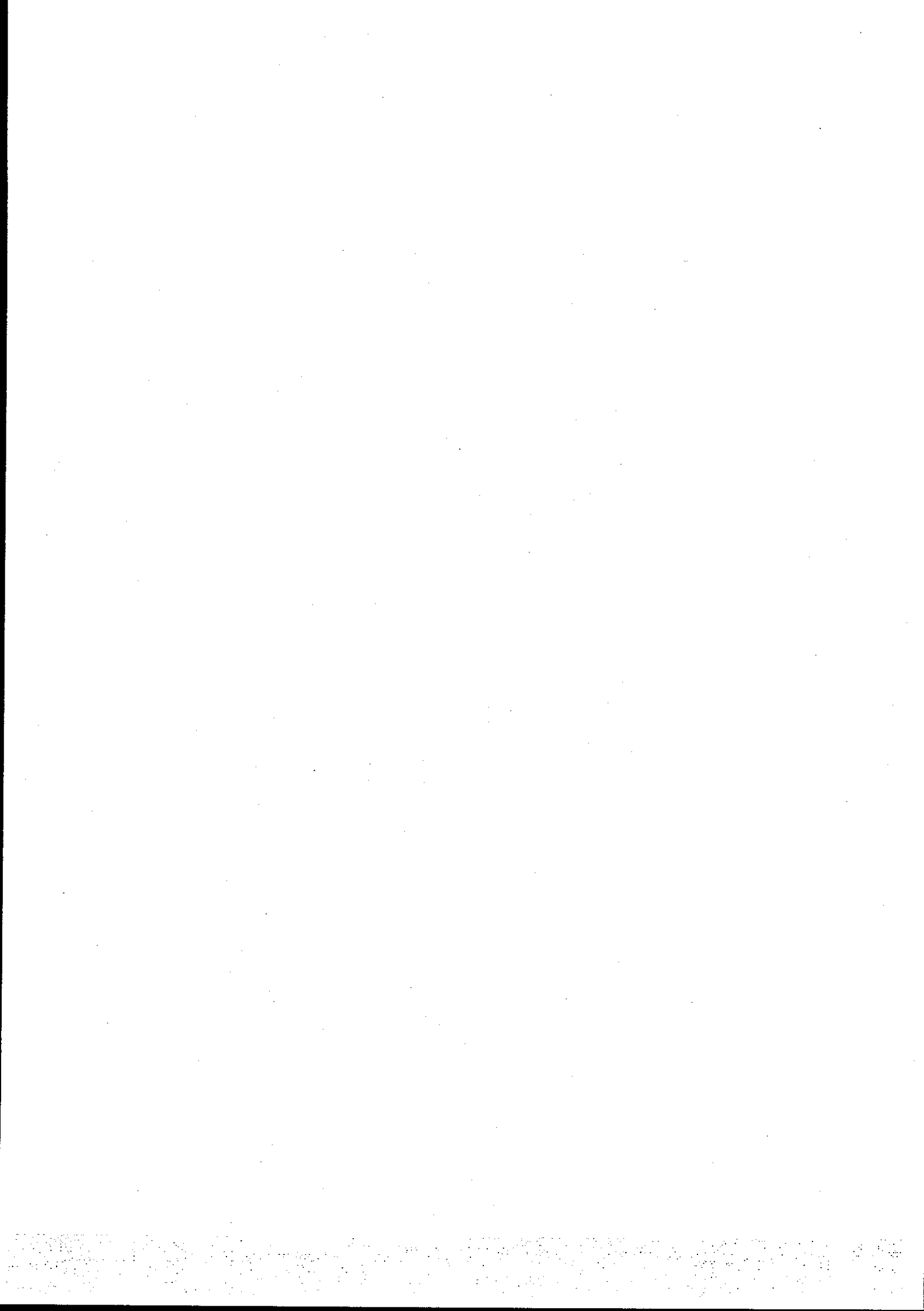
Questa caratteristica rappresenterebbe una novità assoluta per il nostro ordinamento, dove il ruolo della stanza di compensazione è ora strettamente limitato alle funzioni di registrazione e di regolamento delle transazioni. La creazione per il mercato dei *futures* finanziari di una struttura diversa dalle attuali stanze di compensazione, incaricata della garanzia e della liquidazione dei contratti, richiederebbe un investimento consistente, anche in considerazione dell'elevata capitalizzazione che l'Autorità di controllo dovrebbe richiedere al fine di assicurare la stabilità del mercato.

Anche un'elevata capitalizzazione dell'ente incaricato della compensazione potrebbe però non essere sufficiente a garantire la stabilità dello strumento, qualora non fossero posti in essere efficaci meccanismi di compensazione dei debiti e dei crediti assunti dagli operatori sul mercato azionario e su quello dei *futures*. Lo stretto coordinamento delle procedure di compensazione tra i due mercati sarebbe poi ancor più indispensabile qualora, allontanandoci dalle esperienze straniere, si ritenga che in Italia il mercato dei *futures* finanziari possa prevedere la consegna effettiva dei titoli sottostanti al contratto.

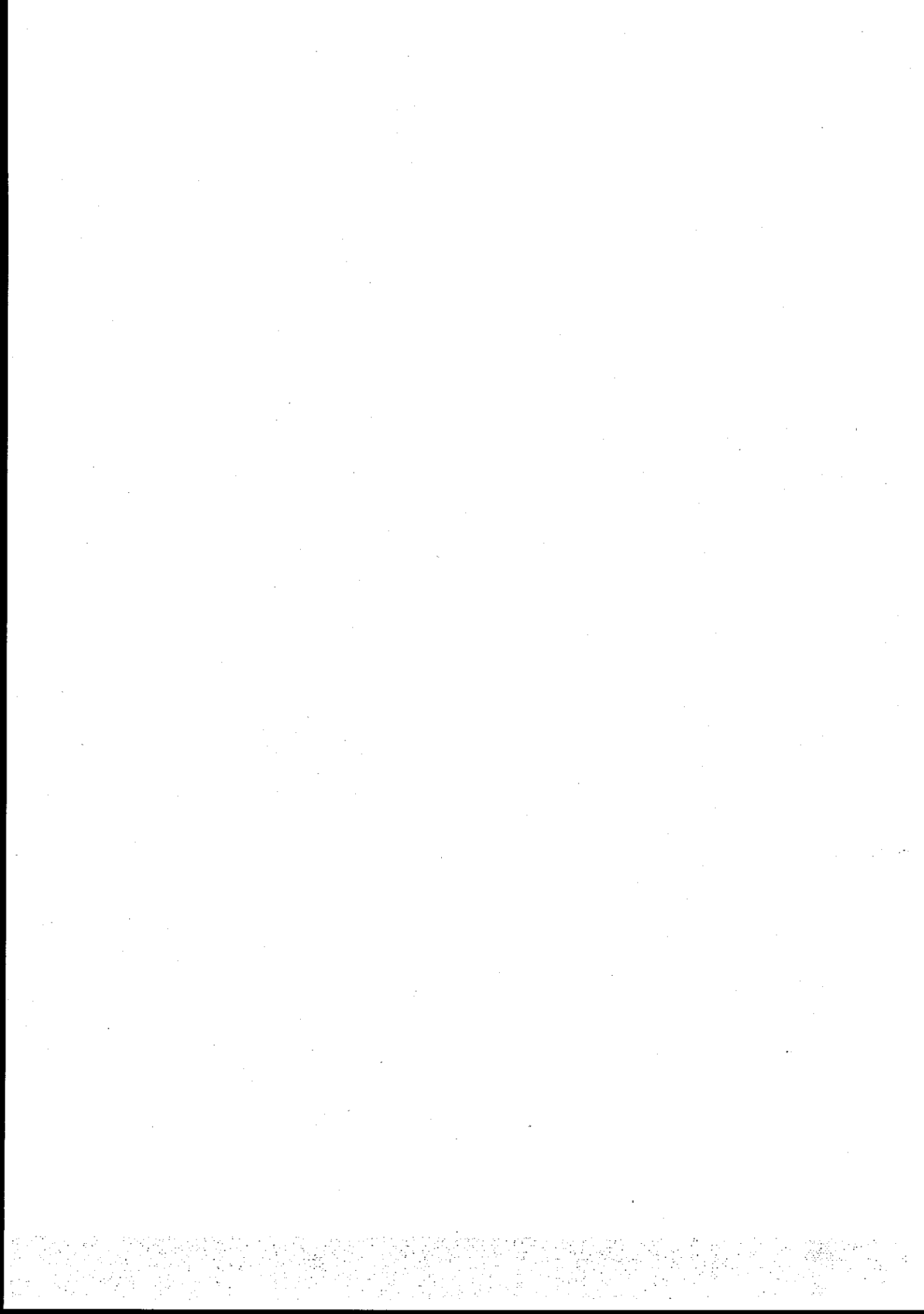
I depositi cautelativi, la capitalizzazione degli intermediari, i limiti di variazione del prezzo, i limiti di posizione per i singoli operatori, i controlli sugli operatori, sono alcuni degli strumenti il cui uso dovrà essere attentamente calibrato dall'Autorità preposta alla regolamentazione e al controllo del mercato mobiliare. Si tratta di contemperare due esigenze diverse ma non per questo contrastanti: evitare di imporre pesi eccessivi ad un mercato nascente e

al tempo stesso dare stabilità e trasparenza al mercato e protezione efficace agli investitori.

Occorre in definitiva che regole precise di comportamento e di controllo esaltino nel progettato mercato dei *futures* la funzione di copertura del rischio: essa infatti rappresenta quell'interesse meritevole di tutela, che giustifica il riconoscimento nell'ordinamento di questi nuovi strumenti finanziari.



**IL QUADRO MACROECONOMICO  
E L'ATTIVITÀ FINANZIARIA**



Per inquadrare l'andamento del mercato mobiliare in un'ottica macroeconomica è necessario esaminare come il risparmio generato dalla nostra economia venga ripartito tra le diverse attività reali e finanziarie, andando così ad alimentare gli investimenti totali.

Le scelte di portafoglio delle famiglie e delle imprese sono influenzate dall'andamento di diverse variabili macroeconomiche, tra le quali primeggiano il reddito, l'inflazione, i tassi di interesse, la politica monetaria e la politica fiscale.

La congiuntura macroeconomica nel 1988 è stata caratterizzata dal proseguire della fase espansiva degli ultimi anni. Il tasso di crescita reale del Prodotto Interno Lordo (PIL) è stato del 3,9%, il valore più alto registratosi nell'ultimo decennio.

L'attività industriale ha registrato un andamento molto soddisfacente, facendo segnare una crescita del valore aggiunto al costo dei fattori pari al 5,3%. Questa crescita è in buona misura il risultato della forte espansione dei settori della trasformazione industriale (+5,8%). Il ciclo di crescita della produzione industriale è ormai giunto al sesto anno consecutivo. La domanda aggregata, stimolata soprattutto dalla spesa per investimenti fissi (+4,9%) e dalla componente estera (+5,9%), è cresciuta in termini reali del 4,6%.

Nel corso del 1988 si sono anche manifestati i primi segni di un'accelerazione dell'inflazione: i prezzi al consumo sono aumentati del 5% in ragione annua, segnando un aumento dello 0,3% rispetto all'anno precedente, con una tendenza all'accelerazione negli ultimi mesi dell'anno.

La presenza di possibili tensioni inflazionistiche è confermata dai dati sull'utilizzazione della capacità produttiva. Nel quarto trimestre del 1988 il grado di utilizzo degli impianti delle aziende manifatturiere è salito rispetto al trimestre precedente dal 78,2% al 79,9%, superando di oltre un punto percentuale il precedente massimo relativo del 78,8% che fu registrato nel 1973.

Le cifre sembrano suggerire che i recuperi di efficienza operati dalle imprese sul versante dell'impiego dei fattori sono prossimi ad esaurirsi, contraendo così i margini che hanno assi-

curato in questi anni la persistenza del ciclo espansivo.

Tra le rigidità strutturali inizia a pesare la diseguale composizione geografica e qualitativa tra la domanda di lavoro delle aziende e la pur ampia offerta di lavoro dei disoccupati e degli inoccupati. Il tasso ufficiale di disoccupazione, fissato a fine anno al 12%, pur restando molto elevato non esprime la situazione di tensione del mercato del lavoro presente in alcune aree geografiche e settori produttivi.

Sul versante dell'interscambio con l'estero ad un disavanzo delle partite correnti di 6.779 miliardi di lire ha fatto fronte un afflusso netto di capitali di 18.882 miliardi. Tenuto conto degli errori ed omissioni, l'incremento delle riserve valutarie ufficiali è stato di quasi 11.000 miliardi. Il forte afflusso di capitali, favorito dagli elevati differenziali di interesse e dalla stabilità delle aspettative sul cambio della lira, ha allentato il vincolo estero favorendo la crescita dell'economia.

Il previsto rallentamento nella crescita dell'economia, e soprattutto l'acuirsi delle pressioni inflazionistiche, delineano per il 1989 un quadro macroeconomico almeno parzialmente meno favorevole di quello in larga parte positivo verificatosi nel 1988.

Sulla base dei dati elaborati dalla Banca d'Italia, nel 1988 il rapporto tra variazione delle attività finanziarie sull'interno del settore non statale al netto delle azioni e il PIL è salito al 16,8%, rispetto al 15,6% del 1987. Si è avuto quindi un aumento della propensione al risparmio finanziario. Le attività finanziarie totali sull'interno al netto delle azioni, sempre al dicembre 1988, risultano pari al 131,8% del PIL, rispetto ad un valore del 126,2% alla fine del 1987.

Il settore non statale comprende, oltre alle famiglie, anche le imprese, le assicurazioni e gli enti pubblici locali; quindi il rapporto tra attività finanziarie del settore non statale e il PIL dà un'indicazione solo approssimativa della dinamica del risparmio finanziario delle famiglie.

Nel periodo che va dal dicembre 1987 al dicembre 1988, le attività finanziarie sull'interno al netto delle azioni — un aggregato che comprende la moneta, i depositi e i certificati di deposito, le accettazioni bancarie, i buoni ordinari del Tesoro, i depositi e buoni fruttiferi degli ICS, i titoli di stato a medio e lungo termine, le obbligazioni e le quote dei fondi comuni — sono aumentate complessivamente del 15,2%.

Nello stesso periodo è stato meno rapido il tasso di crescita degli aggregati finanziari più liquidi. La moneta in senso stretto (M1) è cresciuta solo dell'7,6%, la moneta più i depositi e i certificati di deposito bancari e postali (M2) dell'8,5%, mentre quest'ultimo aggregato più le accettazioni bancarie e i buoni ordinari del Tesoro (M3) è cresciuto del 12,2%.

Sempre con riferimento al periodo dicembre 1987-dicembre 1988, si deve osservare la rapida crescita degli strumenti finanziari a reddito fisso. I BOT sono cresciuti del 27,0%, i titoli di Stato a medio-lungo termine del 24,3%. Sono invece diminuiti i depositi a risparmio



bancari, del 4,6%, e il patrimonio dei fondi comuni di investimento, del 13,3%.

Nel 1988 le passività finanziarie sull'interno, sempre al netto delle azioni, sono cresciute del 12,0%, passando da 808.769 miliardi a 919.186 miliardi. Spicca la crescita della passività verso le aziende di credito che sono aumentate del 15,4%, mentre si pone sui valori medi la crescita delle passività verso gli Istituti di Credito Speciale (+12,6%) e verso l'amministrazione centrale (+12,9%). Sempre poco attivo il comparto obbligazionario: l'aumento delle passività verso questo comparto non ha raggiunto neanche l'1%.

Il fabbisogno del settore statale si è mantenuto ad un livello molto elevato in rapporto al PIL, raggiungendo una quota dell'11,5%, di poco inferiore a quello registrato nel 1987, discostandosi quindi dagli obiettivi di contenimento fissati all'inizio dell'anno. Si tratta di un risultato che pone il nostro Paese lontano dai risultati conseguiti negli altri Paesi industrializzati: basti pensare che tale indicatore è di cinque volte superiore a quello medio degli altri sei maggiori Paesi industriali.

La rigidità dello strumento della politica di bilancio ha fatto gravare ancora una volta soprattutto sulla politica monetaria gli oneri della manovra di politica economica. Il 1988 si era aperto con una politica monetaria espansiva, che era destinata a fugare i timori di una recessione conseguente al crollo dei mercati borsistici dell'autunno 1987. Una volta rivelatisi infondati i timori di recessione, ed in conseguenza della fase espansiva che l'economia continuava ad attraversare, la politica monetaria è divenuta via via più restrittiva allo scopo di contenere la crescita della domanda aggregata. Così il tasso di incremento annuale della base monetaria è sceso dal 10,1% del 1987 all'8,5% del 1988, nonostante la continua crescita della componente estera.

Il rialzo dei tassi di interesse, osservato nella seconda metà dell'anno, è stato pronunciato, forse al di là delle intenzioni della stessa autorità monetaria, a causa non solo della pressione della domanda di credito da parte dell'economia ma anche in conseguenza della difficoltà di mantenere il deficit pubblico nell'ambito degli obiettivi iniziali.

Nella prima parte dell'anno, il finanziamento del deficit è avvenuto soprattutto tramite il ricorso ai titoli a breve scadenza; in seguito, un aumento sui tassi a medio termine offerti dal Tesoro ha favorito lo spostamento delle preferenze dei risparmiatori verso i titoli a medio termine. Alla fine dell'anno, tuttavia, la durata media del debito pubblico è risultata inferiore a quella del dicembre 1987, essendo diminuita da circa tre anni e sei mesi a circa tre anni.

Dal lato della domanda di titoli pubblici occorre osservare che, sempre nel corso del 1988, gli istituti di credito e i fondi comuni di investimento hanno effettuato consistenti smobilizzi di posizioni, pari complessivamente a 15.188 miliardi di lire. Famiglie ed imprese hanno quindi assorbito un volume di titoli di Stato superiore al totale delle emissioni nette dell'anno, accrescendo così ulteriormente la propria quota sulle consistenze, che è passata da 56,7% del 1987 al 62,7% del 1988.

In un anno di rinnovata pressione da parte del bilancio dello Stato sul mercato finanziario, il finanziamento delle imprese attraverso il ricorso netto alla emissione di titoli azionari ed obbligazionari è rimasto limitato. Le emissioni nette di azioni nel corso del 1988 hanno raggiunto 6.930 miliardi contro i 10.432 miliardi del 1987 (-33,6%). Le emissioni nette di obbligazioni hanno toccato i 477 miliardi, mentre nel 1987 avevano raggiunto la cifra complessiva di 3.689 miliardi (-87,0%).

Più positivo nel corso del 1988 è stato l'andamento del mercato secondario: l'indice MIB storico è cresciuto durante il corso dell'anno del 21,3%, passando da un livello di 7.560 del 31 dicembre 1987 ad un livello di 9.169 del 30 dicembre 1988. Il rendimento delle azioni, calcolato come il rapporto tra il dividendo, distribuito o annunciato, ed il corso secco, è rimasto costante per la gran parte dell'anno, per calare di un quinto di punto percentuale nell'ultimo trimestre. In conseguenza, si è avuto un ampliamento di mezzo punto dello spread tra il rendimento delle obbligazioni a lungo termine, cresciuto dello 0,2%, e il rendimento delle azioni (cfr. Tavola 1).

Dal maggio 1988 è operante in Italia il mercato telematico dei titoli di Stato. La creazione di questo mercato rappresenta un tentativo organico di istituire un mercato secondario organizzato per le transazioni di blocchi rilevanti di titoli di Stato. Esso si è affiancato al largo mercato primario dei titoli, organizzato in forma di asta gestita dal Tesoro, e al mercato al dettaglio dei titoli, che è condotto in larghissima misura presso gli sportelli bancari e molto marginalmente presso le borse valori.

Anche se è prematuro tracciare un bilancio di questa innovazione, occorre notare che l'introduzione di questa forma di negoziazione ha contribuito ad attrarre sui mercati ufficiali, pur se in misura limitata, una quota ulteriore degli scambi complessivi.

La Tavola 2 riporta l'evoluzione della struttura della ricchezza delle famiglie dal 1978 al 1988 sulla base dei dati elaborati dalla Banca d'Italia.

Le tendenze di fondo nell'evoluzione della ricchezza finanziaria delle famiglie mostrano una continua e progressiva riduzione del ruolo dei depositi bancari, che vengono in parte sostituiti dai BOT. Si nota anche l'aumento continuo del peso dei titoli a reddito fisso, che riflette essenzialmente lo sforzo delle autorità per trasferire sul comparto del medio e lungo termine il finanziamento di quote crescenti dell'elevato disavanzo pubblico.

Appare quantitativamente importante anche l'incremento della quota delle azioni e dei fondi comuni nelle attività finanziarie possedute dalle famiglie. Si tratta di un aumento realizzatosi principalmente negli anni 1985-86. Infine, risulta in diminuzione all'inizio del periodo e poi stazionaria la quota delle attività finanziarie estere, mentre si amplia progressivamente il peso delle altre attività per poi flettere negli ultimi due anni.

La Tavola 3 mostra che, negli stessi anni 1978-1988, il peso degli investitori istituzionali — imprese di assicurazione, fondi comuni e gestioni fiduciarie — nell'attività di investimento

delle famiglie è in aumento, riflettendo così sia la tendenza alla cartolarizzazione dell'economia, spostamento dai depositi ai titoli, che la crescente diffusione di forme di investimento delegato, sostituzione dell'investimento indiretto all'investimento diretto.

Nel 1987 il rapporto tra risparmio gestito e risparmio totale è risultato pari a circa il 12,8%, un aumento notevolissimo rispetto ad un livello del 1,5% all'inizio del periodo considerato. Il dato relativo al 1988, che indica un livello dell'11,1%, con un valore assoluto di 158.327 miliardi di lire, sembra confermare un sostanziale consolidamento delle posizioni raggiunte negli anni precedenti.

Il dato nuovo dell'ultimo anno riguarda la ripartizione del portafoglio titoli tra gli investitori istituzionali (cfr. la Tavola 3): mentre diminuisce la quota dei fondi comuni (dal 41,5% del 1987 al 36,4% del 1988) e si riduce anche il peso delle gestioni fiduciarie (dal 36,2% al 35,2%), aumenta la quota delle compagnie di assicurazione (dal 22,3% al 28,4%). L'andamento del rapporto tra risparmio gestito ed attività finanziarie non monetarie delle famiglie, che sono date dalla differenza tra il totale delle attività finanziarie e M3, presenta anch'esso una fortissima crescita, passando dal 3,7% del 1978 al 26,1% del 1987 e al 22,3% del 1988.

La Tavola 4 illustra l'andamento della quota di azioni italiane detenuta dagli investitori istituzionali. Come si può osservare vi è una rapida crescita del portafoglio azionario di tutti questi investitori. In particolare, il portafoglio azionario degli investitori istituzionali, che all'inizio del periodo era uguale a meno del 10% del portafoglio azionario direttamente detenuto dalle famiglie, nel 1987 aveva superato il 23% e nel 1988, nonostante le difficoltà dei fondi comuni di investimento, si è attestato su un livello storicamente elevato del 20,5%. Quindi per ogni 5 lire possedute in azioni o partecipazioni dalle famiglie oggi ne abbiamo almeno 1 investita indirettamente tramite gli investitori istituzionali.

La crescita della quota di risparmio gestita da questi operatori è stata accelerata dall'emergere di nuovi soggetti quali i fondi comuni di investimento e le gestioni fiduciarie. Il processo, come d'altronde è accaduto nei mercati esteri più sviluppati, potrà trovare ulteriore alimento nella creazione di nuovi intermediari quali i fondi chiusi, i fondi immobiliari e soprattutto i fondi pensione.

In ogni caso, la progressiva crescita del livello di intermediazione sul mercato dei titoli configura problemi nuovi in termini di diffusione di fenomeni di trading strategico, potenziali conflitti di interesse e ampiezza media delle quantità negoziate, sui quali le autorità di regolamentazione sono chiamate a riflettere ed intervenire.

Il più importante investitore istituzionale presente sul mercato mobiliare italiano, i fondi comuni di investimento di diritto italiano, ha attraversato nel corso del 1988 una fase di difficile assestamento.

La raccolta lorda dei fondi nel 1988 è stata di 6.267 miliardi a fronte di riscatti per 19.226 miliardi; essa si confronta con una raccolta lorda di 17.572 miliardi e riscatti per 17.539

miliardi nel 1987. Il patrimonio netto dei fondi comuni di diritto italiano è passato da 59.454 miliardi a 51.562 miliardi (-13,3%).

Il valore globale del portafoglio titoli è sceso da 56.505 miliardi nel dicembre 1987 a 49.482 miliardi nel dicembre 1988 (-12,4%). La quota del portafoglio costituita da titoli di Stato si è ridotta dal 55,9% al 45,1%, mentre la quota dei titoli azionari è passata dal 24% al 28,2%. Il portafoglio totale di azioni italiane detenute dai fondi risulta in leggero aumento: esso è infatti passato da 13.561 miliardi a 13.958 miliardi (+2,9%), riflettendo i guadagni di capitale nominali maturati dall'inizio dell'anno.

L'investimento dei fondi italiani in attività finanziarie estere è passato dai 5.497 miliardi del 1987 ai 7.922 miliardi del 1988, un aumento del 44,1%.

È continuato a crescere il numero dei fondi comuni di investimento, che nel corso del 1988 sono passati da 72 a 115. In conseguenza, è nettamente diminuita la dimensione media del patrimonio gestito da ciascun fondo, che è passata da 826 miliardi di lire nel dicembre 1987 a 448 miliardi nel dicembre del 1988.

Mentre la fase di difficoltà nella raccolta netta dei fondi comuni non appare ancora superata, si delineano le linee direttrici di un processo di specializzazione e di internazionalizzazione di questi investitori istituzionali. Si tratta di una evoluzione interessante, coerente con le esperienze osservate negli altri Paesi a capitalismo finanziario avanzato. Sui mercati esteri infatti appare prevalente la tendenza alla formazione di una molteplicità di fondi, anche di piccole dimensioni, basati sulla specializzazione dell'offerta e sulla capacità di cogliere nuove opportunità dei mercati e nuove tendenze dei risparmiatori.

Tav. 1

## Rendimenti dei valori mobiliari

	<i>Azioni</i>	<i>BTP</i>	<i>CCT</i>	<i>Spread BTP/Azioni</i>	<i>Spread CCT/Azioni</i>
1987 Dic	2,71	10,50	11,30	7,79	8,59
1988 Gen	2,81	10,29	10,92	7,48	8,11
Feb	2,95	10,30	10,62	7,35	7,67
Mar	2,61	10,29	10,58	7,68	7,97
Apr	2,57	10,39	10,86	7,82	8,29
Mag	2,75	10,49	11,21	7,74	8,46
Giu	2,63	10,47	11,33	7,84	8,70
Lug	2,48	10,61	11,41	8,13	8,93
Ago	2,45	10,74	11,45	8,29	9,00
Set	2,47	10,88	11,69	8,41	9,22
Ott	2,39	10,67	11,68	8,28	9,29
Nov	2,38	10,61	11,63	8,23	9,25
Dic	2,41	10,70	11,66	8,29	9,25

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, numeri vari.

**Risparmio finanziario delle famiglie**  
(composizione percentuale)

	1978	1981	1984	1987	1988
Moneta e depositi	68,9	59,6	47,9	38,9	36,7
Titoli a breve (BOT)	3,9	13,0	13,5	12,2	13,3
Titoli a medio-lungo	12,7	10,0	18,3	21,9	24,7
Azioni, Partecipazioni e quote di Fondi Comuni Italiani	4,4	8,0	6,5	14,6	13,4
Attività sull'estero	3,7	2,7	0,9	1,0	1,1
Altre attività	6,5	6,7	12,9	11,3	10,8
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

**Promemoria:      Attività finanziarie delle famiglie**  
(consistenze, miliardi di lire)

	1978	1981	1984	1987	1988
Attività finanziarie	230.462	403.472	731.735	1.220.607	1.421.782
Azioni e partecipazioni	10.042	32.186	46.703	119.365	138.665
Attività liquide	137.962	294.533	449.362	624.055	711.307
Attività finanziarie non monetarie (*)	92.500	108.879	282.373	596.552	710.475

(\*) Totale attività finanziarie meno attività liquide.

Fonte: Banca d'Italia, Relazione, anni vari.

Tav. 3

**Portafoglio titoli degli investitori istituzionali**  
(consistenze, miliardi di lire)

	1978	1981	1984	1987	1988
Fondi Comuni (inclusi i fondi comuni esteri)	337	1.563	5.076	64.639	57.671
Gestioni Fiduciarie	—	—	9.840 (*)	56.500	55.845
Assicurazioni (impieghi in titoli)	3.127	7.697	15.958	34.841	44.811
Totale	3.464	9.260	30.874	155.980	158.327
% sul totale delle attività finanziarie	1,5%	2,3%	4,2%	12,8%	11,1%
% sul totale delle attività finanziarie non monetarie (**)	3,7%	8,5%	10,9%	26,1%	22,3%

(\*) Include sono le gestioni fiduciarie bancarie.

(\*\*) Vedi Tavola 2.

Fonte: Banca d'Italia, Relazione, vari anni.

**Portafoglio azioni italiane degli investitori istituzionali**  
(consistenze, miliardi di lire)

	1978	1981	1984	1987	1988
Fondi Comuni	261 (*)	868 (*)	1.861	17.483	17.326
Gestioni fiduciarie	—	—	873 (*) (**)	4.505	4.498
Assicurazioni	708	1.422	2.564	5.676	6.646
<b>Totale</b>	<b>969</b>	<b>2.290</b>	<b>5.298</b>	<b>27.664</b>	<b>28.470</b>
% sulle azioni e partecipazioni detenute direttamente dalle famiglie	9,6%	7,1%	11,3%	23,2%	20,5%

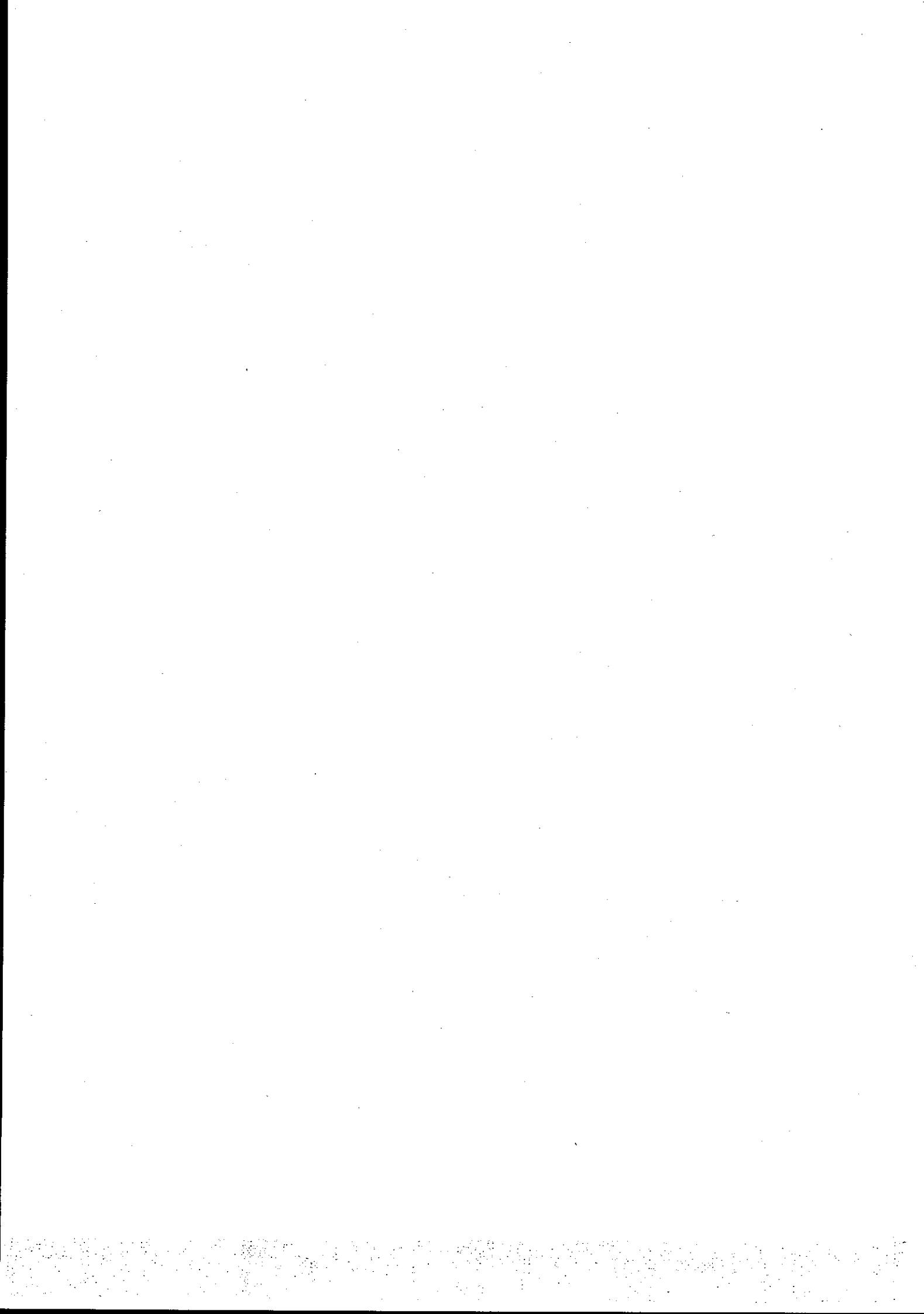
(\*) Include anche azioni estere.

(\*\*) Comprende solo le gestioni fiduciarie bancarie.

Fonte: Banca d'Italia, Relazione, anni vari.



**L'ATTIVITÀ SVOLTA  
NELL'ANNO 1988**



## Capitolo I

### BORSE VALORI E MERCATI RISTRETTI

#### 1. Borse Valori

##### 1.1. *Quadro generale*

Nel 1988 il mercato borsistico italiano ha conseguito un rialzo delle quotazioni di circa il 21% (cfr. Grafico 1 e Tavola a/I/1), in sintonia con il recupero dei corsi fatto registrare, dopo la forte flessione del 1987, da tutte le altre maggiori piazze internazionali.

Tuttavia, mentre alcune delle principali Borse mondiali, ed in particolare quelle di Tokyo e Parigi, avevano nuovamente raggiunto i livelli delle quotazioni immediatamente precedenti il *crack* di ottobre '87 già nella prima metà del 1988, al 31.12.88 la Borsa italiana e quella tedesca dovevano ancora recuperare rispetto al 16 ottobre 1987 un'ulteriore 10%. La Borsa di Londra registrava invece, rispetto alla medesima data, un arretramento ancora nell'ordine del 20% (cfr. Grafici 2 e 3). Rispetto alla quotazione massima dell'indice dei corsi — raggiunta nel maggio 1986 — la perdita media delle borse italiane a fine 1988 era però ancora pari a circa un terzo. Nel corso del 1988 il *crack* di ottobre 1987 ha continuato a condizionare in modo rilevante il mercato borsistico, oltre che in termini di quotazioni, anche per una serie di altri fattori.

Innanzitutto il suddetto crollo ha contribuito ad alimentare sul mercato azionario un generalizzato clima di incertezza cui è corrisposto un incremento nella volatilità delle quotazioni e del valore giornalmente scambiato, sicchè si sono più volte alternati periodi in cui sono stati normalmente superati i 200 miliardi giornalieri e periodi in cui si sono raggiunti con difficoltà i 100 miliardi.

Per ciò che attiene all'aumento della volatilità dei corsi, il fenomeno ha assunto in Italia rispetto ad altri mercati dimensioni inferiori e ciò essenzialmente per due ordini di motivi:

1) il nostro mercato era, già all'epoca del crollo di ottobre 1987, tra i mercati sviluppati quello caratterizzato da una più elevata volatilità dei corsi;

2) diversamente dalla Borsa inglese, giapponese ed americana, la Borsa italiana era già in una fase di *trend* discendente (sia in termini di quotazioni che di volumi scambiati). Ciò ha determinato un minor impatto in termini di aumento della volatilità, essendo questa un fenomeno direttamente correlato al *trend* del mercato stesso.

L'aumento dell'incertezza, associato anche alla maggior volatilità dei corsi, ha a sua volta causato una contrazione degli scambi nelle maggiori piazze internazionali; anche in questo caso la flessione è stata maggiore su quelle piazze che nel corso del 1987 avevano conseguito i «più brillanti» risultati in termini di avanzamento dei corsi e di andamento degli scambi.

In questo contesto, non certo positivo, l'aumento — o meglio, il recupero delle quotazioni — è stato in Italia estremamente più selettivo che non in periodi precedenti.

Uno stimolo per il mercato è venuto dalla realizzazione di alcune importanti operazioni di fusione fra società quotate e dalla cessione delle attività operative o, direttamente, del pacchetto di controllo da parte di numerose altre società: i titoli interessati a tali operazioni sono stati, infatti, per lungo tempo al centro dell'attenzione ed hanno contribuito in misura determinante a rivitalizzare gli scambi in periodi, altrimenti, di scarsa attività.

Allo stesso modo, in un mercato dove il numero di società potenzialmente esposte ad un *take-over* ostile è estremamente ridotto, gli operatori hanno riservato una particolare attenzione ai titoli di quelle società ritenute meno saldamente controllate (controllo della società affidato ad un patto di sindacato, maggioranza assoluta che può venir meno nelle assemblee straordinarie a causa della presenza di azioni privilegiate, ecc.).

Per lunghi periodi l'andamento del mercato è stato poi influenzato dal crescente interesse da parte di alcune nostre società quotate all'aquisizione di partecipazioni di controllo in società estere; in generale, tuttavia, le operazioni principali non sono state coronate dal successo sperato.

Il clima di maggior incertezza ha pure causato, per il mercato italiano, un minor afflusso di danaro fresco vero il mercato azionario, un minor numero di nuove società ammesse a quotazione rispetto al 1987 ed una raccolta netta negativa da parte dei fondi comuni di investimento.

Nel 1988 le società quotate in Borsa hanno, infatti, raccolto danaro fresco, attraverso aumenti di capitale, per un ammontare di poco superiore ai 3.000 miliardi, pari a circa la metà di quanto raccolto l'anno precedente e a poco più di 1/5 del totale degli aumenti di capitale eseguiti nel 1986. Dopo il *crack*, in effetti, nessuna società quotata ha intrapreso nuove operazioni a pagamento sino al mese di gennaio 1988. Il timore che le nuove operazioni fossero

rifiutate da un mercato ancora «traumatizzato» è comprovato inoltre dalla differenza fra quanto raccolto nel primo e secondo semestre 1988.

Tale situazione si è riflessa in particolare sulle emissioni di nuove azioni di risparmio che nel 1988 hanno riguardato complessivamente meno dell'1% del totale degli aumenti di capitale.

Anche l'incremento del numero di società quotate alla Borsa Valori di Milano, passate — al netto di quelle sospese — da 204 a 211 ha risentito, nel corso del 1988, oltre che dello sfavorevole *trend* congiunturale, delle sopra citate operazioni di fusione che hanno portato alla cancellazione dal listino di 7 società (a fronte di 13 nuove società ammesse a quotazione).

Per tutto il 1988 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento è rimasta negativa, portando ad un disinvestimento complessivo di circa 13.000 miliardi (cfr. Tavola a/I/2). A fronte di tale fenomeno la vendita di azioni da parte dei fondi comuni di investimento è stimabile in poco più di 2.000 miliardi.

Al riguardo va considerato che se, per far fronte ai 13.000 miliardi di riscatti, i fondi avessero disinvestito le attività detenute in misura proporzionale alla composizione del loro patrimonio, il disinvestimento in titoli quotati (considerando che la quota di azioni posseduta dai fondi all'inizio del 1988 era pari a circa il 23% — per i valori assoluti cfr. Tavola a/I/3) sarebbe ammontato a circa 3.000 miliardi. Si può pertanto affermare che i gestori dei fondi abbiano operato a sostegno del mercato azionario.

Nonostante il suddetto disinvestimento netto di circa 2.000 miliardi, il valore delle azioni italiane possedute dai fondi è aumentato di circa il 3%, grazie essenzialmente all'aumento delle quotazioni; anche la quota di azioni possedute dai fondi sul totale delle attività è aumentata, portandosi — a fine 1988 — intorno al 27% (per i valori assoluti cfr. ancora Tavola a/I/3). È diminuito, invece, il rapporto fra valori azionari posseduti dai fondi comuni di investimento e la capitalizzazione di Borsa, passato dal 9,8% all'8% (tale percentuale raggiunge il 10% se si comprendono le azioni italiane detenute dai fondi di diritto lussemburghese).

Le gestioni patrimoniali, d'altro canto, sembrerebbero aver avuto una migliore tenuta, sicché il totale gestito a fine anno non dovrebbe discostarsi sensibilmente da quello del 1987. La graduale, seppur lenta, ripresa del mercato è comunque testimoniata da due fenomeni: da un lato, dall'ammontare delle operazioni a pagamento (aumenti di capitale, OPV) eseguite nel secondo semestre del 1988; dall'altro, dal rinnovato interesse degli operatori esteri nei confronti della Borsa italiana. Nel corso del 1988, infatti, a più riprese le operazioni disposte dagli investitori esteri sono risultate l'elemento trainante ed hanno ridato vivacità e spessore ad un mercato che non riusciva a trovare al proprio interno la spinta per una ripresa dopo la forte perdita delle quotazioni di fine '87.

L'aumento medio delle quotazioni del 21% circa trova tuttavia ampia giustificazione anche nel buon andamento degli utili delle società quotate nel 1988. I bilanci chiusi al 31.12.1987

hanno fatto registrare un incremento degli utili netti di circa il 10%; un risultato ancora migliore è previsto — sulla base delle prime indicazioni — per il 1988.

Il rapporto *price-earning* che a fine 1987, sulla base dei risultati di bilancio al 31.12.87, era pari secondo i dati della Morgan Stanley a circa 13 è salito, sulla base delle previsioni del 31.12.88, intorno a 15 (cfr. Tavola a/I/4), ponendosi così sostanzialmente in linea con la Borsa tedesca e su livelli superiori, seppure di poco, rispetto agli USA, alla Gran Bretagna ed alla Francia.

Il rapporto prezzo/utili per l'Italia, a fine 1988, è tuttavia ancora inferiore di circa 3 punti rispetto a quello di fine 1984, periodo da cui si è soliti far iniziare la fase di *boom* della nostra Borsa.

### 1.2. Andamento delle quotazioni

Come si è avuto modo di rilevare, nel 1988 l'andamento delle quotazioni rilevato dagli indici generali MIB e COMIT ha fatto registrare un incremento medio pari a circa il 21%. Tale incremento risulta superiore (e pari a circa il 25%) se si utilizzano come indici di riferimento quelli calcolati da MEDIOBANCA, B.N.L. o dal SOLE 24 ORE, che sono però riferiti solo ad un campione di titoli e non all'intero listino (cfr. Tavola a/I/1).

L'evoluzione dei corsi nel 1988 ha registrato, nei mesi di gennaio e febbraio, il permanere del *trend* decrescente iniziato nel maggio '86 (cfr. Grafico 4). Anche a seguito dei riflessi negativi esercitati dall'operazione FERRUZZI sull'intero mercato, l'indice generale dei corsi ha toccato il minimo dell'anno il giorno 9 febbraio, con una variazione negativa rispetto alla quotazione di inizio anno pari al 12,6%. Rispetto ai massimi assoluti di maggio 1986, la flessione dell'indice è risultata invece superiore al 50%; a tale data il valore delle quotazioni si era riattestato in effetti, sui livelli del dicembre 1985.

Successivamente, le voci e poi l'annuncio dell'operazione di fusione CIR/SABAUDIA, la cessione delle attività della BUITONI e della PERUGINA alla NESTLÉ e di quelle della ROL, la cessione di pacchetti azionari relativi a MONTEFIBRE, LLOYD e MANULI CAVI, l'attesa per la risoluzione della vicenda SME, il progetto del polo unico delle telecomunicazioni, la messa in cantiere di importanti operazioni di acquisizione all'estero da parte di società quotate contribuivano a ridare interesse e vivacità al mercato che già nella seconda metà di febbraio riguadagnava quota 1.000 per poi raggiungere il massimo del semestre, toccando quota 1.090, nel primo giorno borsistico del mese di maggio.

Con il venir meno dell'attenzione sui titoli interessati alle operazioni sopraccennate, a seguito anche del non felice esito di alcune di esse, nonché delle «prese di beneficio» sui titoli che si erano maggiormente «surriscaldati» nel periodo precedente (inevitabili in un mercato ancora sotto gli effetti del *crack* di ottobre), nel mese borsistico di maggio, il mercato ritor-

nava apatico e l'indice generale MIB corrente scendeva nuovamente sotto quota 1.000 (cfr. ancora Grafico 4).

In tale periodo, nonostante la diminuita pressione di vendite da parte dei fondi comuni di investimento, la flessione dei corsi rispetto ad inizio anno raggiungeva il proprio massimo il 30 maggio (-4,6%); l'indice, tuttavia, rimaneva su valori superiori ai minimi registrati all'inizio del mese di febbraio.

Lo stato di apatia del mercato era altresì caratterizzato da una sensibile diminuzione dei quantitativi scambiati e delle variazioni medie giornaliere dell'indice che da aprile in poi scendevano ai livelli antecedenti ottobre 1987.

Con l'inizio del mese borsistico di luglio l'indice MIB tornava nuovamente a quota 1.000. A determinare questa ripresa del mercato è stato, come già detto, il maggior interesse da parte degli investitori esteri. Questi hanno seguito con particolare attenzione il comparto bancario, il cui indice di settore ha fatto registrare, nella seconda parte dell'anno, un incremento medio di circa il 40%.

Il livello massimo dell'indice MIB è stato raggiunto il 9 novembre con una variazione del +22,9% rispetto alle quotazioni di inizio anno. Rispetto ai massimi assoluti di maggio 1986 la flessione delle quotazioni era comunque ancora pari a circa il 30%.

Il contenuto movimento al rialzo, che ha caratterizzato tutta la seconda parte dell'anno — sebbene con intervalli più o meno lunghi contrassegnati da carenze di iniziativa e ridotti volumi scambiati — ha trovato inoltre sostegno anche nell'interesse particolare che il mercato ha rivolto ai titoli anche privilegiati di quelle società la cui composizione azionaria era ritenuta meno stabile.

Anche questo rialzo, come quello avutosi nella prima parte dell'anno, non è stato generale, bensì altamente selettivo e determinato essenzialmente da operazioni di riassetto (fusioni, acquisizioni non solo di pacchetti di controllo, ma anche semplicemente di quote di minoranza).

Per quanto attiene ai diversi comparti del mercato i due settori che, nel 1988, hanno fatto registrare i migliori risultati sono stati quello alimentare e quello metallurgico, con incrementi medi intorno al 50%. Il settore «cartarie-editoriali» — con un incremento di circa il 33% — è l'unico, invece, che abbia segnato il proprio massimo storico nel corso dell'anno in esame. I valori degli indici degli altri settori non hanno invece raggiunto — nonostante il recupero delle quotazioni verificatosi nel 1988 — le punte massime degli anni precedenti.

Sei titoli (di cui quattro ordinari, SAIAG, FIAR, SETEMER e MERLONI, e due privilegiati, INTERBANCA e SAES GETTERS) hanno più che raddoppiato le proprie quotazioni nel corso del 1988. Performances superiori al 50% sono state fatte registrare da una quarantina di titoli (di cui sei di risparmio); di questi buona parte è costituita dai titoli di

quelle società che nel corso del 1988 sono stati, per i motivi già esposti (fusioni, acquisizioni, ecc.), al centro dell'attenzione del mercato.

Nel corso del 1988 circa il 20% dei titoli, invece, ha fatto registrare una flessione dei corsi.

\* \* \*

Per ciò che attiene alla volatilità dei corsi azionari nella Tavola a/I/5 sono riportati alcuni dei più comuni indicatori di variabilità dei corsi azionari applicati, per il 1988, alla serie delle variazioni percentuali giornaliere fatte registrare dagli indici dei corsi delle principali piazze finanziarie mondiali.

La deviazione standard annualizzata delle differenze giornaliere, prese in valore assoluto, evidenzia come la volatilità del mercato italiano sia stata, nel 1988, più contenuta rispetto a quella delle borse di Parigi, Francoforte e New York e solo di poco superiore a quella di Tokyo e Londra.

La variazione percentuale media dell'anno (media delle variazioni in valore assoluto) è per tutti i Paesi inferiore all'1% con un massimo di 0,91% per la Borsa francese ed un minimo di 0,62 per quella di Tokyo; anche l'indice di dispersione rispetto alla media (scostamento quadratico medio) ha valori omogenei per tutti i mercati.

L'ampiezza del campo di variazione (definito come la differenza tra la variazione giornaliera minima e massima, ciascuna con il suo segno, registrata nel corso dell'anno) dell'indice dei corsi della Borsa Valori di Milano risulta essere minore di quella di tutte le altre borse prese in esame; allo stesso modo Milano è l'unica piazza a non aver fatto registrare variazioni giornaliere dell'indice superiori al 4% (cfr. Grafico 5).

Sebbene il calcolo degli indici di volatilità in base alla chiusura giornaliera non consente, a causa delle differenti modalità di negoziazione presenti sui vari mercati, un confronto perfettamente omogeneo tra i vari mercati e, soprattutto, non permette di fare confronti sulla volatilità infragiornaliera (che, invece, sulla base degli studi condotti a seguito del *crack* dell'ottobre '87 sembrerebbe la componente di volatilità del mercato che ha subito il maggiore incremento), cionondimeno non si può non rilevare come, nonostante le differenti dimensioni in termini di numero di società quotate, controvalore degli scambi, capitalizzazione, il mercato italiano non abbia fatto registrare comportamenti anomali rispetto alle altre principali piazze finanziarie mondiali ma, anzi, risulti anche meno volatile di alcune di queste.

\* \* \*

Passando ad esaminare l'andamento delle azioni di risparmio e confrontandole con i corrispondenti titoli ordinari, emerge che solo nel 18% dei casi i titoli di risparmio hanno avuto, nel corso del 1988, *performances* migliori delle azioni ordinarie (cfr. Tavola a/I/6).



L'andamento comparato delle due categorie di titoli appare tuttavia sensibilmente influenzato dal segno delle variazioni dei singoli titoli e del mercato in generale. Nel 1987, infatti, in presenza di un andamento negativo dell'intero mercato, la percentuale di azioni di risparmio che aveva fatto meglio delle corrispondenti azioni ordinarie era superiore al 50%. Nel 1986 la stessa percentuale, a fronte di una crescita del MIB pari al 64%, si era attestata sul 33%.

Dall'esame dei dati sopra citati emerge dunque che la frequenza dei casi in cui le azioni di risparmio «battono» il titolo ordinario della stessa società è superiore quando l'azione ordinaria ha un andamento negativo. In altre parole questi dati mettono in evidenza una minor reattività del titolo di risparmio alle variazioni — sia positive che negative — del corrispondente titolo ordinario.

Tale caratteristica sembra tuttavia essere venuta meno nel corso del 1988: infatti, se è rimasto vero che a fronte di variazioni positive del titolo ordinario le corrispondenti azioni di risparmio sono state meno «brillanti», le stesse a fronte di variazioni negative delle azioni ordinarie hanno evidenziato — a differenza degli anni precedenti — andamenti mediamente peggiori.

Questa evoluzione dei corsi meno favorevole per le azioni di risparmio, ha portato ad un ampliamento dello scostamento fra le loro quotazioni e quelle delle azioni ordinarie. Mentre per le azioni di risparmio convertibili lo scostamento (a valori di fine '88) è risultato sempre contenuto entro un 20%, per le azioni di risparmio non convertibili nel 45% dei casi (30% a fine 1987) si è registrato uno scostamento fra le due quotazioni superiore al 50%.

Si rileva inoltre che le peggiori *performances* e la drastica riduzione delle nuove emissioni di azioni di risparmio hanno ridotto l'incidenza delle stesse sul totale della capitalizzazione (dal 10,9% al 9,3%).

Per ciò che attiene, infine, al comportamento delle «matricole», il raffronto fra il prezzo di collocamento e quello del primo giorno di quotazione mette in evidenza che sei delle undici società ammesse a quotazione dopo offerte di scambio o di vendita hanno avuto un andamento migliore del MIB e solo due un andamento decisamente negativo, sempre rispetto al MIB (cfr. Grafico 6). Dal confronto dei prezzi fra il primo giorno di quotazione e quelli di fine dicembre si rileva, invece, una inversione di detti rapporti: su un totale di tredici società solo tre società hanno «battuto» il MIB, mentre otto hanno avuto un andamento sensibilmente peggiore (cfr. Grafico 7).

### 1.3. Volume degli scambi

Nell'anno borsistico 1988 (16 dicembre 1987-14 dicembre 1988) sono stati scambiati presso le dieci borse valori 11,3 milioni di titoli per un controvalore di 43.220,6 miliardi.

Detti valori hanno fatto segnare un incremento di rilievo — rispetto ai dati 1987 — per

quanto concerne il numero delle azioni scambiate (+23,6%), mentre il controvalore ha invece registrato una flessione del 5%.

L'opposto andamento delle variazioni dei quantitativi e del controvalore può spiegarsi, da un lato, con l'andamento dei corsi durante l'anno (in media gli scambi sono avvenuti a prezzi inferiori di circa il 20% rispetto al 1987) e, dall'altro, con le operazioni sul capitale e di frazionamento del valore nominale delle azioni che hanno contribuito a ridurre ulteriormente il valore unitario medio delle azioni negoziate.

Il controvalore giornaliero medio scambiato ha così fatto registrare un'ulteriore seppur contenuta flessione, passando dai 179 miliardi del 1987 ai 171 miliardi del 1988: il 40% in meno di quanto mediamente scambiato nel 1986, ma pur sempre oltre 5 volte il corrispondente valore del 1984.

Il 94,6% dei titoli, cui corrisponde il 93,6% del controvalore (i dati equivalenti per l'anno precedente erano stati in ambedue i casi pari a circa il 93,2%) è stato negoziato presso la Borsa Valori di Milano (cfr. Tavola a/I/8).

Tale dato comprende anche le operazioni che pur avendo avuto origine presso altre piazze borsistiche sono state eseguite presso la Borsa Valori di Milano. Da un'analisi su base campionaria effettuata dal Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Roma emerge, ad esempio, che la Borsa di Roma concorre alla formazione degli scambi sulla piazza di Milano per circa il 16%. Il controvalore degli scambi effettuati sulla Borsa di Roma sul totale delle dieci Borse è invece pari a poco più del 2%.

Solo le Borse Valori di Genova, Palermo e Roma hanno avuto un aumento in termini sia di volume che di valore degli scambi (la loro incidenza sul totale degli scambi si aggira, globalmente, intorno al 3%), mentre le Borse Valori di Firenze, Napoli e Torino hanno subito una flessione in termini sia di quantità che di valore degli scambi stessi (cfr. Tavole a/I/8a, a/I/81).

\* \* \*

L'alternarsi di fasi di apatia e di fasi più euforiche — già rilevato nel commento all'andamento delle quotazioni — si è riflesso in una forte variazione dei volumi delle contrattazioni nei vari periodi dell'anno.

Alle frequenti, più o meno marcate, variazioni del trend hanno sempre corrisposto sensibili variazioni nei quantitativi scambiati. Oltre il 27% degli scambi si è così addensato nelle fasi terminali (i mesi di marzo ed ottobre) dei due trend al rialzo più accentuati.

Una ulteriore prova dell'elevata variabilità del volume degli scambi può desumersi dai valori minimo e massimo dell'anno. Il valore minimo è stato registrato il 2 gennaio con 44,1 miliardi di controvalore scambiato; per ritrovare un valore inferiore è necessario riferirsi

alla prima metà del 1985 (se i dati vengono «deflazionati» è invece necessario risalire addirittura al 1984). Il valore massimo, pari a circa 438 miliardi, si è avuto invece il 21 marzo 1988 in coincidenza con il passaggio delle attività della BUITONI e PERUGINA alla NESTLÉ, con l'affare S.G.B.» ed il progetto del polo delle telecomunicazioni; per avere un controvalore giornaliero superiore è necessario risalire al settembre 1986 («affare FIAT/LAFICO»). Significativa appare infine la circostanza che durante il *crack* di ottobre il controvalore giornaliero massimo scambiato era stato pari a 432 miliardi.

Negli ultimi anni non si era mai registrato un campo di variazione così elevato.

I titoli più trattati sono risultati essere quelli del comparto meccanico automobilistico (quasi 1/4 del totale) mentre il settore assicurativo ha fatto registrare una riduzione dell'incidenza sul totale degli scambi di quasi un terzo (passando dal 30,7% al 21,7%); nel contempo il comparto finanziario aumentava il suo peso passando dal 14% al 24% degli scambi complessivi.

Per quanto riguarda i singoli titoli, il più trattato risulta essere sempre la FIAT, con scambi medi giornalieri vicini ai 20 miliardi e con una quota di circa il 12% degli scambi totali.

I primi 4 titoli coprono oltre il 30% degli scambi totali, i primi trenta oltre il 70%.

\* \* \*

nella Tavola a/1/9 è svolta un'analisi del mercato per classi di controvalore scambiato, sia in termini assoluti che in termini relativi (calcolando cioè il rapporto tra il controvalore giornaliero medio analizzato e la capitalizzazione di borsa assunta per semplicità pari a quella di fine anno).

Dato l'ampio spettro di situazioni (si va da un minimo di scambi giornalieri pari a circa 800.000 lire ad un massimo di circa 19 miliardi) sono state individuate quattro classi di controvalore: titoli con scambi medi giornalieri superiori a 500 milioni, titoli con scambi compresi tra i 100 ed i 500 milioni, titoli con scambi tra i 50 ed i 100 milioni e titoli con scambi inferiori ai 50 milioni.

L'analisi ha evidenziato che oltre il 30% dei titoli ha fatto registrare nel corso del 1988 contrattazioni giornaliere di controvalore inferiore ai 50 milioni di lire e che solo poco meno del 17% è stato oggetto di scambi di importo superiore ai 500 milioni.

Nel Grafico 9 sono riportati i dati comparativi relativi agli anni 1987-1988. Da esso si rileva come nel corso del 1988 non vi siano stati mutamenti radicali nella composizione delle classi; l'unica differenza di rilievo è stata registrata nella classe di titoli con controvalori giornalieri medi scambiati compresi tra i 100 ed i 500 milioni che dal 36% si è ridotta a circa il 28%.

Per quanto riguarda i valori del rapporto tra controvalore medio giornaliero annualizzato e capitalizzazione (rapporto che indica il numero delle volte che la capitalizzazione del

titolo è stata negoziata nel corso dell'anno) si è rilevato che solo il 10,4% dei titoli presenta un indice di rotazione superiore allo 0,5, mentre quasi il 70% fa registrare valori inferiori allo 0,25%. L'indice di rotazione medio del mercato è peraltro risultato pari a circa 0,23.

Approfondendo ulteriormente l'analisi è possibile inoltre rilevare che il 36,36% dei titoli con *turnover* superiore a 0,5 si posiziona nella classe con controvalori medi giornalieri di oltre 500 milioni, mentre solo il 10,8% dei titoli con *turnover* inferiore a 0,25 appartiene a tale classe.

Il dato relativo all'indice di rotazione può anche essere interpretato come periodo di giacenza media dei titoli nel portafoglio degli investitori. Può pertanto dirsi che per circa il 70% dei titoli nel 1988 la giacenza media è stata superiore a tre mesi.

Deve comunque rilevarsi che, per ciò che attiene a questo particolare aspetto dell'analisi, il dato risente della grandezza presa a denominatore. Nel valore della capitalizzazione sono, infatti, compresi i pacchetti azionari detenuti a fine di controllo.

Deve ritenersi pertanto che escludendo le partecipazioni di controllo i valori ottenuti sarebbero risultati sensibilmente più elevati.

La suddivisione in classi effettuata nella Tavola a/I/8 consente inoltre di formulare alcune osservazioni in ordine alla liquidità del mercato azionario italiano.

È noto infatti che la liquidità di un titolo può essere valutata esclusivamente in termini di capacità del mercato di assorbire ordini su quel titolo — di qualsiasi segno — senza subire variazioni di rilievo nei prezzi. Tale capacità può peraltro essere messa in relazione con i volumi medi scambiati su un determinato titolo.

Può pertanto affermarsi che la tavola in esame, suddividendo i titoli in base ai controvalori medi scambiati, individui anche delle classi di liquidità intesa come soglia di volume contrattabile senza alterazioni nel prezzo; il 32,9% dei titoli risulta così liquido solo sino a 50 milioni di controvalore giornaliero e solo il 16,7% è liquido anche oltre i 500 milioni.

Nella Tavola a/I/10 si è esaminata la composizione delle singole classi distinguendo tra azioni aventi diritto di voto (azioni ordinarie, privilegiate e di risparmio convertibili) ed azioni prive di tale diritto.

Con riferimento alla composizione delle classi di controvalore, quella con oltre 500 milioni di controvalore giornaliero (all'incirca una cinquantina di titoli) è risultata composta essenzialmente da titoli con diritto di voto (92,4%). Il peso dei titoli senza diritto di voto cresce invece sensibilmente al diminuire dei controvalori giornalieri scambiati, sicché tali titoli si presentano concentrati nella classe di controvalore inferiore a 50 milioni (50% circa).

Nella Tavola a/I/11 i titoli con o senza diritto di voto sono stati infine classificati in base alla velocità di rotazione della capitalizzazione. È emerso che mentre il 46% circa dei

titoli privi del suddetto diritto si addensa nelle prime due classi di *turnover* (superiore a 0,25), il 75% dei titoli con diritto di voto presentano una più bassa velocità di rotazione.

Tale circostanza era peraltro prevedibile: di fatti, mentre per le azioni senza diritto di voto l'ammontare dei titoli a disposizione per le negoziazioni è pressochè uguale alla capitalizzazione, per le azioni che sono dotate di tale diritto esso corrisponde al solo flottante.

#### 1.4. Mercato dei premi

Il valore dei titoli negoziati a premio ha avuto — diversamente dal mercato a termine fermo — un incremento, seppur contenuto, del controvalore trattato. Tale valore è infatti passato da 11.019 miliardi del 1987 agli 11.384 miliardi del 1988 (+3,3%) (cfr. Tavola a/I/12).

Il rapporto percentuale tra controvalore delle azioni trattate a premio e controvalore delle azioni trattate a termine è così salito al 28,5% (l'anno precedente era stato pari al 26,5% e nel 1986 pari solo al 16%). Tale rapporto ha avuto il suo massimo (47%) nel ciclo premi mensile di gennaio ed i minimi nei mesi di agosto (23,3%) e novembre (24,8%).

Si può notare che i valori minimo (non considerando il mese di agosto) e massimo del summenzionato rapporto si posizionano rispettivamente in coincidenza con il massimo degli scambi (mese borsistico di novembre) e con il corrispondente minimo sul mercato a termine fermo (mese borsistico di gennaio). Tale circostanza denota una minore ciclicità delle contrattazioni a premio rispetto a quelle a termine fermo che è da mettere in relazione al fatto che una minor vivacità del mercato a termine si traduce, sul mercato dei premi, non solo in una riduzione dei volumi, ma anche in una riduzione del costo dei premi stessi. Il costo dei premi, calcolato con il metodo del rapporto premio/base (metodo che tuttavia non fornisce una valutazione puntuale di tale costo a causa della differenza fra prezzo di mercato del titolo al momento della stipula e valore della base), risulta infatti generalmente sottostimato dal momento che la base negoziale è di norma maggiore del prezzo corrente.

Il rapporto tra il premio e la base si è mantenuto sugli stessi livelli medi dell'anno precedente oscillando fra un massimo del 4,0% (aprile '88 con una borsa in ripresa) ad un minimo del 2,7% del mese di dicembre, in cui la borsa si è caratterizzata per l'assoluta assenza di iniziative (cfr. ancora Tavola a/I/12).

Il maggior «peso» dei contratti a premio in rapporto ai contratti a termine fermo ha anche tuttavia condizionato sensibilmente — nei mesi in cui la percentuale dei ritiri è stata rilevante — l'andamento dei prezzi e delle quantità scambiate del mercato a termine fermo.

In effetti tale condizionamento ha agito sia direttamente, a causa dell'afflusso di vendite a chiusura delle operazioni (provocando, quindi, una forte pressione al ribasso), sia indirettamente, a causa della consapevolezza, da parte degli operatori, dell'esistenza di partite di rilevante entità in attesa di sistemazione.

La menzionata situazione ha riproposto il problema di una eventuale riforma delle modalità operative del mercato dei premi. Da più parti è stata pertanto suggerita l'introduzione di durate fisse e quindi di scadenze giornaliere per i contratti a premio. Ciò potrebbe infatti diluire l'influenza del mercato dei premi sul mercato a fermo, oggi concentrata nelle immediate vicinanze del giorno della risposta premi, su tutto il ciclo mensile di borsa. In tale circostanza risulterebbe pertanto più difficile (o perlomeno più costoso) influenzare ogni giorno la quotazione al fine di indirizzare gli acquirenti verso il ritiro o l'abbandono.

Non può tuttavia escludersi, ed anzi l'ipotesi è più che probabile, che anche con tale accorgimento si assisterebbe in ogni caso ad una certa ciclicità della risposta premi; ciò a causa del fatto che il mercato dei titoli di compendio rimarrebbe comunque un mercato a termine fermo. Gli acquirenti infatti preferiranno sempre premi con scadenze più prossime alla fine del ciclo borsistico per avere un maggiore numero di giorni a disposizione per «chiudere» la propria posizione senza dover ricorrere al contratto di riporto.

Inoltre, mentre oggi è possibile chiudere un'operazione a premio con una operazione di segno opposto anche in sedute di borsa successive a quella in cui si è impostata la prima operazione (dal momento che le due operazioni, pur essendo state concluse in giornate differenti, hanno la stessa scadenza) tale opportunità verrebbe meno nel caso di scadenze giornaliere.

Una ipotesi di soluzione del tutto diversa da quelle precedentemente descritte potrebbe consistere nella sostituzione degli attuali contratti a premio con delle opzioni negoziabili (sul modello delle *options* presenti nei più evoluti mercati esteri).

L'utilizzo delle opzioni negoziabili avrebbe, infatti, rispetto al sistema attuale in cui i premi possono soltanto venir ritirati o abbandonati, l'indubbio vantaggio di consentire all'acquirente dell'*option* la possibilità di rinegoziare l'opzione stessa.

Ciò comporterebbe una non trascurabile riduzione dell'influenza esercitata dai contratti a premio sul mercato a termine fermo. Di fatti, chi ha acquistato l'opzione, per chiudere la posizione — oltre ad operare sul mercato a fermo con una operazione di segno contrario — potrebbe rivendere l'opzione stessa. Ne deriva che i soli contratti stipulati per dar vita ad effettivi acquisti o vendite di titoli potrebbero potenzialmente riversarsi in corrispondenti operazioni sul mercato a termine, mentre tutte le operazioni di mera copertura dei rischi assunti su quest'ultimo avrebbero luogo sul solo mercato delle «options». Sulle principali piazze finanziarie sono stati da tempo organizzati specifici mercati specializzati in opzioni su cui trovano esecuzione tutte le contrattazioni: si tratta infatti di mercati centralizzati (tra i principali si ricordano il *Chicago Board Option Exchange*, il *Philadelphia Stock Exchange*, il *London International Financial Futures Exchange* ed il più recente *Monep* francese).

Tali mercati si basano essenzialmente sulla standardizzazione dei contratti che è possibile stipulare. In sintesi vengono ammessi alle negoziazioni i soli contratti che si riferiscono a titoli caratterizzati da un'ampia liquidità e per essi vengono inoltre stabiliti tagli e scadenze

fisse. Aspetto fondamentale, infine, dei mercati di *options*, favorito anche dalla concentrazione fisica degli scambi (che costituisce un ulteriore aspetto differenziale rispetto al nostro mercato dei premi), è la presenza di speciali organismi di liquidazione e garanzia, le c.d. *Clearing Houses*, che fungono da garante dell'esecuzione contrattuale sostituendosi quale controparte finale di ogni acquirente o venditore di *options*.

Come è facile comprendere, l'istituzione anche in Italia di un mercato delle *options* implicherebbe necessariamente tutta una serie di rilevanti modifiche volte a rimuovere le attuali macroscopiche differenze tra tale mercato e quello dei premi. Il tema coinvolge pertanto quello ben più ampio della riforma dei mercati mobiliari e non a caso nelle più recenti versioni del d.d.l. n. 953 è stata introdotta una norma volta appunto all'introduzione di tali strumenti.

È inoltre appena il caso di rilevare che, se da un lato l'introduzione delle *options* rende i due mercati (a fermo e a premio) più indipendenti dal punto di vista della loro operatività, i prezzi rimangono, come è naturale, strettamente dipendenti. Si consideri infatti che anche nei mercati ove sono presenti i mercati delle opzioni negoziabili il problema dell'impatto della scadenza delle operazioni concluse nel mercato delle «options» sulle quotazioni dei titoli di compendio non è stato superato (è ben noto il problema della *triple witching fridays* al NYSE).

#### 1.5. Riporti e anticipazioni

La mancanza di iniziative, ad eccezione dei focolai di interesse, accesi quà e là dalle voci o dalle notizie di operazioni di fusione, di passaggi di pacchetti, ecc., che ha caratterizzato il mercato nel corso del 1988 si è riflessa anche sull'andamento dei riporti e delle anticipazioni. Nei primi mesi dell'anno è pertanto proseguita la marcata flessione che aveva caratterizzato l'andamento dei riporti e delle anticipazioni negli ultimi mesi del 1987 sicchè, nonostante una lieve ripresa connessa al recupero delle quotazioni sul mercato azionario, i dati complessivi del primo semestre sono risultati i più bassi degli ultimi tre anni (cfr. Tavole a/I/13 e a/I/15).

Deve tuttavia precisarsi che tale flessione va attribuita più alla perdita delle quotazioni che non ad una riduzione della quantità di titoli trasferiti nell'ambito di dette operazioni.

Con il secondo semestre — depurando i valori dall'effetto delle variazioni dei corsi dei titoli — l'ammontare dei titoli oggetto di contratti di riporto o di anticipazione è ritornato sui livelli *pre-crack*.

I valori minimi si sono pertanto registrati nella prima parte dell'anno: in particolare a febbraio, sia per le anticipazioni (6.895 miliardi) che per i riporti (710 miliardi). Quelli massimi sono stati rilevati nella seconda parte dell'anno: a ottobre per le anticipazioni (9.991 miliardi) e a dicembre per i riporti (1.099 miliardi) (cfr. Tavole a/I/14 e a/I/16).

I riporti passivi, che dovrebbero costituire un utile indicatore delle posizioni scoperte del

ciclo borsistico, hanno avuto due impennate nei mesi di aprile e maggio. Tuttavia, l'entità degli importi (83 miliardi e 85 miliardi rispettivamente) non è risultata tale da destare preoccupazioni dal momento che tali cifre rappresentavano solo una modesta quota del totale degli scambi.

Per quanto concerne, infine, i riporti staccati, si rileva che questi hanno dato luogo nel corso dell'anno a segnalazioni per valori complessivi del tutto modesti, con una punta massima pari a 60 miliardi nel mese di novembre.

#### 1.6. Operazioni sul capitale

Il *crack* di ottobre 1987 ha influenzato notevolmente il numero e l'ammontare complessivo delle operazioni sul capitale deliberate e/o eseguite dalle società quotate.

Nel corso dell'anno in esame, infatti, solo 36 società quotate in borsa (65 nel 1987) hanno deliberato interventi sul capitale per un totale di 36 operazioni, contro le 70 dell'anno precedente (nel 1987 alcune società avevano disposto più di un intervento sul capitale; cfr. Tavola a/I/17b).

Se in questo computo si includono gli aumenti di capitale da attuare mediante conferimenti, il numero di operazioni sale a 41, mentre il numero di società interessate passa a 40, avendo la CIR effettuato due diversi interventi sul capitale.

L'importo complessivo delle operazioni a pagamento deliberate nel 1988 è stato pari a 1.269 miliardi (nel 1987 3.111 miliardi) (cfr. Tavole a/I/17 e a/I/17a).

Quattro società (DALMINE, FINMARE, BROGGI IZAR e FERROVIE TORINO NORD) hanno deliberato la riduzione del capitale per perdite, deliberando contestualmente anche un aumento di capitale.

Nel dato riguardante gli aumenti di capitale a pagamento vanno poi considerati i sovrapprezzi richiesti per un totale di 1.476 miliardi (1.611 miliardi nel 1987); l'importo complessivo dei mezzi liquidi richiesti è risultato pertanto pari a 2.745 miliardi (4.722 miliardi nel 1987); dai dati di cui sopra si rileva che per ogni 1.000 lire di aumento di capitale nominale a pagamento è stato richiesto, in media, un sovrapprezzo pari a 1.163 lire (contro le 518 lire dell'anno precedente).

L'importo complessivo degli aumenti di capitale deliberati (1.269 miliardi) riguarda per circa un terzo imprese del settore pubblico; il peso del settore pubblico scende però a poco più di un quinto (22%) considerando i mezzi liquidi complessivamente richiesti (cfr. Tavola a/I/17a).

I dati di cui sopra confermano il maggior peso assunto dalle imprese private negli ultimi anni sia per quanto concerne l'entità degli aumenti di capitale a pagamento sia per i mezzi liquidi complessivamente richiesti; sino al 1985, invece, il ricorso al mercato delle società pubbliche era risultato più elevato di quello del settore privato.



Nel corso del 1988 (cfr. Tavole a/I/18, a/I/18a e a/I/18b) le operazioni di aumento di capitale eseguite sono state 45 e hanno interessato un pari numero di società, di cui 11 pubbliche e 34 private.

L'importo complessivo degli aumenti è stato pari a 2.583 miliardi (4.557 nel 1987), di cui 1.597 (3.215 nel 1987) a pagamento e 986 a titolo gratuito (1.342 nel 1987).

Le imprese dell'area pubblica hanno assorbito il 26% degli aumenti di capitale a pagamento e poco più del 20% dei mezzi liquidi complessivamente raccolti, come conseguenza dei più limitati sovrapprezzi fissati dalle aziende pubbliche rispetto a quelli richiesti dalle aziende private.

L'aumento di capitale delle ASSICURAZIONI GENERALI ha costituito l'operazione di maggior rilievo del 1988. La correlativa raccolta di danaro fresco per 1.100 miliardi è pari al 40% degli aumenti di capitale deliberati nel 1988 e a circa un terzo dei mezzi liquidi raccolti dalle società quotate in borsa nell'intero 1988.

#### 1.6.1. Emissioni di azioni di risparmio

Nel corso del 1988 l'emissione di azioni di risparmio è stata deliberata da 6 società quotate (17 nel 1987), per un controvalore complessivo di circa 13 miliardi (226 miliardi nel 1987) cui vanno aggiunti 14 miliardi di sovrapprezzo (21 miliardi nel 1987) richiesti da 4 società (6 nel 1987) (cfr. Tavola a/I/19).

Il raffronto con i dati relativi agli anni precedenti evidenzia una sensibile flessione sia in valori assoluti (si passa dai quasi 6.000 miliardi di mezzi liquidi richiesti nel 1986 ai 27 miliardi del 1988), sia in termini relativi (misurando l'incidenza di detta categoria di azioni sull'ammontare complessivo di capitale richiesto dalle società quotate si passa dal 40% del 1986 all'1% del 1988; cfr. Tavola a/I/19a).

Fra le cause principali di questa sensibile flessione vanno considerati gli effetti del *crack* e, soprattutto, le non favorevoli *performances* fatte registrare, negli ultimi anni, dai titoli di risparmio rispetto alle azioni ordinarie (cfr. in dettaglio sub paragrafo 1.2. - andamento delle quotazioni).

#### 1.7. Emissioni di obbligazioni

Nel corso del 1988 quattro società hanno deliberato l'emissione di obbligazioni convertibili per un totale di 3.570 miliardi (392 miliardi nel 1987 e 4.376 miliardi nel 1986); 3 società hanno fatto ricorso all'emissione di obbligazioni ordinarie per 4.201 miliardi (1.493 miliardi nel 1987 e 1.761 miliardi nel 1986) (cfr. Tavola a/I/20).

Il rilevante aumento è dovuto interamente alle delibere di emissione di MEDIOBANCA (3.000 miliardi di obbligazioni ordinarie e 3.000 miliardi di obbligazioni convertibili in azio-

ni di altre società) e di INTERBANCA (rispettivamente 120 e 400 miliardi); d'altro canto, nel 1987 proprio la mancata emissione di nuove obbligazioni da parte di MEDIOBANCA aveva influito negativamente sul dato complessivo di quell'anno.

## 2. Mercati Ristretti

### 2.1. Quadro generale

Nel corso del 1988 l'indice del Mercato Ristretto si è attestato sugli stessi livelli di inizio anno (+0,6% contro un incremento medio fatto registrare dal mercato principale di circa il 21%) (cfr. Grafico 10).

Il controvalore degli scambi presso i sei mercati (cfr. Tavola a/I/21) ha invece fatto registrare un calo del 14,6% (-3,7% nel mercato principale), dovuto essenzialmente ad una flessione media dei corsi 1988, rispetto a quelli 1987, pari ad oltre il 13%.

Nel corso dell'anno sono entrate al Ristretto solo due nuove società (la AVIATUR e la BOFINA) e solo in questo primo scorcio del 1989 si rileva qualche segnale di risveglio con la quotazione sul mercato di Genova delle azioni privilegiate delle società BASE H e IFIS e sul mercato di Roma delle azioni ordinarie della società ICQ.

La riforma del Ristretto (delibera n. 2725 del 19 febbraio 1987) resa pienamente operativa già nella seconda metà del 1987 non ha prodotto nel corso del 1988 risultati apprezzabili; il passaggio dalla cadenza settimanale a quella giornaliera delle riunioni non ha, infatti, determinato lo sperato aumento degli scambi ma ha avuto solamente un effetto redistributivo dei volumi negoziati fra le varie piazze a favore della piazza di Milano. La circostanza che, esclusa la BOFINA, tutti i titoli siano quotati anche a Milano ha inoltre contribuito ad accentuare tale fenomeno.

Sulla piazza di Milano si è, infatti, concentrato il 98,7% del totale dei valori scambiati. Sulle altre 5 piazze il valore degli scambi di tutto l'anno è stato inferiore, globalmente, ai 5 miliardi (cfr. ancora Tavola a/I/21).

La cadenza giornaliera delle quotazioni ha tuttavia avuto un effetto importante sulla variabilità delle quotazioni: dal luglio 1987 la variazione media dell'indice del Mercato Ristretto è, infatti, notevolmente inferiore a quella corrispondente del mercato principale. Il confronto tra i dati settimanali antecedenti il luglio 1987 non evidenziava invece differenze sensibili, in termini di variabilità dei corsi, fra i due mercati (cfr. Grafici 11 e 12).

Peraltro, questa minor volatilità, se messa in relazione con altri elementi (controvalore giornaliero degli scambi, su livelli sempre modesti; assenza degli investitori istituzionali sul mercato; ecc.), sembrerebbe essere più il risultato del disinteresse degli investitori che della raggiunta efficienza di questo mercato.

L'operatività dei fondi comuni di investimento sul Mercato Ristretto — condizionata anche dai noti limiti di possesso relativi a buona parte dei titoli negoziati — sembra confermare tale affermazione. I fondi comuni di investimento mobiliare a fine 1988 possedevano titoli del ristretto per circa 30 miliardi, pari allo 0,3% della capitalizzazione complessiva (investimento inferiore a quello effettuato dagli stessi fondi su titoli non quotati ufficialmente). Nello stesso periodo la quota detenuta dai fondi comuni di investimento in azioni quotate al mercato principale era pari a circa il 10% della capitalizzazione globale.

Questo disinteresse non è venuto meno neppure in presenza, anche nel 1988, di risultati di bilancio delle società quotate al ristretto complessivamente soddisfacenti e di quotazioni che possono ritenersi del tutto competitive rispetto al mercato principale.

I dati di bilancio al 31.12.1987 evidenziano, infatti, per le società quotate al Mercato Ristretto utili vicini agli 800 miliardi, con un rapporto prezzo/utili di circa 13.

Il monte dividendi distribuito nel 1988 è stato pari a 442 miliardi con un rendimento medio superiore al 4%, nettamente maggiore di quello del mercato principale.

Nel 1988, cinque società hanno effettuato operazioni sul capitale a pagamento introitando complessivamente circa 180 miliardi (pari a quasi l'1,7% della capitalizzazione globale ed in linea con le operazioni sul capitale eseguite sul mercato principale).

## 2.2. *Andamento delle quotazioni*

Nel corso del 1988 — come del resto, negli anni precedenti — l'andamento del Mercato Ristretto è stato caratterizzato da una pressochè costante assenza di iniziativa.

L'indice generale IMR (base 4.1.1988 = 1.000) a fine anno era fermo a quota 1.006. Di un certo rilievo appaiono tuttavia le *performances* del settore non bancario che hanno registrato un incremento medio, a fine anno, del 37,3%. Tale settore (in tutto sette società) rappresenta però meno del 4% della capitalizzazione globale.

Il minimo delle quotazioni è stato raggiunto il 4 luglio (—11,5% rispetto alle quotazioni di inizio anno; —17% rispetto alle quotazioni di prima del *crack* di ottobre); successivamente il mercato risaliva faticosamente toccando il proprio massimo in data 19 ottobre (+1,9% sulle quotazioni di inizio anno).

A dimostrazione della staticità del mercato si può ancora segnalare che solo due volte l'indice ha avuto una variazione superiore al 2% (entrambe nel mese di agosto) e che solo altre sei volte la variazione è stata superiore all'1%.

Per quanto concerne i singoli titoli si è già detto che le «*performances*» migliori sono state ottenute dai titoli non bancari: in particolare la BIEFFE ha fatto registrare un incremento del 150% e la ZEROWATT dell'83%. Fra i bancari il titolo migliore è stato la BANCA POPOLARE DI CREMA (+38,8%), mentre la BANCA PROVINCIALE LOMBARDA

con una variazione di  $-26\%$  e la POPOLARE DI LECCO con  $-22\%$  sono risultati i titoli che hanno avuto peggiori andamenti.

### 2.3. Volume degli scambi

Nel 1988 il controvalore degli scambi nei sei Mercati Ristretti è stato pari a 336 miliardi contro i 394 miliardi dell'anno precedente (cfr. Tavole a/I/18 - 18f). Tale flessione, come già evidenziato, è imputabile esclusivamente alla perdita media dell'indice fatta registrare nel corso del 1988; le quantità scambiate sono infatti aumentate del  $23\%$ , anche a causa del diminuito valore unitario di alcuni titoli a seguito di operazioni sul capitale.

Si è già avuto modo di sottolineare che l'avvio delle sedute giornalieri e l'assenza di titoli «caratteristici» (cioè non quotati anche a Milano) sui Mercati Ristretti «minori» ha portato ad un'ulteriore concentrazione degli scambi sulla piazza di Milano. In particolare a Firenze, nell'intero 1988, non è stato concluso alcun contratto, mentre sulle altre piazze si va dai 10 milioni medi per seduta scambiati a Napoli ai 3 di Genova e a meno di 2 milioni a Roma e Torino. Quest'ultima piazza nel mese di dicembre ha beneficiato dell'ammissione a quotazione della BOFINA (unico titolo non quotato a Milano).

Di contro, a Milano gli scambi medi per seduta sono risultati pari a 1,3 miliardi (solo in una seduta sono stati superati i 3 miliardi).

I titoli più trattati (cfr. Tavola a/I/19) risultano quelli della BANCA POPOLARE DI LECCO, della BANCA POPOLARE DI NOVARA, del CREDITO BERGAMASCO, della BANCA POPOLARE DI CREMA e della BANCA POPOLARE DI BERGAMO (si tratta di titoli di società, eccetto la BANCA POPOLARE DI NOVARA, che sono stati al centro dell'attenzione a seguito di ipotesi, non sempre concretatesi, relative a mutamenti nella compagine sociale); gli scambi su questi 5 titoli rappresentano da soli oltre il  $50\%$  del totale, mentre quelli sui primi 10 coprono oltre il  $70\%$  del totale.

Solo tre titoli, a Milano, hanno fatto registrare scambi medi per seduta superiori ai 100 milioni: BANCA POPOLARE DI LECCO (202 milioni), BANCA POPOLARE DI NOVARA (158 milioni) e CREDITO BERGAMASCO (121 milioni). Per sette titoli (su un totale di 37) gli scambi medi giornalieri superano i 50 milioni; per oltre  $1/3$  dei titoli, gli scambi medi giornalieri sono stati invece inferiori ai 10 milioni (cfr. Tavola a/I/24).

### 2.4. Aumenti di capitale

Nel 1988 5 società (14 nel 1987), tutte appartenenti al settore bancario, hanno eseguito operazioni di aumento di capitale per un totale di 77 miliardi (82 miliardi nel 1987).

Delle 5 operazioni due sono state effettuate esclusivamente a pagamento e tre in forma mista. La provvista di mezzi liquidi è stata pari a 180 miliardi (311 nel 1987) di cui 103 miliardi (279 nel 1987) a titolo di sovrapprezzo (pari al  $57\%$  della provvista totale).

## Capitolo II

### SVILUPPO E CONTROLLO DEL MERCATO

#### 1. Ammissione alla quotazione

##### 1.1. Nuove società ammesse in Borsa o al Mercato Ristretto

Nel corso del 1988 tredici società hanno richiesto l'ammissione dei loro titoli azionari alla quotazione ufficiale presso le Borse Valori e due l'ammissione alla quotazione presso il Mercato Ristretto.

Di seguito si riporta l'elenco delle nuove società quotate presso le Borse Valori:

SOCIETÀ	TITOLO AMMESSO	BORSE DI QUOTAZIONE	DATA DI INIZIO NEGOZIAZIONE
Cartiere di Ascoli	azioni ordinarie	Milano	18.1.88
Vittoria Assicurazioni	»	»	18.1.88
SISA - Soc. Imballaggi Speciali	»	Milano-Torino	1.2.88
Immobiliare Metanopoli	»	Milano	3.2.88
Stefanel	»	Milano-Venezia	16.2.88
Marangoni	»	Milano	29.2.88
Cementeria di Barletta	»	Milano-Torino	16.3.88
Credito Lombardo	»	Milano	17.5.88
AVIR Finanziaria	»	Milano-Torino	3.8.88
Ferruzzi Finanziaria	»	Bologna-Milano	1.9.88
Ferruzzi Finanziaria	priv.	»	1.9.88
Enichem Augusta	azioni ordinarie	Milano	19.9.88
Gewiss	»	»	3.11.88
Fata Assicurazioni	»	Milano-Roma	15.12.88

Le società che hanno richiesto la quotazione dei propri titoli al Mercato Ristretto sono la AVIATOUR (ammessa al Mercato Ristretto di Roma e Milano in data 14.3.88) e la BOFINA (ammessa al Mercato Ristretto di Torino il 28.11.88).

L'ammissione della FERRUZZI FINANZIARIA ha riguardato, come già detto, le azioni ordinarie e le azioni privilegiate della società; queste ultime sono state convertite poco dopo l'ammissione (19 settembre) in azioni di risparmio non convertibili.

Tutti i soggetti ammessi alla quotazione tranne la VITTORIA ASSICURAZIONI (per la quale si è trattato di un passaggio dal Mercato Ristretto), la BOFINA (che già disponeva del flottante richiesto) e la FERRUZZI FINANZIARIA (che ha conseguito il flottante mediante l'incorporazione della INIZIATIVA META S.p.A.), hanno effettuato un collocamento preliminare sul Mercato di proprie azioni al fine di conseguire una sufficiente diffusione del titolo tra il pubblico.

### 1.2. Altre ammissioni

Nel 1988 sono stati iscritti al listino i seguenti 21 prestiti obbligazionari e 8 prestiti obbligazionari ordinari:

- SELM 7% - 1986/93 convertibile in azioni di risparmio;
- MEDIOBANCA 7% - 1987/93 serie speciale IMMOBILIARE METANOPOLI convertibile in azioni IMMOBILIARE METANOPOLI;
- GIM 6,5% - 1986/93 convertibile in azioni di risparmio;
- MAGNETI MARELLI 6% - 1987/95 convertibile in azioni di risparmio convertibili in azioni ordinarie;
- COTONIFICIO CANTONI 7% - 1986/93 convertibile in azioni di risparmio non convertibili;
- F. FOCHI 8% - 1987/91 convertibile in azioni ordinarie;
- MEDIOBANCA 6% - 1987/94 serie speciale CEMENTERIA DI BARLETTA convertibile in azioni ordinarie e privilegiate CEMENTERIA DI BARLETTA;
- KERNEL ITALIANA 7,5% - 1987/93 convertibile in azioni di risparmio non convertibili;
- FABBRICA MILANESE CONDUTTORI 4% semestrale - 1986/91 convertibile in azioni di risparmio;
- MEDIOBANCA 5% - 1987/92 serie speciale CEMENTERIE SICILIANE con warrant convertibile in azioni ordinarie CEMENTERIE SICILIANE;
- ING. G. OLIVETTI & CO. 6,375% - 1987/94 con warrant per la sottoscrizione di azioni di risparmio non convertibili;
- MEDIOBANCA 7,5% - 1987/94 serie speciale FIDENZA VETRARIA convertibile in azioni ordinarie;

- CREDIOP 6% - 1987/93 serie speciale NUOVO BANCO AMBROSIANO convertibile in azioni ordinarie;
- IRI 7% - 1987/92 con buono di acquisto di azioni BANCO DI ROMA;
- IRI 6,75% - 1987/92 con buono di acquisto di azioni BANCO DI ROMA;
- IRI-SIFA 7% - 1986/91 convertibile in azioni di risparmio SIFA;
- IRI-CREDITO ITALIANO 7% - 1986/91 convertibile in azioni di risparmio CREDITO ITALIANO;
- IRI-STET 7% - 1986/91 convertibile in azioni di risparmio STET;
- FIN. E. BREDA 7% - 1987/92 con diritti di acquisto (*warrants*) di azioni ordinarie OTOBREDA FINANZIARIA;
- EFIM 12% - 1985/91 parzialmente convertibile in azioni FIN. E. BREDA;
- INTERBANCA 1987/94 - 85<sup>a</sup> emissione;
- EFIBANCA 10% - 1986/92 convertibile in tasso indicizzato, 1986/92 a tasso indicizzato convertibile in tasso fisso, 1987/92 1<sup>a</sup> serie a tasso indicizzato, 1987/92 2<sup>a</sup> serie a tasso indicizzato, 1987/92 3<sup>a</sup> serie a tasso indicizzato, 1987/93 a tasso misto e 1987/92 4<sup>a</sup> serie a tasso indicizzato.

Sono state inoltre istituite 9 linee di quotazione separata per i titoli azionari emessi con godimento differenziato rispetto a quello delle azioni già in circolazione e per i titoli obbligazionari ex buono di acquisto (*warrant*). I provvedimenti hanno riguardato le azioni ordinarie INIZIATIVA META godimento 1.7.87 e le azioni di risparmio godimento 1.7.87; le azioni di risparmio FINREX godimento 1.1.87; le azioni ordinarie TEKNECOMP godimento 1.7.87; il prestito obbligazionario IRI 9% - 1986/93 privo del buono di acquisto per azioni AERITALIA; il prestito obbligazionario ING. C. OLIVETTI & Co. 1987/94 - 6,375% privo di opzioni (*warrants*) per la sottoscrizione di azioni di risparmio non convertibili; il prestito obbligazionario IRI 7% - 1987/92 privo del buono di acquisto di azioni BANCO DI ROMA; il prestito obbligazionario IRI 6,75% - 1987/92 privo del buono di acquisto di azioni BANCO DI ROMA; il prestito obbligazionario FIN. E. BREDA 7% - 1987/92 privo dei diritti di acquisto di azioni ordinarie OTOBREDA FINANZIARIA.

Nel corso dell'anno una società, la FORNARA, quotata a Torino, ha richiesto l'estensione della quotazione delle azioni ordinarie alla Borsa Valori di Milano e la BANCA PROVINCIALE LOMBARDA (negoziata al Mercato Ristretto di Milano) ha chiesto la quotazione anche delle proprie azioni privilegiate.

### 1.3. Ammissioni di diritto alla quotazione

Nell'anno considerato sono stati ammessi alla quotazione di diritto 59 titoli di Stato (44 certificati di credito del Tesoro e 15 buoni del Tesoro poliennali) e 75 prestiti obbligazionari emessi da Istituti di Credito Speciale, Enti delle partecipazioni statali, ENEL, ANAS, BEI.

Sono stati inoltre quotati 5 titoli di risparmio, emessi da società con azioni ordinarie già quotate, e precisamente: azioni di risparmio CEMENTERIE DI MERONE; azioni di risparmio non convertibili FIMPAR; azioni di risparmio godimento 1.10.87 TERME DEMANIALI DI ACQUI; azioni di risparmio non convertibili AME FINANZIARIA; azioni di risparmio ALITALIA.

## 2. Interventi sulla quotazione dei titoli

### 2.1. *Provvedimenti di sospensione e di ripristino della quotazione*

Nel 1988 sono stati sospesi dalla quotazione i titoli delle seguenti società: SINGEST (ordinarie e di risparmio); EUROGEST (ordinarie e risparmio); MIRA LANZA; ATURIA (ordinarie e risparmio); PIRELLI (ordinarie, risparmio e obbligazioni convertibili); PIRELLI & Co. (ordinarie, risparmio e obbligazioni convertibili); SILOS DI GENOVA (risparmio non convertibili, obbligazioni convertibili); FALCK (ordinarie e risparmio); INTERBANCA (ordinarie e privilegiate).

I titoli delle società SINGEST ed EUROGEST sono stati sospesi a partire dal 29 gennaio 1988 a causa dell'irregolare andamento delle quotazioni e vista la necessità di acquisire notizie in merito alle situazioni patrimoniale e finanziaria delle società.

L'ATURIA è stata sospesa il 2 marzo 1988 visto l'irregolare andamento della quotazione.

I titoli della MIRA LANZA, PIRELLI, PIRELLI & Co., SILOS DI GENOVA e FALCK sono stati sospesi in attesa di fornire al mercato una esauriente informativa in merito a rilevanti avvenimenti societari che interessavano le singole società; la quotazione di tali titoli è stata ripristinata non appena le società hanno fornito la necessaria informativa.

La sospensione dei titoli dell'INTERBANCA è stata inizialmente causata dall'irregolare andamento della quotazione, e dalla necessità di ottenere informazioni circa le ragioni di tale andamento. I titoli, in un primo tempo riammessi, sono, poi, stati nuovamente sospesi a causa della scarsità del flottante che si era verificata a causa del rallestramento di tali titoli effettuato da alcuni operatori. Per permettere il regolare svolgimento delle riunioni dei riporti i titoli sono stati riammessi per alcune sedute e successivamente, dopo aver accertato l'esistenza di una certa quota di flottante, è stata ripristinata la quotazione delle sole azioni privilegiate mentre le azioni ordinarie sono tuttora sospese.

Tutte le sospensioni sono state disposte con provvedimento di urgenza del Presidente, successivamente approvato dalla Commissione.

Nel corso dell'88 è stata ripristinata anche la quotazione della TRENNO (a Milano dal 16 febbraio), della FORNARA (a Torino dal 16 febbraio), della FIRS (a Milano e Palermo dal 19 settembre) e dell'UNIONE MANIFATTURE (a Milano dal 15 dicembre).



## 2.2. *Provvedimenti di revoca della quotazione*

Nel 1988 sono stati revocati i titoli della FARMITALIA CARLO ERBA a seguito della fusione per incorporazione nella ERBAMONT INDUSTRIALE S.r.l. dal 4 gennaio; della INVESTIMENTI IMMOBILIARI ITALIANI a seguito della fusione per incorporazione nella INIZIATIVA META dal 4 gennaio; della LMI - LA METALLI INDUSTRIALE a seguito della fusione per incorporazione nella TRAFILERIE E LAMINATOI DI METALLI dall'11 gennaio (successivamente a tale fusione la società ha cambiato denominazione sociale in EUROPA METALLI - LMI); della SABAUDIA FINANZIARIA dal 17 agosto, della ULTRA (ex PERUGINA) dal 15 dicembre e dell'INDUSTRIALFIN. (ex BUITONI) dal 15 dicembre a seguito della fusione per incorporazione nella CIR; dell'INIZIATIVA META a seguito della fusione per incorporazione nella FERRUZZI FINANZIARIA dal 1° settembre e della SILOS DI GENOVA a seguito della fusione per incorporazione nella FERRUZZI AGRICOLA FINANZIARIA dal 19 settembre.

Oltre a queste società sono stati revocati anche i titoli della SOCIETÀ GENERALE IMMOBILIARE SOGENE (dal 16 giugno a seguito della deliberazione dell'assemblea straordinaria di scioglimento e messa in liquidazione della società); della FINSIDER (dal 27 giugno a seguito della deliberazione dell'assemblea straordinaria di messa in liquidazione e su richiesta di parte); della BIRRA WÜHRER (dal 15 dicembre visti gli esiti positivi dell'OPA effettuata dall'azionista di controllo e a seguito della richiesta della società); della FINMARE (dal 18 ottobre a causa della scarsità del flottante e su richiesta di parte).

Una revoca ulteriore ha riguardato una società negoziata al Mercato Ristretto: la VITTORIA ASSICURAZIONI, per consentire il passaggio della società al mercato ufficiale.

## 3. **Funzionamento della Monte titoli S.p.A.**

Superata la fase iniziale di avvio l'avvio del nuovo regime della Monte Titoli S.p.A. successiva all'approvazione da parte della Consob del regolamento di attuazione della legge 19 giugno 1986 n. 289 e del regolamento dei servizi e delle condizioni contrattuali (delibere nn. 2723 e 2724 del 18 febbraio 1987), nel corso dell'anno 1988 il sistema ha registrato un progressivo e costante consolidamento.

Durante l'anno, infatti, si è ulteriormente ampliato il numero dei depositari partecipanti al sistema ed è conseguentemente aumentato il numero ed il valore dei depositi di titoli azio-

nari ed obbligazionari accentrati presso il sistema che, come evidenziato nelle tabelle che seguono, al 31 dicembre 1988 risultavano rispettivamente:

1 — Numero dei depositari e valore nominale dei titoli depositati:

	1985 numero	1986 id.	1987 id.	1988 id.
	valore			
= banche	88	128	163	173
	13.950	22.735	45.242	59.758
= agenti di cambio	14	46	78	89
	12	120	282	392
= società emittenti	—	—	1	1
			296	289

2 — Numero dei depositi di titoli e loro valore nominale:

	1985 numero	1986 id.	1987 id.	1988 id.
	valore			
= titoli azionari	105	241	255	297
	1.162	3.788	11.492	15.219
= titoli obbligazionari	407	483	568	538
	12.800	19.067	34.328	45.220
<b>Totali</b>	<b>512</b>	<b>724</b>	<b>823</b>	<b>835</b>
	13.962	22.855	45.820	60.439

L'attività svolta dal sistema, in particolare per quanto riguarda il decisivo contributo fornito dalla Monte Titoli alla regolare conclusione delle liquidazioni eseguite a mezzo delle Stanze di compensazione, risulta documentato dalla ulteriore drastica riduzione dei «buoni di cassa» nelle liquidazioni mensili dei titoli azionari.

Nel rinviare ad altra parte della Relazione per ciò che attiene ad una più approfondita illustrazione della tematica relativa ai «buoni di cassa», ci si limita in questa sede a segnalare che l'accennata diminuzione è evidenziata dal rapporto tra i valori dei buoni di cassa emessi al termine della liquidazione mensile ed il valore dei quantitativi negoziati nel corso del relativo mese borsistico: da un rapporto percentuale del 6,81% del mese di gennaio, si è passati ad una percentuale dell'1,13% registrata al termine del ciclo borsistico di dicembre 1988.

A questo proposito sembra significativa la sintesi esposta nella seguente tabella da cui può rilevarsi, nel raffronto con gli anni precedenti, un progressivo e sensibile aumento del numero dei saldi liquidati a mezzo Stanze di compensazione mediante semplici registrazioni contabili da parte della Monte Titoli:

### 3. Saldi stanze registrati dalla Monte Titoli nelle liquidazioni giornaliere e mensili

	1985	1986	1987	1988
numero «spunte»	54.104	105.618	261.730	332.600

I considerevoli risultati già registrati alla conclusione del primo anno completo di attività, lasciano ipotizzare che la Monte Titoli S.p.A. sempre più potrà contribuire anche alla razionalizzazione dei servizi di custodia e amministrazione di valori mobiliari nell'ambito del sistema: la maggiore snellezza operativa conseguente alla possibilità di operare su certificati di grosso taglio e di utilizzare semplici registrazioni contabili fanno sì che i tempi di svolgimento delle singole operazioni societarie (pagamento dividendi, aumenti di capitale, ecc.) risultino senz'altro ridotti con beneficio per il regolare funzionamento del mercato. L'esigenza che si pone per la piena funzionalità del mercato, oltre ad un sempre maggiore ampliamento delle quantità di titoli gestiti attraverso il sistema di amministrazione accentrata, è piuttosto di rendere più efficienti i sistemi tradizionali di amministrazione dei titoli al fine di evitare che la coesistenza di procedure manuali e di procedure elettroniche nell'espletamento delle operazioni per conto delle società sia causa di ritardi e vanifici di fatto i benefici derivanti dall'utilizzo del nuovo sistema.

#### 4. Rilevazione delle consistenze dei «buoni di cassa» al 31 marzo 1988

Nel quadro delle iniziative avviate sin dall'aprile del 1986, d'intesa con la Banca d'Italia, per disincentivare il ricorso alle procedure di assegnazione da parte degli associati alle Stanze di compensazione e di pervenire, attraverso l'eliminazione delle consegne arretrate di titoli, ad una normalizzazione della situazione determinata dal crescente impiego dei «buoni di cassa» nella chiusura di interi cicli borsistici, la Commissione ha disposto con delibera n. 3388 del 12 aprile 1988 una rilevazione delle consistenze dei «buoni di cassa» in essere alla data del 31 marzo 1988 presso gli intermediari autorizzati.

Come noto, lo strumento del «buono di cassa» trae origine da una norma del Regolamento della Stanza di compensazione che consente agli associati alla Stanza, nel caso di momentanee indisponibilità di titoli sopraggiunte nel giorno della consegna dei titoli, di ottenere da altri associati alla Stanza, destinatari di detti titoli, una dilazione nei termini di consegna da documentare, appunto, tramite un «buono di cassa».

Gli associati alla Stanza di compensazione interessati dalla emissione dei «buoni di cassa» non sono tuttavia soggetti ad una disciplina specifica, in quanto detti «buoni» risultano assorbiti nel rapporto privato instaurato fra i soggetti sopraindicati.

In precedenza, la Banca d'Italia aveva effettuato altri due interventi programmati d'intesa con la Commissione: con il primo, era stato introdotto nel giugno del 1986 l'obbligo di un deposito infruttifero commisurato al valore del buono di cassa da emettere; con il secondo era stata offerta la possibilità nel novembre e dicembre del 1987 di estinguere i «buoni di cassa» mediante una speciale liquidazione presso le Stanze di compensazione.

La Commissione è quindi intervenuta per la rilevazione presso tutti gli intermediari delle consistenze di «buoni di cassa» ancora residue, per una valutazione delle ulteriori iniziative da intraprendere, d'intesa con la Banca d'Italia, per l'eliminazione del fenomeno.

La rilevazione prevedeva che i soggetti emittenti e prenditori di «buoni di cassa» rendessero una dichiarazione «incrociata» della rispettiva posizione in modo da ottenere, con procedura analoga a quella delle Stanze di compensazione, un riscontro delle dichiarazioni in questione.

Sono state acquisite 18.306 dichiarazioni provenienti da 230 soggetti dichiaranti, rappresentanti per il 46,5% il sistema bancario, e per il 53,5% gli altri operatori non bancari.

Pur in mancanza di un puntuale e completo riscontro delle 18.306 dichiarazioni pervenute, a causa di errori determinati dall'impiego di schede meccanografiche, è stato possibile procedere ad una stima intorno ai 3.000 miliardi del valore dei «buoni di cassa» esistenti, riguardanti, per circa 400 miliardi i titoli di Stato, per circa 2.200 miliardi i titoli obbligazionari e, infine, per circa 300 miliardi i titoli azionari.

Alla fase di acquisizione non ha fatto seguito, d'intesa con la Banca d'Italia, una fase di correzione delle dichiarazioni discordanti che, sottoposte ad un primo controllo auto-

matico e ad un successivo controllo «manuale», sono risultate stimabili intorno ad un valore compreso tra il 20 ed il 25% del totale delle dichiarazioni. I dati disponibili, ancorchè non esattamente riscontrati, possono tuttavia ritenersi sufficientemente indicativi ai fini dell'illustrazione delle caratteristiche generali del fenomeno e dell'individuazione delle possibili ipotesi di intervento per l'estinzione dei «buoni di cassa» arretrati.

L'ammontare delle dichiarazioni riguardanti i titoli di Stato ed obbligazionari ha evidenziato l'esistenza di rilevanti rapporti posti in essere al di fuori delle Stanze di compensazione, con ricorso allo strumento dei «buoni di cassa» come documento rappresentativo dell'impegno di consegna dei titoli dei quali viene peraltro incassato il relativo controvalore: esse rappresentano il 90% del valore complessivo delle dichiarazioni. Le dichiarazioni relative al comparto azionario sembrano indicare che l'estinzione dei «buoni di cassa» emessi al termine di cicli borsistici caratterizzati dall'imminenza di operazioni di modifica del capitale sociale o successivi alla conclusione di tali operazioni presenta notevoli difficoltà per le diverse caratteristiche dei titoli prima (titoli «pieni») e dopo l'operazione (titoli «ex»).

Per gli stessi motivi, sono emerse significative consistenze di «buoni di cassa» emessi in coincidenza con la chiusura di cicli borsistici immediatamente precedenti la distribuzione dei dividendi.

Non deve comunque essere trascurata l'incidenza sull'emissione dei «buoni di cassa» di situazioni derivanti da frazionamenti di titoli presso le società emittenti, con particolare riguardo alle operazioni eseguite per il tramite dei mandatari di queste presso le Stanze di compensazione, ai sensi dell'art. 15 del R.D. 29 marzo 1942, n. 239.

Sulla base dei dati acquisiti, la Commissione valuterà ora le iniziative più opportune per portare a definitiva soluzione il problema attraverso l'eliminazione dei «buoni di cassa» arretrati e, soprattutto, per intervenire sulle cause, come si è visto, di diversa origine, che hanno finora comportato il ricorso alla prassi dell'emissione dei «buoni di cassa».

##### **5. Disciplina e attività delle commissionarie di Borsa**

Nel corso del 1988 ha trovato attuazione l'intendimento della Commissione, già anticipato nella precedente relazione, di pervenire all'adozione di un nuovo regolamento riguardante l'ammissione delle Società commissionarie negli antirecinti alle grida delle Borse Valori e contenente una più organica disciplina di controlli sull'attività delle Società ammesse.

Particolarmente significativa è la circostanza che l'importante riforma regolamentare è stata attuata con il pieno consenso degli Organi rappresentativi della categoria.

Del resto l'esigenza di una più puntuale regolamentazione degli intermediari in argomento era stata ampiamente avvertita nell'ambito delle stesse commissionarie in relazione ai più ampi volumi di attività da esse alimentati, nonchè in vista della possibilità di essere ammessi

ad avvalersi di nuovi strumenti operativi (ad es. Monte Titoli), essenziali per il buon funzionamento del mercato.

Nella relazione dello scorso anno, era stato evidenziato che, in sede di applicazione dei regolamenti di ammissione adottati negli anni 1984 e 1985 per le singole Borse Valori, la normativa fissata si era rivelata insufficiente ad assicurare la necessaria tempestività e continuità dei controlli, e sostanzialmente inadeguata in relazione ai compiti affidati alla Commissione dall'art. 1/3, lett. g) della legge n. 216 del 1974, in materia di vigilanza sul funzionamento delle singole Borse e di accertamento della regolarità e dei modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione e negoziazione su titoli quotati in Borsa effettuate dai soggetti che operano in Borsa o esercitano attività di intermediazione.

Si è pertanto ritenuto indilazionabile — anche nella prospettiva di una riforma legislativa di tutto il settore dell'intermediazione mobiliare — adottare una disciplina organica per l'ammissione in Borsa e il controllo dei soggetti in questione, impostata non più sulle competenze della Commissione in materia di regolamenti speciali di Borsa, bensì sui generali poteri di controllo sulle attività di Borsa e sui soggetti che vi operano.

È stato così avviato, fin dal 1987, uno specifico approfondimento dell'intera materia, svolto con l'attivo concorso della competente Associazione di categoria, la quale, come già anticipato, nell'assemblea del 12 gennaio 1988 ha anche formalizzato la propria adesione ai criteri ispiratori ed alla disciplina di dettaglio stabilita dal regolamento in esame e alle norme di attuazione contestualmente emanate dalla Commissione con un'apposita circolare.

Il nuovo regolamento — suddiviso in appositi titoli riguardanti, rispettivamente, i requisiti richiesti alle Società e ai soggetti operanti nel loro ambito, la procedura per l'ammissione, gli obblighi e le informazioni nei confronti della Consob, la procedura per la sospensione e la revoca dell'ammissione, il regime transitorio — presenta, rispetto al previgente regime, alcune rilevanti innovazioni sulle quali si ritiene utile richiamare l'attenzione.

Notevolmente ampliata risulta in particolare la disciplina concernente i requisiti per l'ammissione agli antirecinti; alle Società istanti sono infatti prescritti, oltre alla forma giuridica della società per azioni con capitale di almeno L. 500.000.000, un patrimonio netto di L. 1 miliardo, nonchè l'esclusività (e non più la «prevalenza») nell'ambito dell'oggetto sociale dell'esercizio dell'attività di commissione in titoli e delle attività a questa complementari, espressamente individuate nel collocamento di valori mobiliari, nell'occasione di mandati ad amministrare e nella prestazione di consulenza e di servizi nel settore della finanza aziendale.

In relazione alla prassi, in via di generalizzazione presso le Società della categoria, di sottoporre a revisione e certificazione i propri bilanci, si è provveduto a prevedere un obbligo in tal senso quale condizione necessaria per l'ammissione agli antirecinti alle grida, nonchè per il mantenimento della stessa.

Con riferimento alle crescenti capacità operative dei soggetti in argomento, si è poi ritenuto indispensabile richiedere specifici requisiti riguardanti la situazione patrimoniale e finanziaria, determinati secondo criteri e con le modalità indicati nella circolare applicativa allegata al regolamento. Tali requisiti, di cui si dirà ampiamente più avanti, oltre che all'atto dell'ammissione, devono risultare costantemente in possesso della Società e rappresentano pertanto una modalità di controllo continuativa sulla capacità patrimoniale e finanziaria dei soggetti ammessi.

Particolare cura si è inoltre posta nel richiedere ai Presidenti, Amministratori Delegati, Direttori Generali, nonché ai rappresentanti o sostituti rappresentanti in Borsa delle Società commissionarie il possesso di requisiti di professionalità e di onorabilità, in analogia a quanto già stabilito nell'ambito della vigente legislazione bancaria; gli stessi requisiti di onorabilità sono altresì richiesti a chi possa comunque esercitare, anche in via indiretta, il controllo sulle Società ammesse.

Sono state, infine, ampliate le ipotesi di esonero dal colloquio di idoneità previsto per il rappresentante e il sostituto rappresentante in Borsa, per tener conto delle diverse situazioni emerse nella pratica, nelle quali i requisiti richiesti ai soggetti di cui sopra possono ritenersi comunque accertati.

Sostanzialmente confermata risulta la procedura di ammissione già prevista dai vigenti regolamenti, la quale si articola in una fase svolta a livello locale presso i Commissari di Borsa e nella successiva istruttoria presso gli Uffici Centrali della Commissione in vista dell'adozione dei provvedimenti definitivi. In tale ambito viene affidato agli Organi locali di Borsa (Deputazione e Comitato Direttivo, ovvero Commissione per il Listino) e all'Associazione Nazionale Commissionari il compito di accertare il possesso dei requisiti di professionalità e/o onorabilità — introdotti dalla nuova disciplina — da parte dei soggetti che hanno la gestione e il controllo della Società.

Notevoli innovazioni sono state invece introdotte nella disciplina degli obblighi di informazione alla Consob e degli altri obblighi sostanziali alla cui osservanza è subordinata la concessione dell'autorizzazione all'accesso negli antirecinti ed il mantenimento della stessa.

Per quanto riguarda i requisiti relativi alla situazione patrimoniale e finanziaria, si è già accennato che il nuovo regolamento, oltre a prevedere, in aggiunta ad una misura minima del capitale sociale, l'esistenza di un patrimonio netto non inferiore a 1 miliardo di lire, ha introdotto due nuovi requisiti a cui è subordinata l'ammissione e la permanenza delle Società commissionarie negli antirecinti alle grida.

Con riferimento al requisito concernente l'ammontare del patrimonio è previsto che le Società commissionarie debbano presentare un determinato rapporto di proporzionalità tra i volumi dell'attivo e del patrimonio netto posseduto.

Nell'ambito dell'attivo sono state poi individuate le voci più significative e stabilite le percentuali di valore delle stesse che richiedono di essere coperte interamente con mezzi propri. Tali voci sono quelle collegate strettamente all'attività di intermediazione in valori mobiliari sia in proprio, per tenere conto del «rischio di posizione», che in conto terzi, per far fronte al «rischio di controparte». Tra le altre componenti di rischio, non direttamente collegate all'attività di Borsa delle Società commissionarie, sono invece da ricomprendere le voci riguardanti le «partecipazioni» in società quotate e non quotate ed i «crediti finanziari» sia di breve che di medio termine, concessi a terzi e a società controllate e collegate.

Per la definizione della quota percentuale da considerare «a rischio», ai fini della determinazione del rapporto di patrimonializzazione, si è inoltre tenuto conto delle disposizioni previste dalla delibera n. 929/1981 e successive modificazioni (che, com'è noto, già prevedono specifici obblighi di garanzia per le operazioni a termine) per ciò che attiene alle voci dell'attivo «crediti di Borsa» e «riporti attivi» nonché della vigente normativa riguardante le società fiduciarie, i fondi comuni e le reti di vendita, per quanto riguarda la voce dell'attivo relativa alle «partecipazioni».

Si è poi stabilito un requisito riguardante l'equilibrio della situazione finanziaria; in base ad esso, le Società commissionarie dovranno presentare per l'ammissione e la permanenza negli antirecinti alle grida un rapporto fra attività liquide e passività correnti pari almeno a 0,80.

Condizione necessaria per il controllo del rispetto dei requisiti di cui sopra è rappresentata dall'invio dell'informativa periodica, anch'essa modificata nei contenuti e nella forma dal nuovo regolamento.

Le informazioni previste dalla previgente normativa, pur se indispensabili ai fini del controllo sui soggetti in parola, si sono infatti rivelate insufficienti, soprattutto per ciò che attiene ai tempi di trasmissione dei dati relativi, che rendono gli stessi inattuali e di fatto impediscono una efficace e tempestiva azione di intervento.

In base al nuovo regolamento il sistema di rilevazioni dei dati si articola sui seguenti flussi informativi:

- a) invio del bilancio e delle relazioni degli amministratori, dei sindaci e delle società di revisione, a chiusura dell'esercizio;
- b) trasmissione di situazioni contabili semestrali riclassificate secondo predeterminati modelli, relative allo stato patrimoniale e al conto economico;
- c) invio dell'elenco delle operazioni in titoli effettuate in ciascun semestre, espresso sia in numero di operazioni che in controvalore secondo lo schema già previsto dalla precedente normativa per la rilevazione dei volumi di attività;
- d) trasmissione, con cadenza mensile:

— di un prospetto contenente la situazione dei titoli di proprietà alla data del giorno di liquidazione di Borsa del mese di riferimento, nonché l'ammontare dei debiti e dei crediti



derivanti dalle operazioni di riporto poste in essere fino al giorno dei riporti del mese borsistico precedente;

— di una «situazione titoli» indicando i controvalori dei titoli di proprietà e di terzi in deposito e/o garanzia a valori di mercato nonchè gli intermediari presso i quali i titoli stessi sono giacenti;

— di un quadro riassuntivo delle principali fonti di finanziamento esterne a breve termine evidenziando l'ammontare degli affidamenti concessi (accordato) e l'utilizzo alla data di riferimento.

Sotto l'aspetto dei principi contabili da utilizzare per la compilazione dei prospetti, analiticamente illustrati nella circolare applicativa di dettaglio emanata dalla Commissione, si è posta particolare cura nell'omogeneizzazione dei criteri attualmente adottati dalle Società commissionarie ai fini della redazione del bilancio, con specifico riguardo alla rilevazione dei costi, dei ricavi e delle componenti patrimoniali e finanziarie originate dall'attività di intermediazione in titoli.

È inoltre stabilito che la conformità alle scritture contabili dei dati contenuti nelle situazioni contabili semestrali (stato patrimoniale e conto economico) sia verificata dalla società di revisione; ciò anche in relazione all'importanza che nel nuovo sistema assumono gli obblighi di certificazione, considerati non più semplice titolo preferenziale al momento dell'ammissione, ma vera e propria condizione per il mantenimento dell'ammissione agli antirecinti, nonchè fondamentale supporto per il controllo sull'attività svolta dalle Società commissionarie.

L'efficacia dei controlli previsti dalla nuova disciplina è subordinata anche alle modalità di acquisizione ed alla tempestività di elaborazione dei dati. A questo scopo è stata quindi prevista la possibilità di stabilire specifiche modalità per l'effettuazione delle comunicazioni attraverso sistemi elettronici di trasmissione dei dati ovvero attraverso archivi magnetici che consentano di ridurre i tempi di acquisizione e di elaborazione dei dati in questione. Di tale facoltà si è ampiamente avvalsa la Commissione che ha predisposto, per tutte le rilevazioni periodiche di cui si è detto, appositi supporti magnetici, distribuiti ai soggetti tenuti, in base ai quali si procederà all'acquisizione automatica dei dati e alle successive analisi dei dati stessi da parte degli Uffici della Commissione avvalendosi di apposite procedure allo scopo predisposte.

In materia di sospensione e revoca dell'ammissione negli antirecinti, vengono confermate le ipotesi e la procedura già previste dai vigenti regolamenti. L'adozione del provvedimento di revoca dell'ammissione, che viene disposta in tal caso d'ufficio dalla Consob, è stata comunque estesa ai casi di mancata presenza della Commissionaria negli antirecinti protrattasi per oltre un anno ovvero all'ipotesi di dichiarazione di fallimento e di ammissione alla procedura di concordato preventivo.

Nei casi di gravi irregolarità o anomalie nelle operazioni svolte o quando lo richieda

la tutela del pubblico risparmio, è stabilito altresì che la Commissione possa disporre, contestualmente all'avvio della procedura per la sospensione o la revoca dell'ammissione, il ritiro immediato delle tessere di ingresso in Borsa rilasciate alla Società.

Le disposizioni transitorie tengono ovviamente conto dell'analogo regime già previsto nei regolamenti in vigore per le Società già ammesse e prive dei nuovi requisiti richiesti; pertanto, i tempi di adeguamento alle nuove disposizioni sono stati opportunamente graduati in relazione all'entrata in vigore dei precedenti regolamenti ed alla scadenza dei periodi transitori in ciascuno di essi previsti. Va tuttavia precisato che per le Società commissionarie ammesse presso le Borse Valori di Milano, Genova e Napoli (per le quali il regime transitorio fissato dai precedenti regolamenti di ammissione scadeva anteriormente alla data del 31 dicembre 1988) da tale data sono già decorrenti gli obblighi di informazione sopra illustrati.

Il possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità per i Presidenti, Amministratori Delegati, Direttori Generali e rappresentanti o sostituti rappresentanti in Borsa dovrà risultare all'atto del rinnovo dei relativi uffici e comunque non oltre un triennio dalla data di entrata in vigore del regolamento.

Infine, è stato fissato al 31 dicembre 1992 il termine per l'adeguamento al requisito dell'esclusività nell'oggetto sociale dell'attività relativa alla commissione in titoli.

Da segnalare, altresì, che con il 29 febbraio e il 31 ottobre 1988 è venuto a scadere il termine concesso alle Commissionarie ammesse, rispettivamente, presso la Borsa Valori di Milano e presso le Borse Valori di Genova e Napoli, per adeguarsi ai requisiti previsti dai precedenti regolamenti (delibere n. 1623 del 19 dicembre 1984, per la Borsa Valori di Milano, n. 1738 del 9 luglio 1985 per la Borsa Valori di Genova e n. 1743 del 17 luglio 1985 per la Borsa Valori di Napoli).

A tal fine hanno provveduto a trasformarsi in s.p.a. due s.r.l. e una s.a.s. ammesse presso la Borsa Valori di Genova, e ha infine costituito una s.p.a. la ditta individuale presente presso la Borsa Valori di Napoli.

Presso le suddette Borse, pertanto, sono ora operanti esclusivamente commissionari in forma di s.p.a. con capitale minimo di L. 500.000.000.

Nel corso dell'anno hanno inoltre provveduto a costituire delle s.p.a. tre ditte individuali ammesse presso la Borsa Valori di Roma e una ammessa presso quella di Torino; anche una s.a.s. ammessa presso quest'ultima Borsa ha operato la trasformazione in s.p.a.

Come accennato, il nuovo regolamento stabilisce al 1992 la scadenza del periodo transitorio per l'adeguamento al requisito dell'esclusività dell'attività di intermediazione in titoli nell'oggetto sociale.

Peraltro, due Società commissionarie, una ammessa a Milano e una a Trieste, hanno inteso già procedere all'adeguamento in parola e a tal fine, in linea con l'orientamento della Commissione, hanno operato lo scorporo dell'attività di intermediazione, concentrandola in

una nuova società, costituita allo scopo e di cui l'originaria commissionaria conserva la proprietà azionaria, ammessa negli antirecinti «in sostituzione» della controllante.

Nel quadro dell'ordinaria attività di carattere amministrativo svolta dagli uffici, sono stati, infine, adottati i seguenti provvedimenti:

— n. 10 delibere di approvazione di rappresentanti in Borsa di altrettante Società commissionarie (tre di Milano, tre di Roma e quattro di Torino);

— n. 3 delibere di approvazione di sostituti rappresentanti di altrettante Società commissionarie (due di Milano e una di Roma);

— n. 10 delibere ricognitive di modifiche della denominazione sociale effettuata da soggetti in questione;

— rigetto dell'istanza di ammissione negli antirecinti alle grida della Borsa Valori di Milano di una Società priva dei requisiti necessari.

In relazione alle riscontrate esigenze del mercato, sono stati inoltre rideterminati i numeri dei posti di commissionari di Borsa presso le Borse di Milano e di Roma, elevandoli, rispettivamente, a 70 e a 30 unità.

Alla data del 31 dicembre 1988 la situazione delle Società commissionarie ammesse negli antirecinti alle grida delle Borse Valori era la seguente:

<i>Borse Valori</i>	<i>N. Commissionarie ammesse</i>
Bologna	1
Firenze	4
Genova	6
Milano	58
Napoli	1
Roma	22
Torino	18
Trieste	2

per complessivi 105 soggetti, in quanto cinque Società sono presenti in più Borse Valori.

A cura degli Uffici della Commissione è stata inoltre fornita ampia assistenza, nella fase di prima applicazione della nuova disciplina, alle Società in parola, con chiarimenti e indicazioni in merito all'attuazione delle singole norme, in particolare per quanto concerne la documentazione relativa al possesso dei requisiti di onorabilità e/o professionalità da parte

dei soggetti interessati, la procedura da seguire in occasione di modifiche della denominazione sociale o di trasformazione in s.p.a. e per quanto concerne il contenuto degli obblighi di informazione.

#### 6. Attività relativa al funzionamento ed al controllo delle Borse Valori

Nell'ambito delle proprie competenze relative all'organizzazione e al funzionamento delle Borse Valori, la Commissione ha adottato, nel corso del 1988, alcuni provvedimenti di carattere generale e ha fornito alcuni orientamenti applicativi della vigente disciplina.

Un provvedimento, di cadenza annuale, concerne la delibera recante le proposte al Ministro del Tesoro per la nomina dei componenti titolari e supplenti delle Deputazioni di Borsa per l'anno 1989.

Nella formulazione di tali proposte, oltre a garantire la massima funzionalità degli Organi attraverso la scelta di persone in possesso di spiccate qualità professionali, competenza e specifica conoscenza del mercato, si è inteso assicurare, per quanto possibile, la continuità nello svolgimento delle funzioni ed il più ampio grado di rappresentatività attraverso:

- la presenza di esponenti di ciascuna delle tre categorie di operatori (Agenti di cambio, banche e commissionarie di Borsa) e delle locali Camere di Commercio;
- la presenza di tutte le categorie di banche pubbliche e private;
- la conferma ove possibile dei soggetti in carica da meno di due anni e la sostituzione di quelli presenti da un triennio.

Tra i provvedimenti di carattere generale va ricompresa anche la definizione del calendario di Borsa per l'anno 1989 (delibera n. 3769 del 22 novembre 1988).

Al riguardo, va segnalato che la legge n. 154 del 13 maggio 1988, nel ristrutturare la materia, ha unificato le tasse per i contratti di Borsa a termine con durata non superiore a 135 giorni, eliminando la precedente differenziazione che comportava un'imposizione ridotta sui contratti con scadenza non superiore ai 45 giorni.

La nuova normativa ha quindi consentito di ampliare la durata dei cicli borsistici, permettendo così di stabilire intervalli più adeguati tra le varie scadenze tecniche, con notevoli vantaggi operativi e senza per questo determinare aggravii fiscali per gli operatori.

Nella delibera del calendario di Borsa per il 1989, è stato inoltre anticipato l'orario del termine della «Risposta premi» alle ore 9,45 anziché alle 10,00; ciò soprattutto per consentire agli operatori un margine temporale per gli adempimenti relativi alle operazioni effettuate prima dell'inizio della seduta ufficiale di Borsa.

In materia di rappresentanti alle grida di Agenti di cambio, oltre all'adozione di provvedimenti di carattere specifico riguardanti 186 delibere di approvazione della nomina, la Commissione, in risposta ad uno specifico quesito, ha espresso l'avviso che non è possibile esonerare dal colloquio per l'accertamento della idoneità alla funzione di rappresentante alle grida,

previsto dalla vigente normativa, i soggetti ex rappresentanti di Società commissionarie, i quali siano stati riconosciuti idonei in sede di colloquio disposto ai sensi dell'art. 5 del regolamento di ammissione agli antirecinti delle Società medesime.

Al riguardo è stato precisato che, se pure i colloqui in questione hanno entrambi la finalità di verificare la preparazione e l'idoneità professionale dei soggetti interessati, occorre tenere conto delle diversità delle funzioni svolte e delle maggiori responsabilità che comporta l'attività prestata in grida dai rappresentanti degli Agenti di cambio i quali sono tenuti ai doveri ed al rispetto delle norme di deontologia professionale previste per gli operatori ufficiali di Borsa.

Ricorrendo i presupposti temporali e di capienza nei ruoli, previsti all'art. 2 della legge 23 maggio 1956, n. 515, sono stati poi richiesti i prescritti pareri agli Organi locali delle Borse Valori interessate, ai fini della proposta per l'emanazione del bando di concorso ad Agenti di cambio, in conformità all'obbligo di cui all'art. 13 del D.P.R. n. 138 del 31 marzo 1975.

Successivamente, si è provveduto a proporre al Ministro del Tesoro l'emanazione dei relativi bandi di concorso — intervenuta sempre nel corso del 1988 — per la nomina ad Agenti di cambio nei ruoli delle Borse Valori di Bologna, Firenze, Genova, Milano, Napoli, Torino, Trieste e Venezia.

Va segnalato ancora che da parte dei Commissari di Borsa competenti sono state adottate 81 delibere di nomina di Osservatori e di Sostituti Osservatori alle grida di Aziende ed Istituti di credito.

In ordine alla presenza dei predetti rappresentanti nei recinti alle grida, va ricordato l'orientamento espresso dalla Commissione nel senso di ritenere non ammissibile il rilascio di tessere di ingresso nei locali delle Borse Valori a impiegati e commessi di Aziende e Istituti di credito nel caso in cui questi ultimi non abbiano richiesto l'autorizzazione ad essere presenti nei recinti a mezzo di un proprio «osservatore», stante l'esclusiva funzione di supporto e collaborazione dagli impiegati stessi svolta nei confronti delle persone debitamente autorizzate all'ingresso nei recinti.

È stata invece confermata l'ammissibilità del conferimento della nomina a «osservatore» o «sostituto osservatore» a funzionari di Aziende ed Istituti di credito con sede non coesistente con quella delle Borse Valori, la cui presenza, pertanto, nei recinti alle grida può risultare inevitabilmente saltuaria ed occasionale.

Nella previsione del rinnovo dei Comitati dei Mercati Ristretti istituiti presso le Borse Valori di Firenze, Genova, Milano, Napoli, Roma e Torino, per il biennio 1989/1990, gli Organi preposti sono stati invitati a formulare le designazioni di competenza in vista dell'adozione dei provvedimenti di competenza della Commissione.

Da ultimo va segnalato il provvedimento adottato in occasione dello svolgimento della nota operazione di Offerta Pubblica di Vendita (O.P.V.) di azioni ordinarie FERRUZZI FI-

NANZIARIA eseguita dalla società MONTEDISON nel mese di ottobre 1988. In pendenza dell'operazione, al fine di evitare eventuali componenti speculative anomale finalizzate ad influenzare l'esito dell'offerta attraverso consistenti operazioni di vendita allo «scoperto», la Commissione, fra le diverse soluzioni ipotizzabili, ha infatti stabilito di mantenere le contrattazioni a termine sul titolo, imponendo peraltro specifici obblighi di garanzia.

In particolare, allo scopo di ottenere una situazione di sostanziale equivalenza con la contrattazione per contanti, ritenuta non idonea per una serie di motivi di ordine tecnico/operativo e in deroga alle disposizioni di carattere generale contenute nella delibera n. 929 del 3 luglio 1981, è stato previsto un temporaneo obbligo di copertura — mediante il deposito dei titoli — delle operazioni di vendita a termine delle azioni ordinarie FER.FIN. e di vendita per contante dei diritti di sottoscrizione rivenienti dalle azioni ordinarie e di risparmio della MONTEDISON, escludendo ogni altra forma di garanzia prevista in via generale dalla citata delibera n. 929.

Allo scopo di garantire l'osservanza della disciplina è stata inoltre disposta la comunicazione giornaliera delle operazioni concluse da parte degli intermediari sui titoli interessati dal provvedimento.

Sempre per finalità di controllo, la Commissione ha infine deliberato lo svolgimento di alcuni accertamenti ispettivi presso soggetti appartenenti a tutte le categorie di intermediari, i cui risultati sono esposti in altra parte della presente Relazione.

### Capitolo III

## LA RIFORMA DELLA BORSA

Nel corso del 1988 il tema della riforma della Borsa, che già nello scorso anno era stato oggetto di ampio dibattito, si è arricchito di nuovi motivi di riflessione e ha dato luogo a ulteriori interventi a testimonianza dell'importanza del problema e della riconosciuta esigenza di una urgente iniziativa normativa per il rinnovamento dei nostri mercati mobiliari e per la regolamentazione delle attività di intermediazione.

#### 1. I primi sviluppi delle proposte della Consob

Come già riferito nella precedente Relazione, nelle «Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico», presentate al Governo in data 30 aprile 1987, la Commissione aveva segnalato come le carenze dell'ordinamento vigente avessero dato origine ad un esercizio indiscriminato — e dunque privo di ogni controllo a tutela dei risparmiatori — di tutte le attività di intermediazione mobiliare. Veniva così evidenziata la necessità di una definizione di dette attività e del loro affidamento esclusivo ad intermediari specializzati ed autorizzati in possesso di particolari requisiti professionali e patrimoniali. Nello stesso contesto si ipotizzava anche la necessità di una pluralità di forme organizzative di mercato adeguate alle specifiche caratteristiche dei valori mobiliari negoziati. La Commissione sottolineava inoltre come tale approccio «globale» consentisse la soluzione dei problemi connessi alla naturale polifunzionalità degli intermediari e, in particolare, quello del contenimento dei potenziali conflitti di interesse con la clientela.

Nel periodo intercorso dalla data della presentazione al Governo della proposta Consob essa è stata oggetto di dibattiti sia nella sede scientifica che in quella più propriamente istituzionale. In tale ambito non sono mancati i giudizi positivi. Essi hanno riguardato fra l'altro: la necessità di passare, per il mercato azionario, dall'asta a chiamata a quella continua; l'opportunità di prevedere, in relazione alle caratteristiche dei titoli negoziati, una pluralità di forme di mercato soggette ad una specifica disciplina organizzativa; l'esigenza di affidare l'attività di intermediazione a persone giuridiche appositamente autorizzate e dotate di opportuni requisiti.

Anche sulla necessità di considerare, in una visione organica, l'insieme delle attività di intermediazione mobiliare ed i loro reciproci rapporti stabilendo, per ciascuna di esse, una regolamentazione minima che miri in particolare al contenimento del conflitto di interessi tra intermediario e cliente nel caso di svolgimento congiunto di più attività, si è registrato un pieno accordo. Gli stessi lavori di armonizzazione avviati in sede CEE in materia di intermediazione finanziaria muovono dall'assunto che sia necessario disciplinare l'intero ambito delle attività di intermediazione mobiliare.

Ad ulteriore riprova di un giudizio sostanzialmente positivo sulle conclusioni della Commissione vanno considerati, infine, sia l'avvio dell'operatività del nuovo mercato all'ingrosso dei titoli di Stato incentrato su *primary dealers* in costante competizione tra loro (e quindi in aderenza alle indicazioni fornite dalla Consob per tale categoria di titoli), sia il disegno di legge di origine governativa n. 953 sulle società abilitate all'intermediazione in Borsa.

Su ciascuno degli argomenti sopra considerati appare quindi utile soffermarsi, sia pure brevemente, al fine di illustrare lo stato dei lavori e le problematiche ancora in via di definizione.

## **2. I lavori per la realizzazione del sistema telematico di Borsa**

Con la comunicazione n. 85/14123 del 7 agosto 1985, diramata dalla Consob a seguito di apposite intese intercorse fra tutte le categorie di intermediari, venne prevista l'attivazione graduale per i titoli azionari della tecnica della contrattazione continua, in sostituzione del tradizionale sistema di contrattazione a chiamata.

L'attuazione del nuovo sistema presupponeva la realizzazione di una rete telematica attraverso la quale consentire una tempestiva e diffusa informazione dei dati di Borsa ed una più diretta partecipazione dei risparmiatori alle contrattazioni. La stessa rete doveva inoltre consentire il funzionamento del «circuitone proposte», per lo scambio fra gli operatori autorizzati (Agenti di cambio di tutte le Borse Valori italiane) delle offerte di acquisto e di vendita dei titoli e la loro sottoscrizione in via telematica.

Al fine di rendere compatibile la titolarità della gestione delle necessarie nuove strutture di mercato con le competenze che, nell'allestimento delle infrastrutture di Borsa, sono per



legge affidate alle Camere di Commercio, si giunse successivamente alla costituzione, in base all'autorizzazione concessa con Decreto del Ministro dell'Industria del 3 luglio 1986, di un apposito Consorzio Camerale per il Coordinamento delle Borse Valori, che, in considerazione del carattere unitario del nuovo mercato (esteso all'intero territorio nazionale) e dei collegamenti fra le singole Borse, è stato investito della responsabilità della realizzazione del sistema telematico di Borsa.

Nel frattempo, la Commissione, tenuto conto dell'importanza che le nuove strutture telematiche avrebbero assunto ai fini dell'efficiente e regolare funzionamento del mercato, ritenne opportuno precisare meglio l'ambito dei servizi da realizzare tramite il c.d. Sistema Informativo di Borsa. In tale ottica, con la comunicazione del 31 marzo 1988 è stato precisato che l'istituendo sistema non dovesse limitarsi alla sola «contrattazione continua», ma riguardare tutti i servizi necessari al funzionamento del mercato (rilevazione e visualizzazione dei prezzi, gestione di un «circuitto proposte», gestione di un sistema di spunta automatica giornaliera delle operazioni concluse, ecc.), tanto per la contrattazione a chiamata che per la negoziazione in «continua».

In data 20 giugno 1988 il Consorzio Camerale per il Coordinamento delle Borse Valori, d'intesa con gli esponenti delle tre categorie di intermediari (Agenti di cambio, Banche e Società commissionarie) che dovranno dar vita alla nuova società concessionaria dei servizi di Borsa, ha approvato la convenzione per la prestazione dei suddetti servizi. Il testo definitivo ha recepito le indicazioni «di contenuto» fornite dalla Consob ed ha previsto la realizzazione del sistema in due fasi: la prima, con inizio entro i 6 mesi successivi alla stipula della convenzione e conclusione entro i 24 mesi successivi, comporterà la graduale realizzazione dei seguenti servizi:

- servizio di negoziazione dei titoli in continua;
- servizio di rilevazione e diffusione dei dati di Borsa;
- servizio di supporto agli Organi di Borsa;

la seconda fase, che verrà realizzata entro 24 mesi dall'inizio della fase sperimentale, prevede l'avvio a regime dell'intero sistema, con la realizzazione ed il rilascio delle seguenti funzioni:

- servizio riscontri e rettifiche delle operazioni di Borsa;
- interconnessione con sistemi privati di trasmissione e ricezione degli ordini e dei relativi eseguiti.

Positivamente conclusasi la fase della formalizzazione dell'accordo tra il Consorzio Camerale e le tre categorie di intermediari, era lecito attendersi in tempi ragionevolmente brevi la costituzione della nuova società concessionaria dei servizi di Borsa e, quindi, l'avvio, sia pure in forma sperimentale, del sistema telematico. Gli accordi intercorsi prevedevano, infatti, entro un mese dalla sigla della convenzione, la comunicazione al Consorzio almeno delle pri-

me indicazioni relativamente alla soluzione tecnico-economica da adottare ed al soggetto cui affidare la concessione.

Contrariamente alle aspettative, a tutto il 1988 le parti interessate non hanno ancora raggiunto un accordo definitivo in ordine all'entità dei conferimenti da eseguire nei confronti della predetta società, ai criteri di ripartizione del capitale della società stessa, nonché sulla valutazione delle diverse soluzioni tecniche (e dei relativi oneri) con cui realizzare il sistema telematico.

In particolare, non è stato ancora stabilito se la costituenda società si avvarrà di una specifica struttura tecnica realizzata allo scopo, ovvero delle strutture già esistenti del CED BORSA di Milano. È chiaro peraltro che le differenti soluzioni comportano previsioni di spesa assai diverse e, corrispondentemente, di differenti fabbisogni finanziari.

In sintesi, dunque, al momento attuale non sembra potersi ragionevolmente stimare i tempi necessari per l'effettiva realizzazione del sistema telematico di Borsa e, di conseguenza, per la fornitura dei servizi e l'espletamento delle altre funzioni previste nella convenzione. Va tuttavia aggiunto che i ritardi lamentati costituiscono anche un naturale riflesso delle attese in atto in ordine a tutte le questioni direttamente inerenti la riforma dei mercati mobiliari e l'assetto dei relativi intermediari.

Sull'intera materia la Commissione è dunque ancora attivamente impegnata allo scopo di favorire la ricerca di quelle soluzioni che, da un lato, valorizzino la collaborazione fra le diverse categorie di intermediari presenti sul mercato e, dall'altro, consentano di non disperdere il patrimonio costituito dalle strutture tecniche ed operative che già forniscono un importante supporto alle attività di Borsa.

### **3. Il mercato secondario dei titoli di Stato**

Nelle proprie proposte di riforma la Commissione si era già soffermata sulle problematiche inerenti il mercato secondario dei titoli di Stato; in particolare si era evidenziato che la tecnica di negoziazione in asta pubblica poco si adattava alle caratteristiche di tale comparto del mercato in cui sono presenti due diverse categorie di investitori, rappresentate, da un lato, dagli investitori istituzionali e, dall'altro, dai privati risparmiatori. Per i primi, infatti, l'esigenza prevalente è quella di poter realizzare istantaneamente le proprie decisioni di investimento e quindi di operare su un mercato che presenti un elevato grado di liquidità; per i secondi, l'esigenza prioritaria è quella di disporre di un efficiente mercato secondario al dettaglio che, oltre a garantire l'immediata liquidità delle posizioni, assicuri trasparenza e regolarità nella formazione dei prezzi.

Quest'ultima funzione viene svolta solo marginalmente dal mercato ufficiale di borsa e ciò in quanto, date le caratteristiche del mercato all'ingrosso di tali titoli, che si svolge prevalentemente fuori Borsa, e la necessità degli intermediari che vi operano di detenere in por-

tafoglio ingenti quantità di titoli, si rende inevitabile che questi ultimi, per soddisfare le richieste della clientela, attingano direttamente alla propria posizione ovvero la alimentino, effettuando in ogni caso gli scambi fuori dal mercato ufficiale. Ne consegue che i volumi trattati in Borsa non risultano sufficientemente espressivi della reale dimensione del mercato e i prezzi in esso formati non risultano significativi e dunque idonei a tutelare adeguatamente i risparmiatori.

Nelle proprie conclusioni la Consob aveva pertanto ritenuto necessaria l'introduzione di una struttura di mercato idonea a contemperare le esigenze degli investitori istituzionali con quelle proprie dei risparmiatori privati. Lo schema organizzativo più utile a questo scopo era stato quindi individuato, anche sulla base delle più evolute esperienze estere, nell'attivazione di un circuito in grado di collegare tutti gli intermediari operanti in proprio sul mercato e attraverso il quale realizzare la diffusione delle proposte negoziali da essi formulate; in tal modo, sarebbe stato possibile garantire, anche attraverso la costante competizione degli intermediari (*dealers*), una maggiore trasparenza ed efficienza del mercato ed assicurare ai privati investitori una più adeguata tutela in ordine ai prezzi praticati.

Su tali proposte organizzative si è registrato un ampio consenso; anzi, a conferma del fondamento delle indicazioni di riforma che per titoli diversi si rende opportuno prevedere ed organizzare forme di mercato diverse e quindi differenti modalità di negoziazione, nel corso dell'anno è stato istituito, con il decreto del Ministro del Tesoro 8 febbraio 1988, un mercato telematico all'ingrosso (cioè non aperto alla negoziazione diretta con il pubblico) dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato, quotati o non quotati in Borsa, incentrato sull'operatività di *primary dealers* in costante competizione tra loro, cui hanno accesso un limitato numero di operatori in possesso di particolari requisiti patrimoniali e professionali. Successivamente, con una apposita Convenzione approvata dal Ministro del Tesoro, sono stati disciplinati gli spetti operativi del nuovo mercato.

In particolare, gli operatori sono stati distinti in due categorie: quella dei *primary dealers*, composta dalla Banca d'Italia, nonché dalle aziende e dagli istituti di credito, dalle commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida delle Borse Valori e dalle società finanziarie che svolgono di fatto come attività esclusive o principali la compravendita, il possesso, la gestione o il collocamento di titoli pubblici o privati espressamente autorizzate dalla Banca d'Italia, e quella dei *dealers*, di cui possono far parte le compagnie di assicurazione, le società di gestione dei fondi comuni di investimento nonché le altre società finanziarie. I primi si impegnano a formulare in via continuativa, in nome e per conto proprio, proposte di acquisto e vendita per almeno 5 titoli di Stato per quantitativi minimi nominali di 5 miliardi di lire ed a partecipare attivamente al mercato; i secondi, possono aderire alle proposte di acquisto e di vendita degli operatori principali.

Va altresì segnalato che il nuovo mercato secondario presenta alcune caratteristiche tipiche dei mercati autogestiti dagli operatori e ciò soprattutto in virtù dell'istituzione di un apposito Organo, il Comitato di Gestione, al quale sono state affidate, oltre che compiti di autodisciplina e di controllo del mercato e nell'attività degli operatori, anche funzioni di coordinamento e di collegamento con le competenti Autorità di vigilanza.

L'avvio del mercato è stato attuato prevedendo due distinte fasi:

— la prima, coincidente con l'inizio delle contrattazioni avvenuto il 16 maggio 1988, di carattere sperimentale ed in cui le contrattazioni si sono svolte sulla base delle offerte esposte sul circuito telematico mediante contatti telefonici;

— la seconda e definitiva fase, che avrà inizio appena realizzate le strutture telematiche necessarie, in cui le contrattazioni avverranno esclusivamente tramite «applicazioni telematiche» nei confronti degli operatori principali che saranno soggetti *in toto* agli obblighi della Convenzione.

Nel quadro dei lavori per l'avvio del sistema vanno anche ricordati i contatti avuti dalla Commissione ai fini della definizione del contratto tra il Comitato di Gestione e la REUTERS ITALIA S.p.A., incaricata, almeno nei primi anni di operatività del mercato, della realizzazione e gestione operativa del circuito telematico; in questo ambito si è posta l'esigenza di tenere conto delle competenze di controllo demandate alla Consob stessa dagli artt. 5 e 6 del citato d.m. e più in generale dalle disposizioni della legge n. 216/1974 e del d.p.r. n. 138/175, prevedendo gli opportuni accorgimenti per l'acquisizione automatica dei dati concernenti l'operatività del mercato e degli operatori.

Dall'avvio del mercato (16 maggio 1988) l'ammontare complessivo delle contrattazioni è stato di circa 41.000 miliardi, con una media giornaliera di 265 miliardi ed una media settimanale di 1.307 miliardi; ciò conferma, nonostante il breve periodo trascorso dall'avvio delle contrattazioni e le comprensibili cautele degli operatori nell'avvalersi del nuovo sistema, che il mercato è stato contraddistinto da un soddisfacente funzionamento.

Non può comunque non rilevarsi che l'istituzione del nuovo mercato all'ingrosso, riservato alla partecipazione di un numero limitato di operatori (al 31 dicembre 1988, 183 aderenti, di cui 18 nel ruolo di *primary dealers*), pur risolvendo, almeno in parte, i menzionati problemi operativi degli investitori istituzionali, evidenzia con vigore ancora maggiore l'esigenza di organizzare, anche per il mercato al dettaglio, più adeguate modalità di contrattazione in grado di assicurare, come evidenziato dalla Commissione nelle sue proposte, una maggiore affidabilità dei prezzi di mercato ed una più adeguata tutela degli investitori.

#### 4. Il disegno di legge n. 953

Successivamente alla istituzione del citato mercato secondario dei titoli di Stato, si è registrata nel marzo scorso la presentazione di un disegno di legge, di origine governativa,

relativo alla costituzione di società da autorizzare alla negoziazione in Borsa (le c.d. SIB). Tale proposta si poneva inizialmente in un'ottica pragmatica e, come ampiamente testimoniato nella realazione di accompagnamento, voleva essere solo un primo passo verso il «futuro assetto della disciplina dei soggetti e delle attività di intermediazione che seguirà alle ulteriori fasi della riforma dei mercati mobiliari».

In particolare, il d.d.l. prevedeva originariamente la costituzione di soggetti-persone giuridiche specializzate nella prestazione dei soli servizi di negoziazione in Borsa e nel Mercato Ristretto e di consulenza. Esso lasciava dunque ancora aperta, in vista degli ulteriori interventi di riforma, la questione del riconoscimento del principio di polifunzionalità delle strutture di intermediazione, ormai connaturato allo svolgimento dell'attività di negoziazione in valori mobiliari.

Sotto questo profilo, problemi di particolare rilievo si presentavano quindi con riguardo all'attività di gestione che, di fatto, è quella che più spesso si accompagna alla negoziazione (basti pensare ad es. al conferimento di ordini «al meglio» o di ordini «curando» che, demandando all'intermediario la determinazione di elementi essenziali dell'operazione, si pone al margine dell'attività di gestione vera e propria). La circostanza che l'attività di gestione non trovasse nell'ambito del d.d.l. apposita regolamentazione faceva pertanto sorgere il pericolo del perpetrarsi situazioni, spesso occulte, in cui lo svolgimento dell'attività di gestione non risulta assistito da appropriate forme di controllo e che l'esperienza raccomanda di assoggettare ad una specifica disciplina in quanto pericolose per la tutela dei risparmiatori.

Di rilievo era apparsa invece la previsione, contenuta nel d.d.l., di un Fondo Nazionale di garanzia per la tutela dei crediti vantaggi dai clienti nei confronti delle costituende società di intermediazione. Nonostante alcune critiche ad esso mosse, l'esistenza del Fondo risulta invece particolarmente adeguata alla natura dei rischi assunti dalle società abilitate alla negoziazione per conto terzi (rischi di credito) e risulta un elemento indispensabile per una efficace tutela degli investitori.

Per contro, da più parti veniva rilevata l'assenza nel disegno di legge di ogni accenno al tema della concentrazione delle negoziazioni in Borsa che pure era stato qualificato dalle più recenti indagini parlamentari (quella del Senato del 1977 e quella della Camera dei Deputati del 1984) quale obiettivo prioritario per il miglioramento del funzionamento del mercato e per una migliore qualità dei prezzi.

La posizione della Consob sullo specifico argomento della «concentrazione» è che essa debba essere favorita soprattutto attraverso la rimozione delle cause che sino ad oggi l'hanno impedita e dunque attraverso la ricerca della massima efficienza del mercato e delle modalità di contrattazione. In questo senso si ritiene che la contrattazione continua (che la Consob ha in animo di realizzare non appena superato i descritti problemi di allestimento delle strutture

telematiche necessarie) possa costituire un obiettivo incentivo al convogliamento degli scambi sul mercato ufficiale.

L'esigenza di favorire in ogni caso gli interessi dei risparmiatori rende comunque necessario temperare il principio della concentrazione con la regola della *best execution* che si estrinseca nella possibilità per gli intermediari di sottrarsi ai relativi obblighi allorquando il cliente ne ricavi un vantaggio in termini di prezzo. Per esigenze di trasparenza del mercato e di controllo degli intermediari è però opportuno che tutte le operazioni concluse al di fuori della Borsa siano assoggettate ad un obbligo di comunicazione alla Consob, al mercato ed alla clientela interessata.

A parere della Commissione, infine, il processo di «concentrazione» è reso assai meno agevole dall'attuale normativa tributaria in tema di contratti di Borsa (introdotta con legge 13 maggio 1988, n. 154) che penalizza di fatto, dal punto di vista fiscale, il ricorso agli intermediari ufficiali da parte degli investitori. Per contro la Consob ha più volte espresso il convincimento che proprio attraverso incentivi di natura fiscale (bollo agevolato per le negoziazioni eseguite in Borsa, abolizione dei bolli medesimi per le negoziazioni intervenute fra intermediari ufficiali, ecc.) potrebbe essere efficacemente agevolato l'ottenimento della «concentrazione» stessa.

##### 5. Gli emendamenti al d.d.l. n. 953

Successivamente alla presentazione del d.d.l. n. 953, nei mesi di giugno e di luglio, si sono succedute presso la Commissione Finanze e Tesoro del Senato una serie di audizioni finalizzate ad acquisire, da parte della Consob, della Banca d'Italia e delle associazioni di categoria degli intermediari, le rispettive posizioni circa la proposta di legge in esame.

Anche a seguito di questa intensa attività di analisi critica sono stati predisposti da parte di alcuni autorevoli componenti della Commissione articolati emendamenti all'originario d.d.l. n. 953 finalizzati tutti ad ampliare la portata delle norme, al fine di giungere alla regolamentazione di tutte le attività di intermediazione.

Nel mese di dicembre infine l'On. Sacconi, Sottosegretario al Tesoro, ha proposto all'apposito comitato ristretto istituito per l'esame del disegno di legge alcune ulteriori integrazioni costituenti nel loro complesso, un vero e proprio testo alternativo, che sostituisce il precedente d.d.l. governativo ed assorbe la materia oggetto dei precedenti emendamenti.

In particolare, la nuova versione del d.d.l. individua all'art. 1 — secondo il modello da tempo indicato dalla Consob — le «società di intermediazione mobiliare» come intermediario polifunzionale, ad oggetto sociale esclusivo e ad attività riservata. Il successivo *art. 16* estende alle Aziende di credito l'abilitazione a svolgere attività di intermediazione mobiliare ad esclusione della negoziazione in Borsa o nel Mercato Ristretto.

Le funzioni dell'intermediario sono sei, anch'esse già da tempo individuate dalla Consob:

negoziazione in Borsa, negoziazione in proprio (*dealing*), mediazione, collocamento (*underwriting*), gestione, consulenza.

L'art. 2 disciplina i requisiti che devono essere posseduti dai soggetti che intendano svolgere l'attività di cui sopra. Si tratta di requisiti di forma giuridica (società per azioni o in accomandita per azioni), di sede legale nel territorio dello Stato e di iscrizione nell'apposito Albo tenuto dalla Consob.

A sua volta l'iscrizione nell'Albo presuppone l'accertamento di requisiti patrimoniali (capitale sociale minimo, la cui misura viene fissata dal CICR), requisiti di professionalità e onorabilità degli amministratori e dirigenti, requisiti di professionalità dei sindaci, requisiti di onorabilità dei soggetti che direttamente o indirettamente controllano la società, requisiti di indipendenza dal capitale non finanziario.

Alle SIM è fatto divieto di acquisire partecipazioni non strumentali (ai fini di una corretta salvaguardia dell'esclusività dell'oggetto sociale), nonché di acquistare partecipazioni in altre SIM.

Alla Consob è, infine, attribuito il potere di emanare un regolamento esecutivo delle norme concernenti l'iscrizione all'Albo, con specifico riferimento alle modalità di svolgimento dell'attività di negoziazione in Borsa per la quale le SIM devono obbligatoriamente avvalersi di agenti di cambio o di propri dipendenti abilitati a seguito di esame bandito dalla Consob.

La questione, assai dibattuta, della vigilanza sulle SIM è affrontata dall'art. 4, il quale pone al primo comma la disposizione fondamentale che ripartisce le competenze di vigilanza fra Consob e Banca d'Italia con riferimento alle finalità del controllo: trasparenza e correttezza per la Consob, stabilità patrimoniale e controllo dei flussi finanziari per la Banca d'Italia.

Nei commi successivi è data delega al Governo per l'emanazione, con decreti legislativi, della disciplina di vigilanza. La norma non provvede pertanto ad una specifica attribuzione dei poteri attraverso i quali verrà ad esplicarsi la vigilanza: a ciò provvederà infatti la normativa delegata, con la precisazione che in sede di delega è stato espressamente previsto che dovrà essere affidata alla Banca d'Italia «la determinazione dei livelli minimi di patrimonio e di liquidità, fissando i relativi coefficienti»; peraltro anche dal contenuto della delega sembra trasparire l'orientamento volto ad esaltare il momento della cooperazione fra le due Autorità di controllo.

Le SIM saranno comunque assoggettate agli obblighi di informazione e ai poteri di richiesta della Consob di cui agli artt. 3, lett. c), 4 e 4 bis della legge n. 216.

L'art. 9 attribuisce alla Consob poteri di sospensione cautelare, di sanzione amministrativa e di cancellazione dall'Albo in caso di irregolarità di gestione, violazione di legge o di regolamento o di disposizioni impartite dall'Autorità di vigilanza ovvero ancora per il venir meno dei requisiti richiesti per l'iscrizione. Il comma 5° prevede la liquidazione coatta amministra-

tiva che è disposta dal Ministro del Tesoro; alla Consob è attribuita la vigilanza sulla liquidazione.

*L'art. 11* disciplina il Fondo nazionale di garanzia per la tutela dei crediti vantati dai clienti nei confronti delle SIM, attribuendo al Tesoro un potere regolamentare al riguardo.

Un altro importante gruppo di norme disciplina le regole di comportamento delle SIM. *L'art. 6* pone principi generali (correttezza e professionalità, astensione da operazioni in conflitto d'interessi, obbligo di segnalare comunque al cliente ogni eventuale interesse proprio nell'operazione) e attribuisce poi alla Consob un potere regolamentare in materia.

Va peraltro segnalato che, nell'esplicazione di detto potere regolamentare, la Consob deve attenersi, sentita anche la Banca d'Italia, alle direttive del CICR.

Regole specifiche sono poste direttamente dalla legge con riferimento alle singole attività di intermediazione in valori mobiliari.

In particolare *l'art. 7* disciplina l'attività di gestione di patrimoni mobiliari, ponendo una serie di regole che si ispirano in larga misura a quelle già introdotte dalla Consob con riferimento all'attività di gestione svolta dalle società fiduciarie.

*L'art. 8* stabilisce l'obbligo di concentrazione in Borsa delle operazioni su titoli quotati svolte dalle SIM nell'attività di intermediazione.

L'obbligo non è assoluto ma è temperato dalle regole della *best execution* e della informazione immediata alla Consob e al mercato delle operazioni fatte fuori Borsa.

Come già segnalato, l'attività di intermediazione mobiliare nei confronti del pubblico è in linea di principio riservata alle SIM. La regola soffre peraltro di due rilevanti eccezioni, riguardanti le banche e le società fiduciarie. Va tuttavia considerato che le aziende e gli istituti di credito vengono assoggettati alle medesime regole di comportamento e di concentrazione in Borsa di cui agli artt. 6, 7 e 8; inoltre allo scopo di prevenire situazioni di conflitto di interessi e per facilitare la vigilanza essi devono tenere distinte, per gli aspetti contabili e di organizzazione interna, le attività di intermediazione mobiliare dalle altre attività esercitate, creditizie e non.

Quanto alle società fiduciarie la deroga trova importanti correttivi nello spostamento delle competenze di vigilanza dal Ministero dell'industria alla Consob e alla Banca d'Italia, nella previsione che le società fiduciarie che intendono svolgere alcuna delle attività di cui all'art. 1 devono iscriversi in apposita sezione dell'Albo e nell'obbligo di osservanza delle regole di comportamento e di concentrazione in Borsa di cui agli artt. 6, 7 e 8.

La riserva di attività è tutelata da una norma penale (*art. 10*) che punisce con la reclusione da sei mesi a quattro anni lo svolgimento abusivo delle attività previste dall'art. 1 e lo stesso uso della denominazione di SIM.

Le norme transitorie prevedono (*art. 14*) per un certo periodo di tempo una riserva dell'attività di negoziazione in borsa a favore delle SIM che siano possedute esclusivamente



da Agenti di cambio ovvero, a determinate scadenze temporali, siano partecipate significativamente da Agenti di cambio.

Da ultimo, va segnalato che alla disciplina sopra illustrata sono state formulate due proposte di emendamento integrativo riguardanti, rispettivamente, una delega normativa per l'istituzione ed il funzionamento del Consiglio di Borsa e l'attribuzione alla Consob di poteri regolamentari per l'organizzazione dei mercati dei «blocchi» e delle «spezzature» e dei titoli non quotati ufficialmente, nonché per la definizione delle relative modalità organizzative.

Il Consiglio di Borsa, composto in maggioranza da rappresentanti delle SIM e da un rappresentante ciascuno della Banca d'Italia, della Consob, delle società quotate e delle C.C.I.A.A. sedi di Borsa, assorbirebbe le attuali competenze, stabilite per legge o delegate dalla Consob, dei Comitati Direttivi, delle Deputazioni di Borsa e delle Camere di commercio (ad esclusione, per queste ultime, della sola dotazione dei locali di Borsa e degli Organi di Borsa). Esso opererebbe a livello nazionale, avvalendosi del personale già in servizio presso i Comitati direttivi o di proprio personale, e per le funzioni da svolgere a livello locale, avvalendosi di propri rappresentanti presso le Borse Valori. I fabbisogni finanziari del Consiglio di Borsa verrebbero soddisfatti, oltre che con i diritti già previsti dalle leggi e dai regolamenti, mediante contributi annuali commisurati al volume d'affari a carico delle SIM.

L'emendamento concernente l'organizzazione di forme di mercato *ad hoc* correlate all'entità degli scambi, nonché la disciplina delle negoziazioni di titoli non quotati corrisponde infine ad una esigenza già posta in evidenza dalla Commissione nel documento dell'aprile 1987.

## 6. Gli aspetti generali della riforma

Il disegno di legge n. 953, nel testo risultante dagli emendamenti predisposti dal Ministero del Tesoro, si pone correttamente nella logica di una revisione organica della disciplina del mercato e delle attività di intermediazione mobiliare e, anche se non esaurisce tutti gli interventi necessari per una maggiore efficienza e funzionalità del mercato stesso, costituisce il quadro di riferimento in cui gli ulteriori problemi potranno essere correttamente affrontati e risolti.

In questo senso dunque lo spirito di organicità che contraddistingue il nuovo progetto, la cui attuazione comporterà un sicuro progresso sulla via dell'efficienza del mercato mobiliare e della tutela dei risparmiatori, non può che essere valutato positivamente. Nondimeno, a giudizio della Commissione, la normativa proposta necessita ancora, almeno sotto alcuni profili, di ulteriore riflessione allo scopo di garantire una maggiore incisività ed efficacia alle emanande disposizioni, in particolare per ciò che attiene alla concentrazione delle operazioni in Borsa, al tema del conflitto di interessi ed alla disciplina dei controlli.

Quanto al primo aspetto pur dovendosi apprezzare lo sforzo compiuto nella definizione dell'art. 8 al fine di assoggettare la gran massa degli intermediari ad un obbligo di concen-

trazione in Borsa delle negoziazioni, va rilevata l'esigenza di una più precisa definizione degli obblighi, rispettivamente, facenti capo agli intermediari abilitati a negoziare in asta e agli intermediari abilitati alle altre attività di intermediazione, anche al fine di evitare rilevanti dubbi interpretativi.

Su tale specifico tema la Commissione è dell'avviso che, oltre che le SIM, anche tutti gli altri intermediari (banche, fondi comuni di investimento, società fiduciarie) dovrebbero essere assoggettati agli obblighi di concentrazione. È chiaro peraltro che tali obblighi dovrebbero operare in modo diverso in relazione alle attività poste in essere dai soggetti sopra individuati; alle SIM abilitate dovrebbe essere imposto di negoziare direttamente in Borsa ogni ordine ricevuto dalla clientela, mentre gli altri dovrebbero essere esplicitamente obbligati ad eseguire le negoziazioni esclusivamente per il tramite dei soggetti abilitati.

Seguendo tale criterio anche il principio della *best execution* (al quale comunque l'intermediario non dovrebbe mai dare attuazione intervenendo in proprio nel contratto) andrebbe riferito esclusivamente ai soggetti abilitati a negoziare in Borsa; essendo infatti tutti gli altri intermediari tenuti a convogliare gli ordini sulle SIM, solo queste ultime dovrebbero poter ricercare, anche fuori Borsa, le migliori condizioni per l'esecuzione degli ordini ricevuti.

Altro tema centrale nella logica di un progetto che si ponga come obiettivo di assicurare una più adeguata tutela degli investitori è quello del conflitto di interessi. Le ipotesi di conflitto di interessi tipiche dell'intermediazione mobiliare vengono solitamente distinte in due tipologie: i conflitti da proprietà e quelli da polifunzionalità.

Quanto ai primi occorre rilevare che il problema dell'indipendenza delle SIM dal capitale di controllo viene dal d.d.l. n. 953 risolto esclusivamente nella forma più macroscopica delle società quotate e comunque limitatamente al caso delle società industriali. Inoltre, l'inclusione, tra i soggetti abilitati a detenere partecipazioni nelle SIM, delle società e degli enti che svolgono attività finanziaria potrebbe, dato che nell'ambito di tali attività può ricomprendersi anche quella di holding di partecipazioni tipo industriale, potenzialmente vanificare i limiti imposti.

A ciò va aggiunto che, nell'ambito del d.d.l., mentre si è dato largo spazio alla regolamentazione della partecipazione alle SIM da parte delle società esercenti attività industriali, non si è dedicata pari attenzione alla prevenzione dei conflitti che possono derivare dalla partecipazione delle banche al capitale delle SIM che, in ragione dello svolgimento di attività finanziarie direttamente connesse e spesso potenzialmente in conflitto con quelle mobiliari, appaiono di gran lunga più preoccupanti.

Per ciò che attiene al conflitto di interessi intrinseco alla naturale polifunzionalità degli intermediari, la Commissione ha già espresso nelle proprie proposte di riforma il convincimento che esso possa essere regolamentato solo per il tramite di una puntuale disciplina delle singole attività di intermediazione.

Pertanto, nel valutare positivamente la nuova formulazione del d.d.l. che indubbiamente comporta un sensibile progresso dell'ordinamento nella disciplina dei servizi di intermediazione mobiliare, pare comunque opportuno ribadire che per regolare efficacemente sia le attività di intermediazione che i conflitti da polifunzionalità è necessario che all'Autorità di controllo sia conferito espressamente il potere di dettare norme vincolanti per ogni specifica funzione di intermediazione, che tali norme possano essere ulteriormente specificate per l'ipotesi che l'intermediario svolga anche altre attività potenzialmente in conflitto e che, infine, le disposizioni stesse vengano, in piena collaborazione con gli operatori, continuamente aggiornate di modo da corrispondere pienamente alle evoluzioni ed alle diverse esigenze del mercato, dei risparmiatori e degli operatori stessi.

Infine, delicate questioni sembrano ancora porsi in merito all'attuazione dei criteri di ripartizione dei controlli previsti dal d.d.l. n. 953. Come già segnalato, il primo comma dell'art. 4 attribuisce le competenze di vigilanza alla Consob ed alla Banca d'Italia secondo un criterio di «finalità dei controlli» in base al quale i controlli di stabilità e sui flussi finanziari sono di competenza della Banca Centrale mentre quelli di informazione e di correttezza spettano alla Consob.

L'attuazione di tali principi, posto che la strumentazione necessaria sia ai controlli di stabilità che a quelli di correttezza e trasparenza risulta in larga parte coincidente, potrebbe negativamente riflettersi sugli intermediari che potrebbero essere assoggettati ad una vigilanza concorrente dei due Organi avente spesso il medesimo oggetto.

D'altra parte, una rigida applicazione di un tale criterio, non adeguatamente bilanciata da opportune misure di coordinamento, è stata ritenuta anche in occasione di lavori ufficiali concernenti la materia (v. ad esempio il documento finale della Commissione Fracanzani) potenzialmente in grado di provocare indesiderabili sovrapposizioni e duplicazioni nei controlli.

Per altro verso, va attentamente valutato il pericolo che, nel dare attuazione ai principi di legge, si arrivi ad una ripartizione degli strumenti di controllo sbilanciata tra le due Autorità, dando luogo così a difficoltà di esercizio dei controlli stessi da parte di quella delle due che risultasse penalizzata.

## Capitolo IV

### INFORMAZIONE SOCIETARIA

#### 1. Sollecitazione del pubblico risparmio

##### 1.1. *Sollecitazioni del pubblico risparmio effettuate mediante attività, anche di carattere promozionale, svolte in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento*

Nel corso del 1988 non sono stati effettuati interventi ulteriori rispetto a quelli del 1985 e del 1986 (e di cui è cenno nelle relazioni concernenti detti anni), volti a disciplinare la sollecitazione al pubblico risparmio effettuata mediante attività, anche di carattere promozionale, svolta in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento.

Nel 1988 sono state presentate 20 domande di autorizzazione ai sensi del Regolamento approvato con delibera n. 1739 del 10 luglio 1985, modificato con successiva delibera n. 1830 del 12 novembre 1985, delle quali:

- 14 hanno avuto seguito con il rilascio dell'autorizzazione;
- 4 risultavano ancora in istruttoria alla data del 31 dicembre 1988;
- 2 hanno avuto esito negativo.

Complessivamente nell'anno in esame:

- sono state rilasciate 19 autorizzazioni (di cui 14 su domande presentate nel 1988 e 5 su domande presentate nel 1987);

— sono state sospese per motivi cautelari tre autorizzazioni (v. Bollettini Consob nn. 4, 5 e 6 rispettivamente di aprile, maggio e giugno 1988). Di queste una riguarda una società successivamente dichiarata decaduta ed un'altra una società cui è stata in seguito comminata la sanzione della revoca dell'autorizzazione;

— sono state revocate 3 autorizzazioni (di cui 2 rilasciate nel 1986 e una nel 1987). Di queste, due sono state revocate a titolo sanzionatorio per gravi violazioni della normativa regolamentare (v. Bollettini Consob nn. 9 e 10 rispettivamente di settembre e ottobre 1988) e una per rinuncia della società interessata (v. ancora Bollettino Consob n. 10 di ottobre 1988);

— È stata dichiarata la decadenza dall'autorizzazione (rilasciata nel 1986) di una società essendo venuti meno i requisiti prescritti dal regolamento (v. Bollettino Consob n. 9 di settembre 1988);

— sono state dichiarate improcedibili 3 domande (di cui una presentata nel 1988);

— è stata dichiarata irricevibile una domanda (presentata nel 1988).

Dalla data di entrata in vigore del regolamento in parola a tutto il 31 dicembre 1988 sono state presentate 116 domande, sulla base delle quali sono state rilasciate 100 autorizzazioni (10 delle quali successivamente revocate e una dichiarata decaduta). Otto domande sono state dichiarate irricevibili; tre sono state dichiarate improcedibili e cinque domande risultano, alla data di riferimento, ancora in istruttoria.

## 1.2. *Attività della Consob afferente il settore dei fondi comuni d'investimento mobiliare*

### 1.2.1. *Prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di quote di fondi comuni d'investimento mobiliare di diritto italiano*

Nelle Relazioni per gli anni 1984, 1985 e 1986 è stata fatta ampia illustrazione degli interventi Consob nel settore dei fondi comuni d'investimento mobiliare di diritto italiano. Interventi riassumibili sinteticamente nella definizione del relativo «schema-tipo» di prospetto informativo e delle modalità di aggiornamento dello stesso (comunicazioni n. 84/08384 del 6.6.1984, n. 85/11924 del 29.6.1985 e n. 86/08027 del 28.5.1986). La Relazione sul 1987 ha poi dato conto dell'assenza di ulteriori interventi di rilievo nel corso di quell'anno.

Nel 1988, cui la presente Relazione si riferisce, si è reso opportuno procedere ad una innovazione della prassi instaurata in materia, nel senso della pubblicazione di un prospetto informativo unico per i casi di offerta di quote acquistabili alternativamente con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici. Innovazione introdotta dalla Consob con comunicazione n. 88/20309 dell'8 giugno 1988.

Infatti, quanto alle modalità di pagamento, nelle offerte al pubblico di quote di fondi comuni d'investimento mobiliare si registrano, con grande frequenza, due ipotesi alternative: a) pagamento mediante versamento in unica soluzione; b) pagamento mediante versamenti

periodici, per adesione a piani d'investimento in quote riferiti ad un arco di tempo determinato.

Va inoltre sottolineata la crescente diffusione della pratica consistente nell'abbinamento di prodotti assicurativi-finanziari alle quote e/o ai piani di investimento in quote, realizzato secondo le modalità di seguito indicate: a) abbinamento a titolo gratuito; b) abbinamento (previsto come obbligatorio o facoltativo) a titolo oneroso.

In relazione ai casi di offerta al pubblico, da parte di una medesima società di gestione e per ciascun fondo gestito, di quote acquistabili, alternativamente, con versamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di investimento (soluzioni cui conseguono previsioni differenti in fatto di spese a carico del sottoscrittore e di mezzi di pagamento utilizzabili), la Consob aveva in precedenza instaurato la prassi di richiedere la pubblicazione di due distinti prospetti informativi. Prassi in origine ispirata da valutazioni di ordine prudenziale, riconnesse al sostanziale carattere di novità che l'investimento in quote di fondi comuni presentava per il mercato.

Valutata l'opportunità di una modifica dell'indirizzo in questione al fine di renderlo più aderente alle attuali esigenze del mercato, con la citata comunicazione del giugno 1988 la Commissione ha previsto, in relazione ai casi di specie, la pubblicazione di un unico prospetto informativo nel quale siano contemplate entrambe le modalità di pagamento (versamento in unica soluzione e versamenti periodici per adesione a piani d'investimento), mantenendo tuttavia chiaramente separate, in distinti sottoparagrafi, le rispettive discipline e le connesse differenti previsioni in fatto di commissioni di sottoscrizione.

Si è per contro ritenuto che la regola della pubblicazione di due distinti prospetti informativi debba permanere per tutti i casi in cui, in luogo dell'essere in presenza di differenti modalità di pagamento per l'acquisto di un medesimo prodotto (la quota), si sia invece in presenza di prodotti tra loro differenti. La qual cosa si verifica tutte le volte che l'eventuale abbinamento (obbligatorio o facoltativo, ma comunque a titolo oneroso) di altro prodotto, assicurativo o finanziario, sia previsto con riferimento alle quote ma non anche ai piani di investimento in quote, e viceversa. E ancora tutte le volte che l'abbinamento, pur concernendo sia le quote che i piani d'investimento in quote, concretizzi una situazione per cui il prodotto abbinato alle quote e quello abbinato ai piani di investimento in quote siano tra loro diversi.

È stato peraltro ritenuto non necessario, e neppure utile, seguire la regola della pubblicazione di due distinti prospetti quando l'abbinamento sia previsto a titolo gratuito, stante la natura peculiare dell'iniziativa in questione che la rende assimilabile ad una misura di carattere promozionale, di per se non richiedente particolari accortezze sotto il profilo informativo.

1.2.2. *Prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di quote/azioni di fondi comuni d'investimento mobiliare di diritto estero*

Nella Relazione sul 1986 si è dato conto degli indirizzi seguiti dalla Consob con riguardo ai fondi comuni d'investimento mobiliare di diritto estero, sostanziatisi nell'estensione alle operazioni relative ai fondi predetti dello «schema-tipo» di prospetto definito per i fondi italiani con la comunicazione n. 86/08027 del 28 maggio 1986.

Gli indirizzi appena richiamati non hanno subito modifiche nel biennio 1987/88.

Il fatto nuovo del 1988 si ricollega al d.p.r. 29 settembre 1987, n. 454 («Disposizioni in materia valutaria ai sensi dell'art. 1 della legge 26 settembre 1986, n. 599»), il cui titolo II, concernente le «Relazioni economiche e finanziarie con l'estero», è entrato in vigore il 1° ottobre dell'anno cui la presente Relazione si riferisce (1).

L'art. 5, IV comma, ricompreso nel titolo II del citato d.p.r. n. 454, stabilisce che: «Per i prodotti e i servizi finanziari offerti da non residenti il Ministro del Commercio con l'Estero ed il Ministro del Tesoro individuano e disciplinano con decreto interministeriale le categorie di operazioni consentite, i divieti e le eventuali deroghe».

In prosieguo, con decreto 1° febbraio 1988, n. 21, il Ministro del Commercio con l'Estero, di concerto con il Ministro del Tesoro, ha provveduto ad emanare le disposizioni di attuazione del predetto d.p.r. n. 454.

Al II e III comma dell'art. 4 del richiamato decreto n. 21 sono state individuate le categorie di prodotti e servizi finanziari che possono essere liberamente offerti al pubblico in Italia da parte di non residenti. Tra i suddetti prodotti finanziari non sono ricomprese le quote di fondi comuni d'investimento mobiliare.

Per l'offerta di prodotti e servizi finanziari non ricompresi nelle categorie elencate nei commi II e III dell'art. 4 (e quindi anche per l'offerta di quote di fondi di diritto estero) opera, invece, il IV comma dello stesso art. 4, il quale dispone l'assoggettamento di tali operazioni «ad autorizzazione del Ministro del Commercio con l'Estero, di concerto con il Ministro del Tesoro, da concedersi quando sia verificata la compatibilità, in tema di criteri operativi e di controllo, tra l'ordinamento italiano e quello del Paese che emette il prodotto o offre il servizio».

Il testo del IV comma dell'art. 4 prosegue prevedendo che: «Per i prodotti finanziari la compatibilità si considera verificata una volta decorsi 30 giorni dalla notifica da parte dell'interessato del positivo espletamento degli adempimenti previsti dagli artt. 11 e 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77, senza che sia intervenuto motivato divieto da parte del Ministro del Commercio con l'Estero di concerto con il Ministro del Tesoro».

---

(1) Si precisa peraltro che, con effetto dal 1° gennaio 1989, le disposizioni del d.p.r. n. 454/1987 risultano assorbite dal Testo Unico delle norme di legge in materia valutaria, approvato con d.p.r. 31 marzo 1988, n. 148.

La disciplina sopra descritta delinea, per i fondi di diritto estero che intendano rendersi operativi in Italia, un procedimento autorizzatorio differente da quello contemplato dalla normativa previgente.

Oltre che con riguardo all'Autorità competente al rilascio dell'autorizzazione (il Ministro del Commercio con l'Estero è ora tenuto ad operare di concerto con quello del Tesoro), significative novità si pongono con riferimento alla disciplina del correlativo *iter* istruttorio.

A tale ultimo riguardo, acquista particolare rilievo la citata previsione del IV comma dell'art. 4 del decreto n. 21 in virtù del quale si considera verificata la compatibilità (in tema di criteri operativi e di controllo, fra l'ordinamento italiano e quello estero) e, conseguentemente, rilasciata l'autorizzazione per silenzio-assenso, una volta decorsi 30 giorni dalla notifica da parte dell'interessato del positivo espletamento degli adempimenti previsti dagli artt. 11 (comunicazione alla Banca d'Italia in ordine all'emissione) e 12 (comunicazione alla Consob e pubblicazione del prospetto) della legge n. 77 del 1983 (2), sempre che non sia intervenuto un motivato divieto.

In proposito, per quanto più strettamente attiene al ruolo della Consob, occorre rilevare che, mentre il preesistente assetto normativo rendeva possibile il rilascio dell'autorizzazione del Ministro prima del «positivo espletamento degli adempimenti» ex art. 1/18 (non essendo il rilascio stesso a quest'ultimo collegato), con la richiamata nuova disciplina le fasi del procedimento attraverso cui un fondo estero può rendersi operativo in Italia sono state sostanzialmente invertite.

Si pone conseguentemente il problema di come rendere possibile il pervenire al «positivo espletamento degli adempimenti» ex art. 1/18 in carenza di un'autorizzazione (quella del Ministro di concerto col Tesoro) rispetto alla quale tale «positivo espletamento degli adempimenti» è previsto quale condizione di rilascio.

A fine 1988, il Ministero del Commercio Estero, nel comunicare il proprio orientamento volto a prorogare di sei mesi le autorizzazioni a fondi esteri già rilasciate in vigenza della precedente normativa, si è fatto promotore di apposita riunione, da tenersi con le Amministrazioni interessate (Ministero del Tesoro, Consob, Banca d'Italia e U.I.C.), per l'approfondimento delle complesse problematiche connesse all'applicazione della nuova normativa richiamata. La Commissione ha comunicato la propria piena disponibilità a partecipare alla riunione predetta.

In chiusura d'argomento appare utile rilevare che la nuova procedura autorizzatoria contemplata all'art. 4, IV comma, del citato d.m. n. 21 non concerne esclusivamente i fondi comuni d'investimento mobiliare ma qualsivoglia prodotto o servizio finanziario estero non

---

(2) Il riferimento all'art. 12 della legge n. 77 deve più propriamente intendersi come riferimento all'art. 1/18 della legge n. 216 riformulato dal predetto art. 12.



ricompreso nelle categorie elencate ai commi II e III del medesimo art. 4, per le quali, come già evidenziato, è liberamente consentita l'offerta al pubblico in Italia.

Si sottolinea inoltre che, una volta concluso a livello comunitario il processo di armonizzazione della disciplina concernente i fondi comuni d'investimento mobiliare per effetto del recepimento negli ordinamenti nazionali dei Paesi CEE della Direttiva n. 85/611 del 20 dicembre 1985, non sarà più applicabile ai fondi comunitari «armonizzati» la disciplina autorizzatoria di cui alla nuova normativa qui richiamata.

### 1.2.3. *Direttiva CEE n. 85/611 del 20 dicembre 1985*

Nella Relazione sul 1985 si è fatto cenno all'avvenuta pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale delle Comunità Europee n. L-375 del 31 dicembre 1985 della Direttiva n. 85/611, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative di alcuni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.). Il recepimento della medesima, da realizzare entro il 1° ottobre 1989, dovrebbe contribuire alla creazione di un mercato unico a livello comunitario nel quale possano agevolmente operare tutti i soggetti che si conformeranno alle prescrizioni in essa contenute.

La Direttiva in questione stabilisce, per quanto attiene al regime autorizzatorio e alla struttura, agli obblighi di informazione (prospetto incluso) e al controllo, che gli o.i.c.v.m. di tipo diverso da quello «chiuso» (assumano essi la forma contrattuale di fondi comuni ovvero quella statutaria di società d'investimento) sono sottoposti alla disciplina dello Stato membro in cui essi sono situati.

È per contro previsto che l'o.i.c.v.m. che intenda commercializzare le proprie quote in uno Stato membro diverso da quello in cui è situato, è tenuto ad osservare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative vigenti in tale stato ed attinenti ad aspetti relativi all'operatività degli o.i.c.v.m. non disciplinati dalla Direttiva stessa (essenzialmente, appunto, gli aspetti relativi alla commercializzazione delle quote). In tal caso l'o.i.c.v.m. deve inoltre «prendere ... le misure necessarie (nel rispetto delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative vigenti nello Stato membro di commercializzazione) affinché i pagamenti ai partecipanti, il riacquisto o il rimborso delle quote e la diffusione delle informazioni ... siano assicurati nello Stato dei partecipanti».

In vista dell'adeguamento della legislazione italiana in materia di fondi alle previsioni contemplate nella Direttiva predetta, con d.m. n. 310328 del 27 febbraio 1988 è stata costituita presso il Ministero del Tesoro una Commissione di studio, cui partecipano funzionari della Consob, avente il compito di procedere all'esame comparativo della normativa nazionale con quella dettata dalla Direttiva e di elaborare correlative proposte.

I lavori di tale Commissione risultavano a fine 1988 non ancora conclusi.

#### 1.2.4. *Dati statistici*

In appendice sono riportati dati riepilogativi concernenti i prospetti informativi, relativi ai fondi comuni d'investimento mobiliare, di cui è stata, nel corso del 1988, deliberata la pubblicazione mediante deposito presso l'apposito Archivio-Consob.

Relativamente ai fondi d'investimento mobiliare di diritto italiano, si segnala che a fine 1988 il numero delle società di gestione operanti risultava pari a 50 (38 a fine 1987), per un numero di fondi gestiti pari a 132 (75 a fine 1987).

Dei 57 nuovi fondi di investimento, 24 vanno riferiti alle 13 (3) società di gestione divenute operative nel corso del 1988.

I rimanenti 33 fondi segnano la misura della crescita delle iniziative delle società di gestione già operanti a fine 1987.

A fine 1988 assommavano a 9 i fondi esteri, tutti di diritto lussemburghese, con prospetto depositato presso l'apposito Archivio-Consob.

I fondi predetti possono essere così ripartiti:

*Fondi aperti:* Fonditalia, Mediolanum Selective Fund, Rasfund, Tre R, Rominvest International Fund;

*Fondi chiusi:* Capital Italia, Interfund, Italunion;

*S.I.C.A.V.:* Italfortune International Fund.

#### 1.3. *Servizi di amministrazione fiduciaria di beni offerti mediante sollecitazione del pubblico risparmio*

In materia di servizi di amministrazione fiduciaria di beni offerti mediante sollecitazione del pubblico risparmio, la Commissione ha proseguito nel corso del 1988 l'attività istruttoria finalizzata alla pubblicazione dei prospetti informativi relativi ai servizi in questione, in conformità alle disposizioni contenute nelle comunicazioni emanate negli anni passati.

In particolare, con riferimento alla comunicazione n. 87/04733 del 26 marzo 1987, le società di revisione, incaricate dei controlli, hanno regolarmente inviato alla Commissione le relazioni attestanti la corrispondenza dei dati e delle notizie contenute nei prospetti informativi alla documentazione in atti presso le società fiduciarie interessate.

Per quanto concerne i controlli delle società di revisione sui rendiconti trimestrali di gestione, solo in pochissimi casi la relazione da inviare al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale delle società fiduciarie è stata altresì trasmessa alla Consob. In tutti i casi

---

(3) Nel corso del 1988 una delle 38 società di gestione operanti a fine 1987 è stata assorbita da altra società parimenti operante alla fine dello stesso anno.

in esame si è trattato di rilievi concernenti l'impossibilità — dovuta al mancato tempestivo invio delle conferme da parte delle banche depositarie — di procedere alla riconciliazione dei saldi dei conti di liquidità e deposito titoli con le conferme stesse.

Anche nel corso del 1988 le società fiduciarie, nella redazione dei prospetti hanno tenuto conto delle integrazioni all'informativa richieste con la comunicazione n. 87/09281 del 29 maggio 1987 (4).

In primo luogo nei contratti di mandato sono state inserite particolari clausole in relazione alle modalità di svolgimento delle operazioni di pronti contro termine, a premio e di riporto poste in essere in situazioni di potenziale conflitto di interessi nei confronti dei fiduciari.

Inoltre, la prescrizione di una più analitica informativa inerente gli investimenti in titoli emessi o pagabili all'estero ha comportato l'introduzione, nei prospetti che presentino tali investimenti, di uno specifico capitolo che evidenzia gli aspetti più significativi della disciplina valutaria introdotta con il Testo Unico emanato con d.p.r. 31 marzo 1988, n. 148.

Con riferimento alle disposizioni concernenti i periodici aggiornamenti dei prospetti, la Commissione ha reso noto di aver prorogato la validità dei prospetti informativi dal 30 giugno al 31 ottobre 1988 con comunicazioni inviate in data 15 giugno 1988 all'Assofiduciaria e alla Profidi e con lettere separate inviate a tutte le società fiduciarie interessate.

L'aggiornamento dei prospetti ha riguardato 67 società. Di queste, 24 non hanno provveduto alla pubblicazione del prospetto aggiornato presso l'Archivio della Consob entro il 31 ottobre.

La Commissione ha ritenuto al riguardo opportuno, al fine di non interrompere l'offerta al pubblico dei servizi, prorogare ulteriormente il termine di validità dei prospetti, assumendo le seguenti deliberazioni:

1) nei confronti delle 12 società che al 31 ottobre 1988, pur avendo ottenuto il rilascio da parte della Consob del nulla osta al deposito del prospetto informativo aggiornato, non avevano ancora provveduto al materiale deposito dello stesso, è stata disposta la proroga del termine di validità del prospetto fino alla data di deposito del nuovo prospetto aggiornato, da eseguirsi entro 15 giorni dalla comunicazione del relativo nulla osta;

2) nei riguardi di 7 società che avevano, entro il termine di 20 giorni rispetto alla data di scadenza, attivato il procedimento di aggiornamento del prospetto, è stata parimenti disposta la proroga della validità del prospetto fino alla data di deposito del nuovo prospetto aggiornato, da eseguirsi come sopra entro 15 giorni dalla comunicazione del relativo nulla osta;

---

(4) Si veda al riguardo la Relazione per l'anno 1987.

3) per le rimanenti 5 società è stata invece confermata la scadenza al 31 ottobre 1988 del termine di validità del prospetto, tenuto conto del ritardo nell'invio della richiesta di aggiornamento.

Nell'ambito delle istruttorie relative ai prospetti informativi, anche in sede di aggiornamento degli stessi, la Commissione ha affrontato problematiche inerenti talune novità introdotte dalle società fiduciarie nelle tipologie di investimento offerte.

Si segnalano, a mero titolo esemplificativo, l'abbinamento di linee di investimento a polizze di assicurazione sulla vita, ovvero nel caso di investimenti su titoli esteri, a polizze di assicurazione sul rischio di cambio, nonché il collegamento operativo tra un conto corrente bancario intestato al fiduciante e una gestione monetaria effettuata sulle disponibilità di detto conto.

Nel corso dell'anno la Commissione ha preso in esame l'ipotesi di sussistenza della fattispecie di cui all'art. 1/18 della legge 7 giugno 1974, n. 216, nel caso di offerta al pubblico di un servizio di amministrazione fiduciaria c.d. «statica» di valori mobiliari, consistente nella mera intestazione di questi ultimi in capo ad una società fiduciaria.

Al riguardo la Commissione non ha ritenuto tale offerta assoggettabile alle disposizioni contenute negli artt. 1/18 e seguenti della citata legge.

Nello stesso periodo sono pervenute alla Commissione due comunicazioni da parte di società non autorizzate all'esercizio dell'attività fiduciaria ai sensi della legge 23 novembre 1939 n. 1966, per l'offerta al pubblico, in un caso, di un servizio denominato «di consulenza ed intermediazione su titoli», nell'altro denominato «di consulenza ed amministrazione finanziaria di patrimoni individuali».

Stante la difficoltà di chiarire taluni problemi connessi alla possibile sussistenza, in capo alle società fiduciarie, di una riserva per l'attività di cui trattasi, ai sensi della legge 1966/1939, si è ravvisata la necessità di effettuare approfondimenti in ordine a tali operazioni. Detti approfondimenti si sono resi opportuni, tra l'altro, in considerazione di talune iniziative legislative concernenti la disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare, ancora in corso d'esame in parlamento al 31 dicembre 1988.

Conseguentemente, a tale data l'*iter* istruttorio finalizzato alla pubblicazione dei prospetti informativi di cui sopra non era ancora concluso.

#### 1.4. *Offerta al pubblico di certificati di associazione in partecipazione*

Nel corso del 1988 sono pervenute alla Consob due comunicazioni relative ad operazioni di offerta al pubblico di valori mobiliari rappresentati da certificati rivenienti da contratti di associazione in partecipazione. L'*iter* istruttorio concernente tali operazioni ha avuto seguito nel corso dello stesso anno con il deposito, presso l'Archivio Prospetti Consob, dei relativi prospetti informativi.

Sempre nel 1988 è stato depositato, presso l'Archivio Prospetti Consob, un prospetto informativo relativo ad un'altra offerta al pubblico di certificati di associazione in partecipazione che era stata comunicata, ai sensi dell'art. 1/18 della legge 7 giugno 1974, n. 216, nel corso del 1987.

Nel marzo del 1988 la Commissione ha sospeso l'*iter* istruttorio finalizzato alla pubblicazione di un prospetto informativo relativo ad un'operazione di offerta al pubblico di certificati della stessa specie la cui comunicazione, ai sensi dell'art. 1/18 della legge 216/74, risaliva al 1987.

*1.5. Offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione di azioni, di obbligazioni e di titoli rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti l'attività bancaria (5)*

Nel corso del 1988 sono state effettuate n. 58 operazioni di offerta al pubblico di azioni, obbligazioni e titoli rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti l'attività bancaria, comunicate ai sensi dell'art. 1/18 della legge 7 giugno 1974, n. 216.

Nel 1988, come peraltro nel 1987, si è rimasti ben lontani dalle n. 140 operazioni di sollecitazioni del pubblico risparmio poste in essere nel corso del 1986, in pieno periodo di forte sviluppo dei mercati azionari di tutti i Paesi ed in particolare di quello italiano.

La crisi manifestatasi nei mercati americani a fine 1987, con ripercussione anche sui mercati europei, ha determinato un clima estremamente riflessivo che ha caratterizzato il mercato mobiliare nel corso del 1988, con conseguente calo delle operazioni di raccolta di mezzi liquidi con ricorso ad un mercato scarsamente ricettivo. Nel corso del 1988, infatti, solo n. 4 società hanno fatto ricorso al mercato in vista della loro quotazione ufficiale nelle Borse Valori contro le n. 8 dell'anno precedente e le n. 38 dell'anno 1986.

Delle predette 58 operazioni, 43 casi (6) hanno riguardato l'offerta di azioni di cui 4 riservate esclusivamente ai dipendenti della società offerente (7), 10 casi (8) titoli obbligazionari,

---

(5) I dati forniti tengono conto anche delle operazioni sul capitale sociale eseguite da società con titoli quotati in Borsa ed effettuate in conformità della comunicazione Consob n. 86/13923 del 3 settembre 1986 — pubblicata sul bollettino Consob nn. 4-5 luglio — ottobre 1986.

(6) Fidenza Vetraria, Cortina Tre Croci, Fata, Italia Assicurazioni, Editoriale (due operazioni); Poligrafici Editoriale (due operazioni), Murri Piazza d'Europa, Autostrade, Gewiss, Saipem, Avir Finanziaria, Alitalia, Banco di Torino, Unione Manifatture, Tripovich, Enichem Augusta, Sai, Credito Commerciale, Unipar, Euromobiliare, Silos di Genova, Beni Stabili, Assicurazioni Generali, Unipol, Firs Italiana di Assicurazioni, Sopaf, Credito Lombardo, Cartiere Binda De Medici, Ferruzzi Finanziaria, Sogefi, Perlier, Solvay, Ausonia Assicurazioni, Mediobanca, Napoletana Gas, Sme, Compagnie Generale d'Electricité, Faema, Gim, Europa Metalli, Compagnia Latina di Assicurazioni.

(7) Faema, Sai, Solvay, Compagnie Generale d'Electricité.

(8) Mediobanca, Finanziaria Ernesto Breda, Ditta Fratelli Lombardi, Iri (tre emissioni), Sifa, Sagif, Ciga, Unione Manifatture.

3 casi (9) l'offerta di quote di capitale di enti pubblici esercenti l'attività bancaria, un caso (10) l'offerta di azioni emesse da una Banca Popolare ed un caso (11), infine, ha avuto ad oggetto l'offerta di buoni validi per l'acquisto di azioni emesse da società terze rispetto all'emittente i buoni stessi.

Delle 43 operazioni di offerta di azioni, 30 hanno riguardato titoli rivenienti da aumenti di capitale eseguiti da società con azioni quotate in Borsa (12); 4 sono state finalizzate alla diffusione del titolo in vista della successiva richiesta di ammissione alla quotazione ufficiale (13); 2 hanno riguardato la costituzione di società per azioni mediante pubblica sottoscrizione (14); 2 sono state poste in essere da società estere (15); in due casi le operazioni hanno riguardato titoli di due società quotate (16) offerti dai rispettivi azionisti di maggioranza (17); un'operazione ha riguardato l'offerta di azioni con annesse convenzioni per l'utilizzo di unità alberghiere (18); in un caso l'azionista di maggioranza (19), che aveva acquistato sul mercato titoli di risparmio, ha successivamente offerto al pubblico detti titoli.

(9) Cassa di Risparmio di Cuneo, Cassa di Risparmio di Puglia, Banca del Monte di Bologna e Ravenna.

(10) Banca Popolare di Sassari.

(11) Spafid. Offerta di n. 65.000.000 di «buoni» validi per l'acquisto di azioni ordinarie Ferruzzi Finanziaria vincolate irrevocabilmente in gestione speciale, presso la stessa Spafid ed alla medesima intestate dalla Serafino Ferruzzi S.r.l. I portatori dei «buoni» hanno acquisito il diritto di acquistare per contanti dalla Spafid pari numero di azioni ordinarie Ferruzzi Finanziaria, godimento regolare. Successivamente i buoni sono stati quotati presso la Borsa Valori di Milano.

(12) Fidenza Vetraria, Italia Assicurazioni, Editoriale (due operazioni), Poligrafici Editoriale (due operazioni), Autostrade, Saipem, Alitalia, Unione Manifatture, Tripovich, Credito Commerciale, Unipar, Euromobiliare, Beni Stabili, Unipol, Firs Italiana di Assicurazioni, Sopaf, Credito Lombardo, Cartiere Bida de Medici, Sogefi, Perlier, Ausonia Assicurazioni, Napoletana Gas, Sme, Gim, Europa Metalli, Assicurazioni Generali, Compagnia Latina di Assicurazioni, Faema.

(13) Fata, Gewiss, Avir Finanziaria, Enichem Augusta.

(14) Murri Piazza d'Europa, Banco di Torino.

(15) Solvay, Compagnie Generale d'Electricità.

(16) Ferruzzi Finanziaria, Mediobanca.

(17) Montedison, Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano e Banco di Roma.

(18) Cortina Tre Croci.

(19) Ferruzzi Agricola Finanziaria. La finalità dell'offerta è stata quella di consentire ai portatori di azioni di risparmio non convertibili della Silos di Genova S.p.A., che avevano venduto i propri titoli sul mercato nel periodo 1° febbraio 1988-18 maggio 1988 compresi, di riacquistare le azioni che in detto periodo Ferruzzi Agricola Finanziaria S.p.A. aveva acquistato, allo scopo di farli beneficiare delle migliori condizioni conseguenti alla modifica del concambio tra le azioni Ferruzzi Agricola Finanziaria S.p.A. e le azioni Silos di Genova S.p.A., decisa dalle assemblee straordinarie delle rispettive società in data 19 maggio 1988. Infatti i Consigli di Amministrazione della Ferruzzi Agricola Finanziaria S.p.A. e della Silos di Genova S.p.A. in data 30 gennaio 1988 avevano deliberato di proporre alle rispettive assemblee straordinarie la fusione per incorporazione della Silos di Genova S.p.A. nella Ferruzzi Agricola Finanziaria S.p.A., da effettuarsi sulla base di un rapporto di concambio 2 azioni Ferruzzi Agricola Finanziaria S.p.A. ogni 5 azioni Silos di Genova S.p.A. della medesima categoria posseduta; in data 19 maggio 1988 le assemblee straordinarie della Ferruzzi Agricola Finanziaria S.p.A. e della Silos di Genova S.p.A. approvavano la fusione per incorporazione della Silos di Genova S.p.A. secondo il rapporto di concambio stabilito dai rispettivi Consigli, ma modificavano parzialmente — su proposta dell'azionista di maggioranza — i termini di detto concambio, attribuendo agli azionisti Silos, in cambio delle azioni di risparmio non convertibili, da essi possedute, azioni di risparmio Ferruzzi Agricola Finanziaria convertibili in azioni ordinarie.

Destinatari di tale offerta sono stati esclusivamente i soggetti che, in un determinato periodo, hanno alienato sul mercato le azioni di risparmio e in grado di documentarne la vendita (20).

Infine, un'operazione ha riguardato l'offerta di azioni proprie possedute dalla società offerente (21).

Nel periodo in esame sono state collocate complessivamente circa 1,8 miliardi di azioni di cui 1,6 miliardi circa di azioni ordinarie, 47 milioni circa di azioni privilegiate e 89 milioni circa di azioni di risparmio, per una raccolta complessiva di mezzi liquidi pari a circa 4.600 miliardi di lire, di cui 3.000 miliardi circa di sovrapprezzo. Il 50% circa della raccolta complessiva è stata realizzata con le operazioni poste in essere da due sole società (una relativa ad un aumento di capitale per un controvalore di L. 1.100 miliardi (22) e l'altra relativa ad una offerta di azioni per un controvalore di L. 980 miliardi circa (23).

Nello stesso periodo sono state collocate complessivamente 1,9 miliardi di obbligazioni, di cui 310 milioni circa convertibili, per una raccolta complessiva di L. 2.000 miliardi circa, per tre quarti realizzata dalle 3 emissioni effettuate da un ente pubblico (24).

#### 1.6. *Offerte pubbliche di acquisto e di scambio*

Nel corso del 1988 è stata effettuata una sola offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto le azioni della BIRRA WÜHRER S.p.A.

L'O.P.A. è stata lanciata dalla B.S.N. ITALIA S.p.A., appartenente al GRUPPO BRESERIERS KRONERBOURG S.A., azionista di maggioranza (89,07%) della WÜHRER S.p.A.

A seguito dell'offerta pubblica di acquisto le azioni rimaste in circolazione sono risultate pari al 2,57% dell'intero capitale della società WÜHRER. Successivamente all'offerta la Commissione ha disposto la revoca dalla quotazione del titolo.

#### 1.7. *Attività di vigilanza sui soggetti che sollecitano il pubblico risparmio*

La Commissione, nell'ambito dei poteri di controllo ad essa attribuiti dall'art. 1/18 e seguenti della legge n. 216, nello svolgimento dell'attività istruttoria finalizzata alla pubblicazione dei prospetti informativi relativi alle operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio,

---

(20) Silos di Genova.

(21) Sai.

(22) Assicurazioni Generali.

(23) Ferruzzi Finanziaria.

(24) I.R.I.

ha proceduto, anche mediante convocazione dei rappresentanti legali delle società proponenti l'operazione, a richiedere ulteriori dati e notizie da inserire nel prospetto.

Con particolare riferimento all'attività svolta dalle società fiduciarie che hanno comunicato l'intenzione di procedere all'offerta al pubblico di un servizio di amministrazione di patrimoni, la Consob ha provveduto a richiedere, ai sensi dell'art. 1/3, lett. c), della legge n. 216, informazioni su investimenti, effettuati per conto dei fiducianti, in valori mobiliari non quotati o in altre attività finanziarie, al fine di acquisire ulteriori elementi di valutazione in ordine alla informazione da fornire sulla massa fiduciarmente amministrata.

Particolare rilievo assume, nell'ambito della documentazione trasmessa alla Commissione ai sensi dell'art. 1/4, legge n. 216/74, l'informativa fornita dagli amministratori delle società fiduciarie in sede assembleare ed i verbali delle assemblee medesime.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle società fiduciarie il Gruppo di contatto Consob-Ministero dell'Industria ha esaminato problemi comuni in ordine ad interventi generali o specifici sulle società suddette.

### 1.8. *Dati statistici*

In allegato sono riportate tavole riepilogative riguardanti:

- a) le società fiduciarie che hanno provveduto alla pubblicazione del prospetto informativo (v. Tavola a/IV/1);
- b) i prospetti informativi di cui è stata deliberata la pubblicazione, mediante deposito presso l'apposito Archivio-Consob, nell'anno 1988 (v. Tavola a/IV/2);
- c) i prospetti informativi relativi ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio finalizzate alla creazione del flottante in vista della quotazione in Borsa, pubblicati mediante deposito presso l'apposito Archivio-Consob nell'anno 1988 (v. Tavola a/IV/3).

## 2. **Divulgazione di dati e notizie**

L'esercizio del potere previsto dall'art. 1/3, lett. b) della legge n. 216, preordinato all'obiettivo di rendere il più possibile trasparente, per gli azionisti e per il mercato in generale, lo svolgersi dell'attività sociale, ha comportato l'intervento della Commissione sia in presenza di un atteggiamento di inerzia da parte degli Amministratori di società quotate, sia quando, pur essendo stata predisposta un'informativa, questa non sembrava idonea per una compiuta rappresentazione di fatti o circostanze rilevanti per la vita delle società medesime.

Le occasioni più ricorrenti per gli interventi in discorso sono, come sempre, rappresentate dalle riunioni assembleari; in particolare sono state attivate le seguenti richieste:



1) integrazione della documentazione predisposta per le assemblee convocate per deliberare sull'approvazione del bilancio (99 interventi) (25).

Gli interventi attivati su tale documentazione, nell'ottica della trasparenza e della completezza dell'informazione finanziaria nei confronti degli azionisti, sono stati tesi principalmente alla realizzazione di un sistema informativo conforme ai criteri di continuità ed omogeneità temporale.

In tale contesto si sottolinea come circa il 67% degli interventi sia consistito essenzialmente nella richiesta di prospetti integrativi di bilancio redatti secondo la classificazione utilizzata in sede di redazione della relazione semestrale, rappresentando tale relazione un momento informativo intermedio tra i bilanci di due esercizi successivi.

Ulteriori interventi di natura più specifica sono stati attivati nei confronti di alcune delle società verso le quali sono state volte le richieste suesposte riguardanti riclassifiche di bilancio (66% dei casi) e nei confronti di altre società quotate (33% dei casi).

Si elencano qui di seguito le più rilevanti nonché più ricorrenti tipologie di richieste:

- notizie e dati aggiuntivi su poste di bilancio;
- delucidazioni relative al portafoglio titoli nonché raffronto tra valori a libro e prezzi di compenso dell'ultimo trimestre per i titoli quotati detenuti in portafoglio;
- chiarimenti in merito alla determinazione del risultato operativo;
- informazioni relative a giudizi pendenti a carico di società;
- dati e notizie circa gli effetti patrimoniali, finanziari ed economici derivanti dallo scorporo di rami aziendali con le relative perizie giurate, accompagnati da informazioni circa l'ammontare dei fondi provenienti da tali cessioni e circa i soggetti acquirenti;
- stato di attuazione dei programmi di alienazione di partecipazioni ed immobili e successivo utilizzo dei mezzi liquidi provenienti da tali operazioni;
- chiarimenti in merito a compagini azionarie;

---

(25) Accaierie e Ferriere Lombarde Falck, Acquedotto Nicolay, Aeritalia, Aturia, Autostrada Torino Milano, Autostrade Meridionali, Banca Agricola Milanese, Banca Manusardi, Banca Nazionale dell'Agricoltura, Banca Nazionale del Lavoro, Banco di Roma, Banco Lariano, Bastogi, Beni Stabili, Borgosesia, Brioschi Finanziaria, Broggi-Izar, Cartiere Binda De Medici, Cartiere Burgo, Cementerie di Augusta, Cementerie di Barletta, Cementerie di Sardegna, Cementerie Siciliane, Cir, Compagnia Paramatti Finanziaria, Credito Italiano, Cristalleria Artistica La Piana, Dalmine, Danieli, Data Consyst, De Angeli Frua, Eridania, Eurogest (2 interventi), Euromobiliare, Europa Metalli-LMI, Fabbrica Milanese Conduttori, Faema, Ferrovie Torino Nord, Fiar, Finanziaria Centro Nord, Finanziaria Ernesto Breda (2 interventi), Finrex, Firs, Florio-Invest (2 interventi), Franco Tosi, Garboli, Gerolimich, Gim-Generale Industrie Metallurgiche, Grassetto, Iniziativa Meta, Interbanca, Istituto Piemontese Immobiliare, Isvim, Italcable, Italgas, Jolly Hotel, La Magona d'Italia, Merloni Elettrodomestici, Mira Lanza, Mittel, Montefibre, Nai, Nuova Edificatrice, Pacchetti, Pierrel, Pirelli, Saes, Saes Getters, Saffa, Safilo, Sai, Saiag, Saipem, Setemer, Sem-Finanziaria di Partecipazione, Silos di Genova, Singest (2 interventi), Sip, Sisa, Sme, Società dell'Acqua Pia Antica Marcia, Società Italiana Manufatti, Società Italiana per Condotte d'Acqua, Stefanel, Società per Risanamento di Napoli, Stet, Tecnomasio Italiano brown Boveri, Tecnost, Teknecomp, Terme Demaniali di Acqui, Tripovich, Unione Manifatture, Unipar, Vianini, Vianini Industria.

- informazioni su operazioni finanziarie;
- predisposizione di rendiconti finanziari e di prospetti di variazione del patrimonio netto;
- informazioni relative ad operazioni straordinarie di fusione o di aumento di capitale verificatesi nel corso dell'esercizio;

- dati e documenti inerenti a procedure concorsuali in corso;
- informazioni in merito a programmi di riassetto o di investimento;

2) integrazione della documentazione predisposta per le assemblee convocate per deliberare su proposte di *aumento del capitale sociale* (11 interventi) (26).

Tali interventi, finalizzati alla trasparenza dei principali termini di tali operazioni, in particolare hanno comportato la richiesta e la messa a disposizione degli azionisti dei seguenti elementi aggiuntivi:

- criteri di determinazione del sovrapprezzo;
- disponibilità dell'azionista di maggioranza a sottoscrivere l'eventuale inoptato;
- informazioni su eventuali consorzi di garanzia e/o di collocamento nonchè altre possibili forme di collocamento;
- integrazione delle notizie predisposte per l'Assemblea con informazioni in precedenza fornite alla Consob;
- compagine azionaria ante e post aumento di capitale;
- tempi di esecuzione dell'operazione;
- destinazione dei mezzi liquidi provenienti da tali operazioni;
- perizie estimative delle partecipazioni costituenti l'oggetto del piano di investimento programmato a seguito dell'aumento di capitale;
- criteri seguiti dai periti per la valutazione delle azioni;
- tempi e modi di attuazione dei piani di riorganizzazione delle società emittenti ed eventualmente dei relativi Gruppi;

3) integrazione della documentazione predisposta per le assemblee convocate per deliberare su proposte di *fusioni* (12 interventi) (27).

Gli interventi hanno avuto ad oggetto la richiesta dei seguenti elementi aggiuntivi:

- notizie sulle società incorporande;
- tempi e modalità di svolgimento di operazioni di acquisizioni legate alle fusioni;
- tabelle, per le principali società controllate da società partecipanti alle fusioni, contenenti:

(26) Aturia, Brozzi-Izar, Credito Commerciale, Dalmine, De Angeli Frua, Faema, Ferrovie Torino Nord, Finmare, Napoletana Gas, Pacchetti, Pirelli.

(27) Cir (2 interventi), Ferruzzi Agricola Finanziaria, Ferruzzi Finanziaria, Gruppo Editoriale Fabbri-Bompiani-Sonzogno-Etas, Industrialfin, Iniziativa Meta, Pafinvest, Sabaudia Finanziaria, Silos di Genova, Tecnomasio Italiano Brown Boveri, Ultra.

— valore attribuito alla società nella relazione peritale volta a stimare il rapporto di cambio;

— patrimonio netto contabile risultante dall'ultimo bilancio approvato;

— percentuale di partecipazione della società capogruppo;

— criterio di valutazione adottato con eventuale attribuzione del premio di maggioranza;

— informazioni circa eventuali cessioni di azioni in Italia ed all'estero legate alle operazioni di fusione;

— notizie su eventuali vicende giudiziarie;

4) integrazione della documentazione predisposta per le assemblee convocate per deliberare su proposte di *aumento di capitale con delega al Consiglio di Amministrazione*, come previsto dagli artt. 2443 e 2420 ter c.c. (2 interventi) (28).

È stato richiesto di fornire ulteriori informazioni circa la destinazione dei mezzi liquidi provenienti dall'emissione di azioni o di prestiti obbligazionari nonché notizie su eventuali piani di ristrutturazione connessi alle operazioni in discorso.

5) integrazione della documentazione predisposta per le assemblee convocate per deliberare su proposte di *emissione di prestiti obbligazionari* (1 intervento) (29).

Tale intervento è consistito nella richiesta delle modalità e dei termini previsti per il collocamento del prestito nonché delle finalità e della destinazione dei mezzi liquidi provenienti da tale operazione.

6) integrazione della documentazione predisposta per le assemblee convocate per deliberare su ulteriori ordini del giorno (*analisi della situazione patrimoniale connessa all'assunzione di delibere ai sensi degli artt. 2446 e seguenti, modifiche statutarie, nomina nuovi membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale*) (5 interventi) (30).

Con riferimento alla documentazione predisposta a tal proposito è stato richiesto di arricchire l'informativa fornita attraverso delucidazioni in merito alla situazione economico-patrimoniale di Gruppo, allo stato di una procedura di concordato preventivo, alle modifiche statutarie proposte, alle motivazioni delle dimissioni dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale ed all'eventuale collegamento con ipotesi di cambiamento nell'assetto azionario.

In due casi, in occasione di assemblee convocate per deliberare, tra l'altro, sulle modifiche dell'oggetto sociale conseguenti alle cessioni di rami aziendali, si è provveduto a richiedere:

— la destinazione dei mezzi liquidi rivenienti dalle riferite cessioni;

---

(28) Merloni, Navigazione Alta Italia.

(29) Talco e Grafite Valchisone.

(30) Banca Mercantile Italiana, Buitoni, Florio Invest, Perugia, Sogene.

- le passività non cedibili indicate nel contratto di cessione;
- i comunicati stampa già diramati sull'operazione;
- le informazioni circa l'eventuale applicabilità del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 c.c.

7) integrazione della documentazione predisposta per le assemblee convocate per deliberare sulla proposta di *messa in liquidazione* di una società (1 intervento) (31).

La Commissione è intervenuta al fine di ottenere maggiori informazioni circa le modalità di svolgimento della procedura di liquidazione con particolare riferimento ai criteri seguiti nella valutazione delle partecipazioni e delle altre attività da cedere con l'indicazione dell'esistenza o meno di una stima peritale.

Con riguardo al bilancio consolidato la Commissione è intervenuta nei confronti di 24 società (32) richiedendo tra l'altro notizie e chiarimenti aggiuntivi, analisi su particolari voci di bilancio, prospetti di raccordo, integrazioni all'allegato esplicativo.

La Commissione ha ritenuto inoltre necessario in alcune circostanze intervenire affinché venissero diffuse, attraverso appositi comunicati stampa, informazioni significative per gli azionisti; in tal modo è stato possibile divulgare notizie concernenti tra l'altro programmi di riassetto di società o di Gruppi, termini di operazioni di fusione, modalità di cessione di partecipazioni (15 interventi) (33).

In 8 casi tali interventi sono stati attivati al fine di fornire al mercato informazioni, in assenza di precedenti comunicati stampa spontaneamente predisposti dalle società, mentre in 7 casi è stato richiesto di integrare i comunicati stampa precedentemente divulgati.

Ulteriori interventi sono stati attivati al fine di richiedere informazioni in merito all'approvazione dell'incarico di revisione e certificazione del bilancio (11 interventi) (34).

Infine la Commissione ha effettuato ulteriori richieste tese ad ottenere in sede di relazione semestrale significativi chiarimenti riguardanti cessioni di pacchetti di maggioranza o di attività industriali (2 interventi) (35).

---

(31) Finsider.

(32) Aeritalia, Acqua Marcia, Ame Finanziaria, Banco di Roma, Dalmine, Danieli, Euromobiliare, Faema, Falck, Finrex, Franco Tosi, Iniziativa Meta, I.P.I., Mira Lanza, Mittel, Montefibre, Saipem, Scotti, S.I.M., Singest, Stet, Tecknocomp, Tecnost, Vianini Lavori.

(33) Banca Cattolica del Veneto, Cir (2 interventi), Ferruzzi Finanziaria (2 interventi), Fondicri, Montedison (3 interventi), Norfin, Nuovo Banco Ambrosiano, Pafinvest, Sabaudia Finanziaria, Singest, Unipol Assicurazioni.

(34) Assitalia, Banca Nazionale del Lavoro, Banca Popolare di Sassari, Cofiba, Faema, Fisac, Firs, Gaetano Marzotto e Figli, Manuli Cavi, Santa Valeria Finanziaria, Unipol.

(35) Franco Tosi, Isvim.

### 3. Bilancio consolidato di gruppo

Nel 1988, nell'ambito dei poteri conferiti alla Consob dall'art. 1/3, primo comma, lett. a) della legge 7 giugno 1974, n. 216, sono state adottate 25 delibere di prescrizione di bilanci consolidati di gruppo a 23 società ed a due enti (36) con titoli quotati in Borsa, con decorrenza dall'esercizio chiuso al 31 dicembre 1987, ovvero dall'esercizio 1987/1988.

Tenendo conto delle revoche dalla quotazione ufficiale intervenute durante l'anno di società tenute alla redazione del bilancio consolidato (37), il numero di società ed enti quotati nei confronti dei quali sono state adottate delibere di prescrizione del documento in questione è salito alla fine del 1988 a 172.

Secondo la prassi, nel prescrivere il consolidato è stato altresì richiesto:

a) di comunicare preventivamente i criteri ed i principi di consolidamento e di certificazione;

b) di trasmettere il bilancio consolidato, per il primo esercizio, entro 10 mesi dalla data di chiusura e, successivamente, entro 6 mesi;

c) di rendere pubblico il bilancio consolidato con le modalità e nei termini indicati dalla Consob con le comunicazioni del 28 giugno 1983 e 7 giugno 1984.

La comunicazione preventiva alla Consob dei criteri e principi di consolidamento è finalizzata all'esigenza di indirizzo dei soggetti destinatari della prescrizione del bilancio consolidato verso comportamenti corretti e quanto più possibile uniformi; tutto ciò in attesa della definizione del processo di formazione di principi di consolidamento di generale accettazione, anche attraverso il recepimento nel nostro ordinamento giuridico della direttiva comunitaria n. 83/349 del 13 giugno 1983 (VII Direttiva).

È in tale ottica che la Commissione, nell'intento di fornire un contributo all'avvio della nuova prassi informativa, ha provveduto con le menzionate comunicazioni del 28 giugno 1983 e 7 giugno 1984 a dettare una prima disciplina in tema di composizione e di redazione del bilancio.

L'analisi dei bilanci consolidati ricevuti ha evidenziato che il 93% degli stessi è stato sottoposto a certificazione e che l'81% è stato messo a disposizione degli azionisti convocati in assemblea per l'approvazione del bilancio civilistico; tali percentuali, in aumento rispetto ai precedenti anni, attestano dell'evoluzione positiva dei comportamenti dei soggetti interessati nei confronti del documento informativo in questione.

---

(36) Ame Finanziaria, Assitalia, Autostrade, Banco di Sardegna, Cartiera di Ascoli, Comau Finanziaria, Fidenza Vetraria, Grassetto, Isefi, Merloni, Nuova Faema, Nuovo Pignone, Poligrafici Editoriale, Raggio di Sole, Safilo, Setemer, Sim, Tecnost, Vetr.I., Vianini Lavori, Banco di Napoli, Europa Metalli-LMI, Fabbrica Milanese Conduttori, Fiar, Rodriguez.

(37) Immobiliare Sogene, Finsider, Iniziativa Meta, Birra Wührer, Finmare, Industrialfin, Ultra.

#### 4. Relazione semestrale

Come noto la Commissione, con le delibere n. 2837 e n. 2838 dell'aprile 1987, ha dettato i criteri per la redazione della relazione semestrale nonché le modalità ed i termini della sua pubblicazione, provvedendo inoltre ad emanare raccomandazioni concernenti gli schemi di riclassificazione dei conti economici, patrimoniali e finanziari per la presentazione di tale relazione.

Tutto ciò è stato concepito in una logica di standardizzazione della documentazione al fine di permettere alle categorie di operatori interessati, quali gli investitori istituzionali, gli operatori di Borsa, gli azionisti, di effettuare confronti attraverso l'utilizzo di informazioni omogenee per ciascun settore, e di seguire l'evoluzione nel tempo della stessa società.

In tal modo la semestrale assolve alla sua funzione fondamentale di elemento di raccordo e di continuità delle informazioni fornite attraverso la documentazione di fine periodo.

Le esigenze di flessibilità nella redazione degli schemi contabili è stata considerata prevenendo gli schemi tipo in una raccomandazione che accompagna il regolamento. Infatti sia gli schemi che i criteri per la compilazione dei commenti proposti rappresentano punti di riferimento e non regole rigide per gli Amministratori delle società quotate in Borsa tenuti alla redazione della relazione semestrale ai sensi dell'art. 2429 bis c.c..

La raccomandazione concernente i prospetti economici, patrimoniali e finanziari si ispira come noto a criteri di riclassifica riconducibili sostanzialmente al principio della liquidità e dell'esigibilità per quanto riguarda la Situazione Patrimoniale e alla classificazione per natura relativamente al Conto Economico, in linea con la prassi e con le indicazioni contenute nella IV Direttiva CEE.

Con riferimento alla citata raccomandazione, è stata condotta un'analisi concernente gli schemi contabili adottati dalle società in sede di redazione della relazione semestrale al fine di valutare il grado di rispondenza dei prospetti contabili raccomandati dalla Commissione alle esigenze di rappresentazione delle informazioni, proprie di ciascuna compagine societaria.

Da tale esame è emerso come su un totale di 242 relazioni analizzate, nel 69,4% dei casi le società abbiano ritenuto adeguati a rappresentare la situazione economica, patrimoniale e finanziaria infrannuale gli schemi proposti dalla Commissione.

Tra le società che non hanno utilizzato tali prospetti (pari al 30,6%), circa la metà (42%) appartiene ai gruppi IRI e FIAT, avendo tali soggetti adottato schemi contabili della situazione patrimoniale e finanziaria ispirati ad una metodologia di analisi «funzionale», coerenti con la recente introduzione di nuovi schemi unificati di bilancio di Gruppo, integrati con dati relativi agli importi dei debiti e dei crediti scadenti entro ed oltre i 12 mesi.

Con tale integrazione è stato possibile ottenere informazioni equivalenti a quelle previste dalla citata delibera n. 2838, nel rispetto dell'esigenza di fornire al mercato informazioni economiche, finanziarie e patrimoniali il più possibile uniformi.

Relativamente infine all'opzione consentita alle società di poter fornire alternativamente il risultato lordo della gestione o l'utile netto in sede di relazione semestrale, l'analisi condotta ha fatto rilevare come circa il 46% delle società abbia scelto di giungere alla determinazione dell'utile netto, fornendo un'informazione direttamente confrontabile con il risultato netto relativo alla chiusura dell'esercizio precedente.

#### 5. Riunioni dell'assemblea ordinaria

Nel corso del 1988 le società con azioni quotate in Borsa hanno regolarmente tenuto le proprie assemblee ordinarie per l'approvazione dei bilanci di esercizio.

I relativi verbali assembleari sono stati oggetto di particolare attenzione da parte della Consob.

Com'è noto, infatti, l'art. 19, della legge 4 giugno 1985, n. 281, aveva sospeso per 3 anni l'operatività della disposizione dell'art. 6 d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136, consentendo, in tale periodo, il ripristino, accanto al potere di impugnativa della Consob, di quello di tanti soci che rappresentino almeno il ventesimo del capitale sociale, o cento milioni di lire in valore nominale se il capitale sociale è superiore a due miliardi di lire.

Nel corso del 1988 la disposizione transitoria del citato art. 19 è decaduta ed è nuovamente tornato in vigore il regime originariamente previsto dal citato art. 6 del d.p.r. 136 che, come noto, riconosce alla Consob un ruolo di tutela dell'interesse del mercato alla correttezza dei processi di formazione dei bilanci di esercizio.

In tale ambito l'anno 1988 è stato caratterizzato dalla fase di impostazione ed avvio dell'attività istruttoria finalizzata all'esercizio di un'eventuale azione di impugnativa da parte della Commissione relativamente alle delibere assembleari di approvazione del bilancio delle società con azioni quotate.

Sotto questo profilo è emersa, in tutta evidenza, l'opportunità che il lavoro delle società di revisione finalizzato al rilascio della certificazione legale dei bilanci di esercizio, costituisca il filo conduttore della riferita attività istruttoria.

Individuate le aree critiche dei bilanci, oggetto peraltro di particolari commenti nelle relazioni di certificazioni, si è infatti proceduto ad acquisire dalle società di revisione medesime quei dati e quelle notizie che, appartenendo al loro patrimonio di conoscenze dei fatti aziendali, consentisse un compiuto esame di dette aree critiche.

L'esperienza al riguardo maturata ha portato ad isolare alcuni temi centrali della materia che la Commissione dovrà affrontare con particolare attenzione. In estrema sintesi essi attengono ai problemi di coordinamento tra le regole legali di valutazione dettate dal codice civile in materia di bilancio di esercizio e le regole tecniche statuite dai principi contabili nazionali ed internazionali, nonché ai problemi concernenti l'interpretazione della portata e dei limiti

del potere di impugnativa della Consob previsto dal citato art. 6 del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136.

## 6. Riunioni dell'assemblea straordinaria

Con riferimento alle assemblee straordinarie, nel corso dell'anno in esame 90 società quotate in Borsa si sono riunite in 99 sedute (1 società ha convocato 3 distinte assemblee e 7 società si sono riunite in due diverse occasioni).

Tali assemblee hanno deliberato in merito ad aumenti di capitale sociale (30 casi) (38), ad operazioni di fusione (24 casi) (39), ad attribuzioni di deleghe al Consiglio di Amministrazione ai sensi degli artt. 2443 e 2420 ter c.c. (9 casi) (40), a modifiche dell'oggetto sociale (7 casi) (41), a spostamenti della sede legale (13 casi) (42), a variazioni della denominazione sociale (8 casi) (43), ad emissioni di prestiti obbligazionari (4 casi) (44) nonché in merito allo scioglimento ed alla messa in liquidazione di società (3 casi) (45).

### 6.1. Aumenti di capitale

In soli quattro casi gli aumenti di capitale sono stati deliberati contestualmente a diminuzioni di capitale per perdite (art. 2446 c.c.).

Le operazioni in discorso si sono realizzate attraverso raccolta di liquidità, destinazione di riserve a capitale, conferimenti in natura (16 operazioni a pagamento, 6 gratuite, 6 in forma mista e 2 in natura).

Le operazioni sul capitale sono state quindi tese, per la quasi totalità, a rafforzare la struttura patrimoniale delle società o a migliorarne la situazione debitoria.

---

(38) Alleanza Assicurazioni, Broggi-Izar, Cartiere Bida De Medici, Cir, Compagnia Napoletana Gas, Credito Commerciale, Credito Lombardo, Dalmine, De Angeli Frua, Editoriale, Eliolona, Euromobiliare, Europa Metalli-LMI, Faema, Ferrovie Torino Nord, Fiar, Finmare, Generali, Gilardini, Isefi, Latina Assicurazioni, Pacchetti, Pirelli, Poligrafici Editoriale, Sirti, Sme, Smi, Tripovich, Unipol, Vittoria Assicurazioni.

(39) ABB-Tecnomasio, Arnoldo Mondadori Editore, Banca Nazionale del Lavoro, Cir (2 operazioni), Danieli, Europa Metalli-LMI, Ferruzzi Agricola Finanziaria, Gilardini, Jolly Hotel, Iniziativa Meta, Industrialfin, Italcementi, Italgas, Marzotto, Partecipazioni, Sabaudia Finanziaria, Silos di Genova, Sirti, Sisa, Toro Assicurazioni, Ultra, Unipol.

(40) Attività Immobiliari, Ciga Hotel, De Angeli Frua, Europa Metalli-LMI, Gim, Ifil, Merloni, Nai, Vittoria Assicurazioni.

(41) Banca Mercantile, Beni Stabili, Buitoni, Danieli, Florio Invest, Perugia, Poligrafici Editoriale.

(42) Aturia, Broggi-Izar, Buitoni, Cotonificio Cantoni, Ferruzzi Agricola Finanziaria, Florio Invest, Gemina, Partecipazioni, Perugia, Santa Valeria, Schiapparelli, Sogene, Sopaf.

(43) Buitoni, Cotonificio Cantoni, Ciga Hotel, Florio Invest, Jolly Hotel, Perugia, R.O.L., Tecnomasio Italiano Brown Boveri.

(44) Attività Immobiliari, Interbanca, Mediobanca, Talco e Grafite Valchisone.

(45) Aturia, Finsider, Sogene.



Inoltre in 7 casi le società hanno ritenuto opportuno esercitare i diritti sanciti dall'art. 2441 c.c. (quinto ed ultimo comma) escludendo o limitando il diritto di opzione nell'interesse della società e/o offrendo in sottoscrizione ai dipendenti della società stessa azioni in quantità non superiore ad un quarto di quelle di nuova emissione.

In particolare in una fattispecie l'interesse della società ha trovato la sua configurazione nel rafforzamento della posizione nel mercato e quindi nella crescita dei volumi di vendita. Infatti a fronte della partecipazione, la società destinataria delle azioni emesse ha garantito sia l'esclusiva del proprio marchio per una linea di prodotti che una stretta collaborazione relativamente ai piani di marketing.

## 6.2. Operazioni di fusione

Nel corso del 1988 sono state deliberate 20 operazioni di fusione da parte di 24 società quotate in Borsa in quanto 4 società sono state incorporate in altre società quotate.

Il confronto con il 1987 mostra accanto ad una flessione del numero delle operazioni di fusione (da 36 nel 1987 a 20 nel 1988), un caso di incorporazione di una società quotata in una società non quotata, peraltro successivamente ammessa alla quotazione.

Con riferimento agli effetti che tali operazioni hanno prodotto sul capitale sociale delle società incorporanti, in 6 casi tale capitale è stato incrementato in quanto le società incorporande non erano, antecedentemente alla fusione, completamente partecipate dall'incorporante (4 casi) ovvero non lo erano affatto (2 casi).

In 3 casi le fusioni sono state orientate al raggiungimento di nuovi mercati, anche internazionali, attraverso la concentrazione delle attività: in 1 caso l'operazione si è inserita nell'ambito di un più vasto programma di ristrutturazione e di riorganizzazione relativo ad un intero settore; infine in 2 casi le fusioni sono state dirette ad ottenere l'acquisizione di cespiti delle incorporande.

Anche nel 1987 vi erano state 6 operazioni di fusione con aumento di capitale sociale, tuttavia la loro incidenza percentuale sul totale delle operazioni passa da circa il 17% a circa il 30% nel 1988. Pertanto risultano diminuiti percentualmente (-13%) i casi di fusione di società già partecipate al 100%, operazioni per la maggior parte motivate da esigenze di natura riorganizzativa.

Infatti considerando le motivazioni delle operazioni di fusione, si riscontra che nei casi in cui le società incorporande erano già possedute al 100% dalle incorporanti, le operazioni sono state finalizzate principalmente alla razionalizzazione, intesa come semplificazione od integrazione, dell'assetto strutturale del gruppo anche attraverso economie di scala, ottimizzazione dell'offerta, stabilizzazione della redditività (14 casi).

### 6.3. Modifica dell'oggetto sociale

L'esame delle delibere riguardanti la modifica dell'oggetto sociale (7 casi) mostra che:

- in 3 casi le società hanno ampliato il proprio oggetto sociale;
- in 2 casi hanno modificato sostanzialmente la loro attività in un'ottica di ristrutturazione del gruppo di appartenenza;
- in 1 caso è stata soppressa una delle attività sociali;
- in 1 caso è stata modificata esclusivamente la descrizione dell'oggetto sociale lasciando però invariata la sostanza.

### 7. Informativa concernente le partecipazioni rilevanti in società con azioni quotate in Borsa o ammesse alle negoziazioni nel Mercato Ristretto

L'art. 1/5 della legge n. 216 del 1974 disciplina gli obblighi di informativa connessi al possesso di una partecipazione sociale rilevante in (o di) società con azioni quotate in Borsa o ammesse alle negoziazioni nel Mercato Ristretto.

La norma, di non facile interpretazione, è stata oggetto di attenta considerazione alla luce della rilevanza che essa assume nel perseguimento dell'obiettivo della trasparenza della proprietà azionaria.

Tale aspetto è stato considerato con particolare riferimento all'individuazione dei soggetti attivi e passivi considerati dalla disposizione, alla luce delle varie possibili situazioni che la realtà prospetta.

L'art. 1/5 infatti, al primo comma, prevede due distinti obblighi di comunicazione: l'uno, indirizzato a tutti coloro che partecipano in una società con azioni quotate in Borsa o ammesse alle negoziazioni nel Mercato Ristretto, in misura superiore al 2% del capitale di questa; l'altro, indirizzato alle società con azioni quotate in Borsa o ammesse alle negoziazioni nel Mercato Ristretto che partecipano in una società le cui azioni non sono quotate in Borsa o ammesse alle negoziazioni nel Mercato Ristretto o in una società a responsabilità limitata in misura superiore al 10% del capitale di questa.

A tale proposito, la Consob ha precisato che l'art. 1/5, nel riferirsi alle azioni quotate, intende esclusivamente quelle quotate nella Borsa italiana; ne discende che, ai sensi del primo dei due obblighi sopra evidenziati, soggetto alla comunicazione è chiunque partecipi al capitale di una società con azioni quotate in Borsa in Italia o ammesse alle negoziazioni nel Mercato Ristretto italiano in misura superiore al 2% del capitale; queste ultime invece, ossia solo le società con azioni quotate in Borsa in Italia o ammesse alle negoziazioni nel Mercato Ristretto italiano, sono soggette anche al secondo dei due obblighi sopra individuati, e quindi sono tenute a comunicare anche la partecipazione in una società estera (con azioni quotate o non quotate), se, ovviamente, la partecipazione sia superiore al 10% del capitale di questa.

Particolare rilevanza, come già illustrato nella precedente Relazione annuale (46), ha poi rivestito l'interpretazione del secondo comma della norma, relativamente alla possibilità di applicare la disposizione alla persona fisica o all'ente non societario che partecipi al capitale di una società con azioni quotate in Borsa (o ammesse alle negoziazioni nel Mercato Ristretto) in misura rilevante, per il tramite di una società controllata; il problema infatti investiva l'estensibilità della nozione di controllo quale prevista dall'art. 2359 c.c. al rapporto tra società e persona fisica o ente non societario.

La Consob, anche alla luce di un parere espresso in merito dalla Presidenza del Consiglio, ha ritenuto possibile adottare, sulla base di argomenti letterali, sistematici, storici e logici, l'interpretazione estensiva, concludendo per l'assoggettabilità alla norma della persona fisica e dell'ente non societario nella fattispecie sopra prospettata.

La disposizione, tra l'altro, presenta ulteriori, rilevanti difficoltà interpretative: si pensi al problema concernente la fissazione degli elementi di calcolo per determinare le percentuali di rilevanza; come noto, il secondo comma dell'art. 1/5 prevede che «Ai fini del calcolo della partecipazione di cui al comma precedente, per capitale della società si intende quello sottoscritto. Agli stessi fini la partecipazione di ciascun socio è determinata senza tenere conto delle azioni prive del diritto di voto, ... ». Il riferimento al capitale sottoscritto, in una interpretazione meramente letterale, induce ad assumere come termine di riferimento l'intero capitale sociale, indipendentemente dalle categorie di azioni nelle quali è suddiviso. Sulla base di tale interpretazione, l'eventuale presenza di azioni di risparmio comporta particolari conseguenze, individuabili principalmente nel fatto che ai fini del sorgere dell'obbligo di comunicazione, si rende necessaria una quantità numerica maggiore di azioni con diritto di voto, peraltro «variabile» in funzione della composizione del capitale sociale (50% azioni ordinarie e 50% di risparmio, ovvero 60% e 30%, e così via).

Inoltre, come già evidenziato nelle precedenti Relazioni annuali, la norma non permette alla Commissione di conoscere tempestivamente i passaggi di proprietà delle partecipazioni rilevanti, stante il termine di 30 giorni previsto per la comunicazione obbligatoria. Peraltro, il disegno di legge Berlanda, relativo alla «Disciplina delle offerte pubbliche di azioni e obbligazioni», nel testo approvato dal Senato il 15 giugno 1988, prevede all'art. 12 la sostituzione del primo comma dell'art. 1/5, innalzando la soglia minima di rilevanza al 4%, e prevedendo che la comunicazione sia fatta «entro 48 ore dall'operazione a seguito della quale la partecipazione ha superato il detto limite percentuale». Il testo, nella sua nuova formulazione, permetterebbe alla Commissione di conoscere tempestivamente utili informazioni circa la composizione dell'azionariato, mettendo altresì la stessa in condizione di rendere note al

---

(46) Cfr. Relazione per l'anno 1987, pag. 103.

mercato tali notizie ai sensi dell'ultima parte dell'art. 12, ove si prevede che «La Consob deve dare immediata pubblica notizia delle comunicazioni ricevute».

Del resto, la Commissione, particolarmente sensibile a tale ultima problematica, ha cercato nel corso del 1988 di sopperire alla carenza legislativa richiedendo ai soggetti interessati di informare a mezzo stampa il mercato delle variazioni nella composizione dell'azionariato delle società con azioni quotate.

Occorre infine considerare che l'intera materia disciplinata dalla norma *de qua* dovrà essere oggetto di considerazione in sede di recepimento della direttiva CEE 88/627 del 12.12.1988 relativa alle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto e della cessione di una partecipazione importante in una società quotata in Borsa (47).

Gli aspetti interpretativi rappresentati sono stati oggetto di attenzione anche al fine di pervenire ad una revisione dei modelli [emanati con delibera n. 1796 del 18 settembre 1985 (48)] che, alla luce degli innumerevoli «casi pratici» presentatisi nel corso degli anni, si è dimostrata sempre più necessaria: tale revisione dovrebbe essere condotta a termine nel corso del 1989. Nel frattempo la Consob, mediante frequenti contatti ed incontri di natura informale, ha cercato di fornire i chiarimenti necessari per una corretta compilazione dei modelli.

Infine, si è sistematicamente proceduto ad accertare gli eventuali inadempimenti agli obblighi, mediante il raffronto tra comunicazioni ricevute ai sensi dell'art. 1/5 e altra documentazione agli atti della Consob.

---

(47) Per un'analisi del contenuto della direttiva v. capitolo «Attività Internazionale».

(48) Vedi Bollettino Consob n. 4-5, luglio-ottobre 1986.

## Capitolo V

### ATTIVITÀ DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE ISCRITTE NELL'ALBO SPECIALE

#### 1. Principali provvedimenti adottati e linee direttrici in materia di controllo contabile e certificazione dei bilanci

Nel corso del 1988 l'attività della Consob in materia di revisione e certificazione dei bilanci è stata caratterizzata dall'approfondimento di alcuni temi di carattere generale nonché dall'emanazione di alcune comunicazioni rese necessarie per risolvere questioni interpretative o per fornire indirizzi di carattere generale alle Società di revisione.

Frequenti sono stati anche gli incontri con rappresentanti di numerose Società di revisione al fine di acquisire elementi di valutazione circa i lavori svolti sui bilanci di Società quotate, ritenuti utili nel corso dell'istruttoria svolta dalla Commissione per individuare eventuali azioni di impugnativa dei bilanci ai sensi dell'art. 6 del d.p.r. 31.3.1975, n. 136.

##### 1.1. *Questioni interpretative*

Nelle relazioni annuali precedenti (49) è stata ampiamente illustrata la particolare attenzione rivolta dalla Commissione alla prosecuzione del processo di concentrazione tra società di revisione, nonché alla questione connessa, in occasione di fusioni per incorporazione o cessioni d'azienda, al trasferimento o meno *ipso iure* alla società incorporante o acquirente dei contratti di revisione stipulati dalla società incorporata o alienante (50).

---

(49) Vedi Relazione per l'anno 1986, cap. IV, par. 5 e Relazione per l'anno 1987, cap. V, par. 5.

(50) Vedi Relazione per l'anno 1985, cap. V, par. 1.2.

Nel corso degli incontri del Comitato Ristretto Consob Assirevi, è stata più volte affrontata la questione interpretativa circa le modalità di applicazione del disposto del quarto comma dell'art. 2 del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136, concernente la durata dell'incarico di revisione e certificazione. In particolare se, in ipotesi di fusioni o alienazioni tra Società di revisione, gli incarichi di revisione e certificazione precedentemente conferiti debbano proseguire in capo alla società incorporante o acquirente senza che ciò comporti un effetto interruttivo del computo del periodo di 9 anni previsto dal citato art. 2, quarto comma. Analogo problema interpretativo è sorto circa le modalità di applicazione della richiamata norma in seguito a fusioni per incorporazione o cessioni d'azienda che coinvolgono società assoggettate agli obblighi di revisione e certificazione legale.

Tali questioni sono state risolte dalla Commissione con la comunicazione n. 88/10121 del 30 marzo 1988 (51), che è valsa a fornire alle società interessate un punto di riferimento nell'applicazione della disciplina dettata dal richiamato d.p.r. n. 136 del 1975.

In relazione alla prima fattispecie, la Commissione ha precisato che — a seguito di fusione — per unione o per incorporazione — nonché di alienazione d'azienda tra Società di revisione, gli incarichi di certificazione legale precedentemente conferiti proseguono *ipso iure* e che, di conseguenza, dalle operazioni di cui sopra non discende alcun effetto interruttivo del computo dei 9 anni di cui al predetto quarto comma dell'art. 2 del d.p.r. 31.3.1975, n. 136.

Resta ferma peraltro, in ipotesi di cessione d'azienda, ai sensi dell'art. 2558 c.c., secondo comma, la possibilità di recesso per giusta causa da parte della società assoggettata a revisione.

Si è, altresì, chiarito che, se da un lato la prosecuzione del rapporto di revisione non necessita di alcuna approvazione mediante deliberazione assembleare, peraltro, è fatto comunque obbligo — ai soggetti interessati — di accertare l'insussistenza di cause di incompatibilità di cui all'art. 3 del d.p.r. 31.3.1975, n. 136, secondo le modalità indicate nella comunicazione Consob n. 87/030074 del 2.3.1987.

In merito infine alla fattispecie risultante dalle fusioni o cessioni d'azienda che coinvolgono società assoggettate agli obblighi di revisione e certificazione legale, la Commissione ha stabilito quanto segue:

a) nel caso di acquisto o cessione di azienda da parte di società obbligata a certificazione legale nessuna interruzione dei termini di cui all'art. 2, quarto comma, è ipotizzabile. Analogamente nel caso di fusione da parte della società sottoposta a revisione per incorporazione di altra società non si pongono problemi applicativi;

---

(51) Vedi Bollettino Consob n. 3, marzo 1988.

b) nel caso invece in cui la società sottoposta a revisione si estingua a seguito di fusione per incorporazione o per unione vengono meno le scritture contabili della società estinta e pertanto l'oggetto stesso del contratto di revisione. Quindi il contratto di revisione stipulato dalla società estinta non è in alcun modo collegato con l'eventuale contratto di revisione stipulato dalla società incorporante, o nata dalla fusione, e la durata dello stesso decorre indipendentemente dalla durata del primo.

Nel 1988 la Commissione ha avuto modo di esprimersi circa il caso di una Società di revisione la quale ha fatto presente di voler sospendere *ex art. 1460 c.c.* le proprie prestazioni nei confronti di una società cliente assoggettata all'obbligo della certificazione legale, in quanto quest'ultima non aveva provveduto a pagare il corrispettivo pattuito.

Al riguardo la Commissione non ha ritenuto applicabile la citata norma di diritto comune, invocata dalla Società di revisione, stante la specialità della disciplina ricavabile dall'interpretazione sistematica del d.p.r. 31.3.1975, n. 136. Tale disciplina, infatti, ha inteso assicurare — per le società soggette all'obbligo legale di certificazione — la continuità del controllo contabile, fatti salvi, ovviamente, gli altri strumenti giuridici previsti dalla normativa vigente per la tutela degli interessi contrattuali.

Nel corso dell'anno, infine, una Società di revisione iscritta all'Albo Speciale ha formulato alla Commissione i seguenti quesiti:

— possibilità di accettare l'incarico di far parte di un collegio di periti nominati da un Tribunale Penale per eseguire una perizia contabile su 3 compagnie di assicurazione poste in liquidazione coatta amministrativa;

— ammissibilità di un rapporto di consulenza con un professore universitario, compatibilità di tale rapporto e possibilità per il consulente di firmare le relazioni di certificazione di bilancio congiuntamente ad un socio della Società di revisione in possesso dei requisiti di legge.

In relazione al primo quesito, la Commissione ha ritenuto (52) che nel caso di specie lo svolgimento delle perizie contabili fosse compatibile con l'attività di revisione di cui all'art. 8, secondo comma, punto 1, del d.p.r. n. 136 del 1975 solo a condizione dell'affidamento dello stesso direttamente alla Società di revisione, nella persona di propri soci o dipendenti personalmente individuati.

Per quanto riguarda il secondo quesito, la Commissione ha precisato (53) che l'interpretazione letterale dell'art. 8, settimo comma, del d.p.r. n. 136 del 1975, non impedisce che dipendenti dello Stato o di Enti pubblici possano svolgere attività di consulenza presso una

---

(52) Vedi Bollettino Consob n. 4, aprile 1988.

(53) Vedi Bollettino Consob n. 5, maggio 1988.

Società di revisione e che, comunque, la compatibilità della posizione di professore universitario con la prestazione di consulenza non può essere valutata dalla Commissione. Infine la Commissione ha ribadito che l'attività di consulenza esclude la possibilità di firma delle relazioni di certificazione.

#### 1.2. Comunicazioni di carattere generale da parte della Consob

Come illustrato nelle relazioni precedenti (54), la Consob, in occasione dell'approvazione dei conferimenti di incarico di certificazione, ha rilevato frequentemente delle carenze nella predisposizione delle proposte di servizi professionali ed è intervenuta presso le Società di revisione interessate per richiedere integrazioni in ordine ai contenuti delle proposte medesime.

Al fine di evitare il ripetersi di tale fenomeno e per rendere omogenee tra di loro le proposte formulate dalle Società di revisione, consentendo quindi alle società conferenti di poter meglio confrontare tra di loro le diverse offerte, la Commissione ha richiesto con la comunicazione n. 88/24291 del 14 luglio 1988 (55) alle Società di revisione l'adozione di un modello uniforme di proposta.

Peraltro, con la predetta comunicazione la Commissione ha ritenuto opportuno indicare solo uno schema generale di proposta ed il contenuto minimo della stessa, lasciando alle singole Società di revisione la possibilità di ampliare il contenuto del modello stesso con le integrazioni ritenute necessarie, in considerazione dell'elevato contenuto professionale che caratterizza l'operato delle società di revisione.

Nel corso dell'anno in esame, infine, la Commissione ha predisposto la comunicazione n. 88/26791 del 4 agosto 1988 (56) a parziale modifica ed integrazione delle precedenti richieste riassunte nelle comunicazioni n. 87/08909 del 25.5.1987 (57) e n. 87/21275 del 23.11.1987 (58).

Con tale comunicazione, si è inteso agevolare sia il lavoro di raccolta e trasmissione da parte delle Società di revisione della documentazione richiesta, ai sensi dell'art. 10, secondo comma, punto a) del d.p.r. n. 136 del 1975, sia il riscontro da parte della Commissione. Inoltre, si è provveduto al meglio specificare le comunicazioni relative agli scostamenti più rilevanti tra le ore preventivate e le ore prestate.

---

(54) Vedi Relazione per l'anno 1984, cap. IV, par. 2.1.; Relazione per l'anno 1985, cap. V, par. 2.1.; Relazione per l'anno 1986, cap. IV, par. 2.1. e Relazione per l'anno 1987, cap. V, par. 2.1.

(55) Vedi Bollettino Consob n. 7, luglio 1988.

(56) Vedi Bollettino Consob n. 8, agosto 1988.

(57) Vedi Bollettino Consob n. 5, maggio 1987.

(58) Vedi Bollettino Consob n. 11, novembre 1987.



## 2. Incarichi di revisione e certificazione

### 2.1. Incarichi conferiti da società con azioni quotate in Borsa

Nel corso dell'anno la Commissione ha approvato 117 incarichi di revisione e certificazione (v. Tavola a/V/1), conferiti da un pari numero di società quotate, così suddivisi:

— 56 incarichi relativi al secondo triennio di certificazione, di cui 48 conferiti alla medesima Società di revisione, 7 a società diversa da quella scelta per il triennio precedente e 1 confermato *in joint* a due Società di revisione;

— 60 incarichi relativi al terzo triennio di certificazione, di cui 55 confermati alla medesima Società di revisione e 5 conferiti a società diversa;

— 1 incarico relativo al quarto triennio di certificazione, conferito ovviamente a società diversa da quella scelta per il precedente triennio, in quanto con la certificazione del bilancio al 31.12.1988, per la società interessata sono venuti a scadere i 9 anni di incarico continuativo alla medesima società di revisione, di cui all'art. 2, quarto comma del d.p.r. n. 136 del 1975.

Come per il passato (59) le deliberazioni di conferimenti a società diverse sono da collegarsi essenzialmente all'esigenza di conferire l'incarico di certificazione a Società di revisione che già è stata incaricata da società facenti parte dello stesso gruppo.

In sede di rinnovo, come illustrato nelle Relazioni annuali precedenti (60), le società interessate hanno seguito la procedura individuata dalla Commissione con comunicazione del novembre 1983 (61), che ha avuto lo scopo di evitare alle società l'onere della convocazione di due distinte assemblee: l'una per deliberare il rinnovo dell'incarico di revisione e l'altra per l'approvazione del bilancio. La Commissione ha comunque ritenuto necessario precisare, con la comunicazione n. 88/10121 del 30 marzo 1988 (62), che tale procedura non è applicabile per la deliberazione del conferimento successivo al periodo di nove esercizi certificati, ai sensi di legge, dalla stessa società di revisione. Ciò al fine di consentire alle Società di revisione di programmare il proprio ottimale dimensionamento ed alla Commissione di esperire al meglio le verifiche di cui al sesto comma dell'art. 2 del d.p.r. n. 136 del 1975.

Nel corso dell'anno, così come verificatosi negli anni precedenti, la Commissione ha richiesto ad alcune Società di revisione l'integrazione dei contenuti della proposta di servizi

---

(59) Vedi Relazione per l'anno 1986, cap. IV, par. 2.1. e Relazione per l'anno 1987, cap. V, par. 2.1.

(60) Vedi Relazione per l'anno 1985, cap. V, par. 2.1.; Relazione per l'anno 1986, cap. IV, par. 2.1. e Relazione per l'anno 1987, cap. V, par. 2.1.

(61) Comunicazione n. 83/13346 del 2 novembre 1983, pubblicata in Documentazione a rilevanza esterna, anno 1983.

(62) Vedi Bollettino Consob n. 3, marzo 1988.

professionali e ad alcune società conferenti l'integrazione dell'informativa fornita dagli amministratori in occasione dell'assemblea riunita per deliberare sul conferimento.

Le richieste di integrazioni ai contenuti delle offerte di servizi professionali hanno riguardato esclusivamente proposte formulate in epoca antecedente alla comunicazione n. 88/24291 del 14 luglio 1988 (63).

In relazione alle modalità di conferimento dell'incarico di revisione e certificazione legale, solamente 15 società conferenti non si sono attenute alla raccomandazione della Commissione, formulata con la comunicazione n. 87/02996 del 27 febbraio 1987 (64), relativa all'acquisizione di una pluralità di proposte di servizi professionali (65).

Nell'anno in esame, infine, si è rilevato che 13 società con azioni quotate in Borsa hanno trasmesso la delibera di conferimento dell'incarico di revisione e certificazione in ritardo rispetto al termine di cui all'art. 2, sesto comma del d.p.r. n. 136/75. Poichè la normativa non prevede alcuna sanzione in merito, la Commissione si è limitata ad evidenziare il ritardo medesimo, nonchè ad invitare le società interessate al rispetto, nel futuro, dei termini di legge.

## *2.2. Incarichi conferiti da imprese editoriali*

Nel corso dell'anno la Commissione ha approvato 19 conferimenti di incarico di revisione e certificazione dei bilanci, deliberati da altrettante imprese editoriali nei cui confronti si sono verificati i presupposti indicati dalle leggi sull'editoria (legge n. 416 del 1981, d.p.r. n. 73 del 1983, legge n. 37 del 1983, legge n. 67 del 1987) per l'assoggettabilità agli obblighi della certificazione legale (v. Tavola a/V/2).

Inoltre, per l'approssimarsi della scadenza dei rispettivi trienni di certificazione, 3 società hanno provveduto a deliberare il primo rinnovo e 5 il secondo.

Nell'anno in esame la Commissione ha considerato irricevibile la documentazione relativa al conferimento di due incarichi di revisione e certificazione poichè la delibera assembleare non era stata assunta nel rispetto della normativa di cui al d.p.r. n. 136 del 1975, art. 2, quinto comma, in quanto priva della determinazione del corrispettivo spettante alla Società di revisione, nonchè della sua variabilità secondo i criteri fissati dalla Consob con delibera n. 805 del 9 dicembre 1980 (66).

Le società editoriali interessate hanno provveduto ad un nuovo conferimento dell'incarico di revisione e certificazione dei propri bilanci nel corso di una successiva assemblea conferimenti approvati dalla Commissione nell'anno di riferimento.

(63) Vedi Bollettino Consob n. 7, luglio 1988.

(64) Pubblicata sul Bollettino Consob n. 2, febbraio 1987.

(65) Per quanto riguarda le motivazioni e gli obiettivi di tale comunicazione, vedi Relazione per l'anno 1986, cap. IV, par. 1 e Relazione per l'anno 1987, cap. V, par. 2.1.

(66) Pubblicata in Consob, Raccolta delibere, anno 1980.

La Commissione ha richiamato, nel corso dell'anno, l'attenzione di 4 società sul rispetto dei termini di inoltro della delibera assembleare di conferimento, previsti dal sesto comma dell'art. 2 del d.p.r. n. 136 del 1975.

Infine, relativamente all'osservanza delle richieste e raccomandazioni contenute nella richiamata comunicazione n. 87/02996 del 27 febbraio 1987 (67), la Commissione ha rilevato che solo 4 società hanno acquisito una pluralità di proposte di servizi professionali.

### 2.3. Incarichi conferiti a seguito di assoggettamento alle disposizioni del d.p.r. n. 136 del 1975 in applicazione dell'art. 1/18-quater della legge n. 216 del 1974

Come già indicato nelle relazioni precedenti (68), la Commissione ha disposto, in applicazione dell'art. 1/18-quater della legge 7 giugno 1974, n. 216, l'assoggettamento in via generale all'obbligo di revisione e certificazione del bilancio ex d.p.r. n. 136 del 1975 per tutti i soggetti che effettuino sollecitazioni del pubblico risparmio, compresi quelli che svolgono attività, anche di carattere promozionale, svolte in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento (69).

Nella Relazione sul 1987 (70), è stato ampiamente illustrato che la Commissione, con comunicazione n. 87/07150 del 29 aprile 1987 (71), ha modificato la prassi seguita fino ai primi mesi del 1987 di approvare gli incarichi contestualmente al deposito dei prospetti informativi, deliberando di attenersi ai termini fissati dal già richiamato art. 2, sesto comma, del d.p.r. n. 136 del 1975. Ciò sia per quanto attiene alla trasmissione alla Commissione della delibera di conferimento dell'incarico, sia in relazione all'approvazione dell'incarico medesimo da parte della Commissione.

Nella stessa comunicazione, infine, la Commissione ha precisato che, nel caso in cui non intervenga la pubblicazione del prospetto informativo, l'incarico potrà continuare ad esplicare efficacia su base volontaria ovvero essere revocato, ai sensi del citato art. 2 del d.p.r. n. 136 del 1975, per il venir meno del presupposto del conferimento stesso.

Nel corso dell'anno, l'approvazione da parte della Commissione degli incarichi di revisione e certificazione conferiti da società che effettuano sollecitazioni del pubblico risparmio ha riguardato 61 casi di primo conferimento e 56 casi di rinnovo per sopravvenuta scadenza del triennio (v. Tavola a/V/3 e Tavola a/V/3a).

(67) Vedi precedente par. 2.1.

(68) Vedi Relazione per l'anno 1984, cap. IV, par. 2.3.; Relazione per l'anno 1985, cap. V, par. 2.3.; Relazione per l'anno 1986, cap. IV, par. 2.3.; Relazione per l'anno 1987, cap. V, par. 2.3.

(69) Vedi Delibera n. 1739 del 10 luglio 1985, pubblicata sul Bollettino Consob n. 4-5, luglio-ottobre 1985.

(70) Vedi Relazione sul 1987, cap. V, par. 2.3.

(71) Vedi Bollettino Consob n. 4, aprile 1987.

Di questi ultimi, 2 hanno variato la società di revisione sulla base della necessità di unificare in capo ad un'unica società l'attività di certificazione dei bilanci delle società del gruppo, mentre gli azionisti di una società hanno conferito l'incarico a società diversa da quella proposta dal Consiglio di Amministrazione.

Nell'anno in esame la Commissione ha preso atto che per 28 società sono venuti meno i presupposti per la certificazione legale dei rispettivi bilanci e che 14 di queste hanno deciso di proseguire a titolo volontario l'incarico.

In merito all'osservanza della richiamata comunicazione n. 87/02996 del 27 febbraio 1987 (72), solamente 43 società, delle 117 che hanno conferito l'incarico di revisione e certificazione, hanno acquisito una pluralità di proposte di servizi professionali.

Nel corso dell'anno, la Commissione ha ritenuto di considerare irricevibile la documentazione relativa al conferimento di 14 incarichi di revisione e certificazione con le seguenti motivazioni:

— 7 società non erano in possesso del decreto di conferma dell'autorizzazione ad esercitare la propria attività, rilasciato dal Ministero dell'Industria, ai sensi della legge 23 novembre 1939, n. 1966 a seguito dell'intervenuto cambiamento della denominazione sociale;

— 5 società non avevano assunto la delibera di conferimento nel rispetto della normativa di cui al d.p.r. n. 136 del 1975, art. 2, quinto comma, in quanto priva della determinazione del corrispettivo spettante alla Società di revisione, nonché della sua variabilità secondo i criteri fissati dalla Consob con delibera n. 805 del dicembre 1980 (73);

— 1 società aveva deliberato il conferimento dell'incarico con decorrenza dall'esercizio 1987, anno per il quale l'incarico stesso risultava già espletato;

— 1 società era costituita in forma di società a responsabilità limitata e quindi non in possesso del requisito di cui all'art. 1, terzo comma, del Regolamento Consob emanato con delibera n. 1739 del 10 luglio 1985 (74).

Dei suddetti 14 incarichi, 5 sono stati nuovamente conferiti con apposita assemblea e regolarmente approvati dalla Commissione nel corso dell'anno 1988.

In relazione all'attività istruttoria ed agli interventi effettuati dalla Commissione sul contenuto delle proposte di servizi professionali formulate dalle Società di revisione, nonché delle delibere assembleari assunte dalle società conferenti, si rimanda a quanto già illustrato nei paragrafi precedenti (75).

---

(72) Vedi Bollettino Consob n. 2, febbraio 1987.

(73) Pubblicata in Consob, Raccolta delibere, anno 1980.

(74) Vedi Bollettino Consob n. 4-5, luglio-ottobre 1985.

(75) Vedi precedenti par. 2.1. e par. 2.2.

La Commissione, infine, ha provveduto a richiamare l'attenzione di 5 società sul rispetto dei termini di inoltro della delibera assembleare di conferimento, previsti dal richiamato d.p.r. n. 136 del 1975, art. 2, sesto comma.

Per quanto concerne gli incarichi conferiti da società di gestione di fondi comuni di investimento mobiliare e le verifiche in materia attivate dalla Commissione, si rimanda alle relazioni precedenti (76).

#### *2.4. Incarichi conferiti da società che intendono richiedere l'ammissione in Borsa dei propri titoli azionari*

La Commissione ha provveduto ad approvare 5 conferimenti dell'incarico di revisione e certificazione dei bilanci, deliberati da un pari numero di società intenzionate a richiedere l'ammissione in Borsa dei propri titoli azionari (v. Tavola a/V/4).

Alla data del 31 dicembre 1988 era ancora in atto il procedimento istruttorio.

In relazione all'osservanza della richiamata comunicazione n. 87/02996 del 27 febbraio 1987 (77), una sola società ha provveduto ad acquisire una pluralità di proposte di servizi professionali.

### **3. Designazione di società di revisione ai sensi della legge n. 649 del 1983**

Nell'anno in esame si sono determinati 5 casi di rinnovo, da parte della Commissione, di designazione delle Società di revisione incaricate di redigere la relazione di stima ex legge 5 novembre 1983, n. 649 (v. Tavola a/V/5).

Di questi, 3 sono connessi ad operazioni di collocamento in Italia di quote di fondi comuni esteri di investimento mobiliare e 2 relativi ad operazioni di associazione in partecipazione non aventi scadenza predeterminata.

Inoltre, per un'operazione di associazione in partecipazione, a seguito dell'avvenuto trasferimento del complesso aziendale dalla Società di revisione già incaricata ad altra Società iscritta nell'Albo Speciale, la Commissione ha provveduto a designare la Società di revisione cessionaria. Le Società di revisione interessate a tali modifiche strutturali sono state la CER-TA REVISIONI S.a.s. (cedente) e la ITALAUDIT S.p.A. (cessionaria).

In relazione alle raccomandazioni contenute nella comunicazione n. 87/05221 dell'1° aprile 1987 (78) in ordine alle modalità di redazione della relazione di stima, si è rilevato che le Società di revisione si sono attenute al modello uniforme indicato a titolo esemplificativo dalla Commissione ed altresì recepito dall'Assirevi.

(76) Vedi Relazione sul 1984, cap. IV, par. 2.4. e Relazione sul 1987, cap. V, par. 2.4.

(77) Vedi Bollettino Consob n. 2, febbraio 1987.

(78) Vedi Bollettino Consob n. 4, aprile 1987.

#### 4. Esame di idoneità ex art. 13 del d.p.r. n. 136 del 1975

La sessione annuale dell'esame di idoneità previsto dall'art. 13 del d.p.r. n. 136 del 1975, indetta con delibera n. 3239 del 26 gennaio 1988 (79), si è tenuta nel periodo ottobre-dicembre ed è stata espletata secondo le modalità ed i criteri già seguiti negli anni precedenti.

Le domande di partecipazione sono state 99, di cui 4 non sono state accolte in quanto 2 candidati avevano conseguito l'iscrizione all'Albo dei Dottori Commercialisti in data successiva al termine ultimo di presentazione della domanda, mentre gli altri 2 risultavano privi dei requisiti previsti dall'art. 1, punto 2, della citata delibera Consob n. 3239 del 26 gennaio 1988.

Su 95 candidati ammessi a sostenere le due prove scritte, 52 candidati hanno sostenuto la prima e 46 la seconda.

La prova orale, alla quale erano stati ammessi 6 candidati, è stata superata da 5 candidati, per i quali la prescritta delibera di idoneità è stata emessa nel mese di febbraio 1989 (80).

#### 5. Albo Speciale delle società di revisione

Nel corso del 1988 è intervenuta una sola nuova iscrizione nell'Albo Speciale concernente la SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE - ORGANIZZAZIONE E CERTIFICAZIONE CONTABILE di MARCO BUSALINI & C. S.a.s., con sede in Milano (81), mentre è stata disposta la cancellazione della CERTA REVISIONI S.a.s. di GIANCARLO MORO VISCONTI & C., con sede in Milano (82), e della KMG FIDES CERTIFICAZIONE di H. GLOGG & C. S.a.s., con sede in Milano (83).

I provvedimenti di cancellazione sono stati assunti a seguito dell'intervenuta fusione per incorporazione della CERTA REVISIONI S.a.s. nella ITALAUDIT S.p.A. SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE, con sede in Milano, e della KMG FIDES CERTIFICAZIONE S.a.s. nella PEAT MARWICK MITCHELL S.n.c. di GIUSEPPE ANGIOLINI, GIORGIO LOLI e C., con sede in Milano.

Pertanto, a fine anno risultano iscritte nell'Albo Speciale 23 Società di revisione (v. Tavola a/V/6).

In relazione al processo di progressiva concentrazione in corso ed alle ipotesi sull'origine ed il proliferare dello stesso, si rinvia a quanto già illustrato nella Relazione sul 1986 (84).

(79) Vedi Bollettino Consob n. 1, gennaio 1988 e Gazzetta Ufficiale n. 14, 4<sup>a</sup> Serie Speciale del 19 febbraio 1988.

(80) Vedi delibera n. 3921 del 22.2.1989, pubblicata sul Bollettino Consob n. 2, febbraio 1989.

(81) Vedi delibera n. 3718 del 18.10.1988, pubblicata sul Bollettino Consob n. 10, ottobre 1988.

(82) Vedi delibera n. 3269 del 23.2.1988, pubblicata sul Bollettino Consob n. 2, febbraio 1988.

(83) Vedi delibera n. 3754 del 15.11.1988, pubblicata sul Bollettino Consob n. 11, novembre 1988.

(84) Vedi Relazione per l'anno 1986, cap. IV, par. 5.

Nell'anno in esame la Commissione ha provveduto ad effettuare alcuni aggiornamenti dell'Albo in ordine ad intervenute modifiche della forma giuridica e/o della ragione sociale di Società di revisione. Tali provvedimenti sono stati assunti previa verifica dell'avvenuta emanazione del decreto del Ministro dell'Industria, confermativo dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività di revisione, a suo tempo rilasciata ai sensi della legge 23 novembre 1939, n. 1966 e del r.d. 22 aprile 1940, n. 531 (85) ed hanno riguardato le sottoindicate società:

a) ORGA REVISIONI S.a.s. di ANDREA TREVESE e C., con sede in Milano (86) (già iscritta come ORGA REVISIONI S.a.s. di ANDREA TREVESE, MARIO AMENTA, GIANCARLO PAGLIARINI, RENATO VERCELLONI e C., con sede in Milano);

b) PEAT MARWICK MITCHELL S.n.c. di GIUSEPPE ANGIOLINI, GIORGIO LOLI e C., con sede in Milano (87) (già iscritta come PEAT, MARWICK, MITCHELL & Co., con sede in Londra, per la stabile organizzazione italiana in Milano).

Nell'esercizio dei poteri di cui all'art. 8, terzo comma, lettera c), del d.p.r. n. 136 del 1975, la Commissione, su richiesta di una Società di revisione iscritta all'Albo Speciale per un proprio nuovo socio accomandatario, ha riconosciuto equipollente l'iscrizione all'Institute of Chartered Accountants of Scotland all'iscrizione negli albi professionali italiani.

Contestualmente, sempre in relazione ad esplicita richiesta formulata dalla medesima Società di revisione, la Commissione ha accertato e riconosciuto al nuovo socio il possesso dei requisiti necessari per la sottoscrizione delle relazioni di certificazione, emesse ai sensi dell'art. 4 del citato d.p.r. n. 136 del 1975.

#### 6. Relazione di certificazione ex art. 4 d.p.r. n. 136 del 1975

Anche nell'anno 1988 è stata effettuata un'indagine sulle relazioni di certificazioni relative a società con azioni quotate in Borsa: hanno costituito oggetto di rilevazione statistica 234 documenti finali.

In 75 casi la relazione di certificazione non riportava alcun rilievo, mentre le rimanenti relazioni hanno presentato un terzo paragrafo contenente commenti, relativi a rilievi, riserve, eccezioni o informativa di bilancio.

Circa un terzo dei predetti commenti sono connessi alle problematiche dell'interferenza fiscale, originata dalla necessità di usufruire di benefici fiscali altrimenti non ottenibili. Nella maggioranza dei casi i revisori hanno evidenziato l'iscrizione in bilancio, in aggiunta agli ammortamenti ordinari, di ammortamenti anticipati. In altri casi è stato riscontrato l'accanto-

(85) Vedi Relazione per l'anno 1987, cap. V, par. 5.

(86) Vedi delibera n. 3670 del 20.9.1988, pubblicata sul Bollettino Consob n. 9, settembre 1988.

(87) Vedi delibera n. 3677 del 27.9.1988, pubblicata sul Bollettino Consob n. 9, settembre 1988.

namento in un apposito fondo del passivo, anzichè l'accreditamento a conto economico, di plusvalenze realizzate a seguito di alienazioni di cespiti o partecipazioni, nonchè la contabilizzazione, tra le poste del patrimonio netto, di contributi ricevuti dallo Stato; infine in alcuni casi le società hanno adottato tecniche contabili tese al conseguimento di benefici fiscali.

Va segnalato che nella quasi totalità dei casi i revisori nell'evidenziare l'entità dei fenomeni, hanno altresì quantificato l'importo al netto dell'effetto fiscale, con riferimento sia al risultato d'esercizio di periodo sia al patrimonio netto.

Inoltre in alcune relazioni di certificazione è stato riportato un rilievo concernente la valutazione delle partecipazioni. In via generale i revisori hanno descritto il criterio di valutazione adottato, mentre in alcuni casi è stato fatto rinvio a quanto riportato dagli amministratori nella propria relazione. In altri casi è stata quantificata la differenza tra la valutazione adottata dalla società e la valutazione effettuata secondo corretti principi contabili, mentre in un caso è stato riportato il valore del patrimonio netto e del risultato d'esercizio a livello consolidato.

Sempre in tema di valutazione delle partecipazioni e in relazione alla crescente funzione informativa che il bilancio consolidato va assumendo, i revisori hanno spesso fatto riferimento al bilancio consolidato, mentre in altri casi è stata segnalata l'assenza del medesimo per evidenziarne principalmente la mancata predisposizione o la non disponibilità dello stesso in occasione dell'assemblea degli azionisti.

In alcuni casi è stata rilevata una deviazione dai corretti principi contabili: in particolare è stata segnalata la rivalutazione di partecipazioni ed immobili, la mancata attualizzazione di crediti e la costituzione di un fondo del passivo senza specifica destinazione, mentre in altri 14 casi sono state rilevate deviazioni. I revisori hanno in qualche caso evidenziato la variazione di principio contabile rispetto a quello applicato nell'esercizio precedente.

In alcuni casi è stata segnalata l'incertezza sullo sviluppo di eventi futuri, è stato rilevato un problema di continuità aziendale, oppure è stata sottolineata l'esistenza di passività potenziali o di incertezza derivante dallo sviluppo di cause in corso.

Particolare rilevanza, infine, va attribuita ai numerosi casi in cui i revisori hanno ritenuto opportuno integrare o migliorare l'informativa fornita dagli amministratori nella relazione del Consiglio; segnatamente in diverse relazioni sono stati riportati fatti di natura straordinaria accaduti nel corso dell'esercizio o è stato posto rilievo ad eventi verificatisi successivamente alla data di chiusura del bilancio. In altri casi sono stati segnalati fatti relativi alle società controllate ed operazioni poste in essere con altre società del gruppo; in pochi casi infine sono stati richiamati problemi già evidenziati nella relazione di certificazione dell'esercizio precedente.



### 7. Pareri di congruità emessi ai sensi dell'art. 7 del d.p.r. n. 136 del 1975

Come illustrato nella Relazione annuale precedente (88), con la comunicazione n. 87/05221 dell'1° aprile 1987 (89), la Commissione ha raccomandato alle Società di revisione, le modalità di redazione della relazione di stima (90), dei pareri di congruità emessi ai sensi dell'art. 7 del d.p.r. n. 136 del 1975 ed ha altresì fornito dei modelli uniformi a titolo esemplificativo, da adattare alle circostanze specifiche.

Nell'anno in esame sono stati esaminati 23 pareri di congruità, risultati sostanzialmente in linea con gli indirizzi formulati dalla Commissione, di cui 14 riferiti ad operazioni di fusione, 1 relativo al prezzo di emissione delle quote di risparmio di un Istituto di credito e 8 concernenti aumenti di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione.

Uno dei pareri esaminati è stato rilasciato in relazione ad un'operazione di aumento di capitale da eseguirsi, con esclusione del diritto di opzione ai sensi del quarto comma dell'art. 2441 c.c., mediante il conferimento in natura di quote parti di un fondo comune estero di investimento mobiliare.

Al riguardo la Commissione ha rilevato che la Società di revisione, incaricata ai sensi dell'art. 7 del d.p.r. n. 136 del 1975, nel rilasciare il proprio parere circa il prezzo minimo unitario di ogni nuova azione, ha altresì precisato di non essere in grado, a causa della mancanza della relazione giurata dell'esperto nominato dal Presidente del Tribunale, di esprimere un parere sulla congruità del prezzo minimo del pacchetto di azioni proposto da emettere a fronte di ciascuna quota del predetto fondo.

Su tale argomento la Commissione ha ritenuto che il parere emesso dalla Società di revisione avrebbe dovuto limitarsi ad esprimere, secondo quanto previsto dal richiamato art. 7 del d.p.r. n. 136 del 1975, la valutazione sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni e non anche una valutazione sulla congruità del conferimento richiesto per liberare le citate nuove azioni.

Tale determinazione deriva dalla normativa vigente che richiede, solo in epoca successiva, alla Società di revisione di controllare — ai sensi dell'art. 2343, terzo comma c.c., richiamato dall'art. 2440 c.c., al quale rimanda l'art. 7, quarto comma del d.p.r. n. 136 del 1975 — la valutazione contenuta nella predetta relazione giurata emessa dal perito nominato dal Presidente del Tribunale.

Nel corso dell'anno, infine, la MONTETITOLI S.p.A., soggetta alle disposizioni del d.p.r. n. 136 del 1975 ai sensi dell'art. 11 della legge 19 giugno 1986, n. 289, ha chiesto di conoscere le valutazioni della Commissione in merito alla necessità, nel caso di aumento del ca-

(88) Vedi Relazione per l'anno 1987, cap. V, par. 7.

(89) Vedi Bollettino Consob n. 4, aprile 1987.

(90) Vedi precedente par. 3.

pitale sociale con esclusione del diritto di opzione, di acquisire il parere di congruità sul prezzo di emissione delle azioni dalla Società di revisione incaricata della certificazione — ai sensi dell'art. 7 del d.p.r. n. 136 del 1975 — ovvero, in alternativa, dal Collegio Sindacale — ai sensi del sesto comma dell'art. 2441 c.c., così come modificato dall'art. 22 del d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30.

Al riguardo la Commissione ha ritenuto che nell'ipotesi considerata trovi applicazione esclusivamente il disposto della norma di diritto comune (sesto comma dell'art. 2441 c.c.), stante la dizione stessa dell'art. 11 della legge 19 giugno 1986, n. 289, che sembra limitare l'efficacia del d.p.r. n. 136 del 1975 alle sole norme concernenti il controllo contabile e la certificazione dei bilanci, con esclusione quindi delle fattispecie disciplinate dall'art. 7 del medesimo d.p.r. n. 136 del 1975.

#### 8. Vigilanza sull'attività delle società iscritte nell'Albo Speciale

Come illustrato in precedenza (91), con la comunicazione n. 88/26791 del 4 agosto 1988 (92) la Commissione ha inteso razionalizzare la notevole quantità di dati e documenti trasmessi dalle Società di revisione a seguito dell'inoltro periodico degli stessi, istituzionalizzato a partire dal 1984 (93) in attuazione dell'art. 10, secondo comma, lett. a), del d.p.r. n. 136 del 1975.

Relativamente allo svolgimento dell'attività di vigilanza, effettuata dalla Commissione sulla documentazione trasmessa nel 1988 dalle Società di revisione, si sintetizzano i dati più significativi emersi dall'indagine svolta:

— l'esame dei bilanci al 31.12.1987 ha evidenziato che tutte le Società di revisione hanno chiuso in utile: in particolare per le società internazionali il risultato d'esercizio ha rappresentato un rendimento netto pari a circa l'8,7% del volume di affari conseguito, mentre nel 1986 era stato pari al 7,7%;

— il fatturato complessivo del settore per il 1987 è stato di circa 247 miliardi — tale valore non comprende, ove individuabile, l'importo fatturato ai clienti a titolo di rimborsi spese —, con un incremento del 21,1% rispetto ai 204 miliardi fatturati nel 1986;

— il personale professionale in forza all'1.7.1988 era di 2325 unità, contro le 2111 dell'anno precedente, con un aumento netto pari al 10,2%;

— gli impegni in termini di ore hanno avuto un incremento del 14,7% rispetto al 1986;

— gli incarichi conferiti a titolo volontario hanno raggiunto una quota di mercato pari al 41,6%, con un incremento del 5,6% rispetto all'anno precedente.

(91) Vedi precedente par. 1.2.

(92) Vedi Bollettino Consob n. 8, agosto 1988.

(93) Vedi comunicazione n. 84/08819 del 14 giugno 1984 pubblicata nel Bollettino Consob n. 3, maggio-giugno 1984, e comunicazione n. 85/12470 del 12 luglio 1985 pubblicata nel Bollettino Consob n. 4-5, luglio-ottobre 1985.

Si rileva in proposito che il rapporto tra incarichi di legge ed incarichi volontari è passato dall'1,13 del 1987 allo 0,87 nel 1988 e ciò conferma le aspettative che ipotizzavano uno sviluppo della certificazione volontaria.

Il fenomeno dell'ampliamento del mercato della revisione in Italia sembra riconducibile a due elementi:

1) entrata in vigore di provvedimenti legislativi che hanno introdotto l'obbligo della certificazione dei bilanci per alcuni tipi di società al fine di ottenere provvidenze o affidamento di lavori in concessione (94);

2) esigenza di una crescente immagine di trasparenza dei bilanci delle aziende in linea con le attuali aspettative degli operatori economici e con la prossima attuazione di norme comunitarie.

Come illustrato nella precedente Relazione annuale (95), con la comunicazione n. 87/21275 del 23 novembre 1987 (96), successivamente integrata dalla comunicazione n. 88/26791 del 4 agosto 1988 (97), la Commissione ha richiesto alle Società di revisione la predisposizione periodica di un prospetto contenente, per ciascun incarico di revisione, le ore previste dal budget, le ore effettivamente prestate, le ore ed i corrispettivi fatturati.

In relazione ai dati trasmessi con la documentazione annuale, la situazione al 30.9.1988 risultava la seguente:

— le ore previste nel budget sono state complessivamente 1.673.428, quelle prestate 1.877.831;

— il rapporto tra le ore prestate e quelle previste nel budget risulta superiore all'11,2%; il rapporto tra le ore fatturate e quelle risultanti nel budget è superiore al 3,7%.

Tra le motivazioni addotte dalle Società di revisione a giustificazione degli scostamenti dai preventivi, come principale causa viene indicato l'addestramento del personale nuovo assunto — il cosiddetto *training on the job* — che ha sempre costituito un punto di forza delle società di revisione, le quali, grazie a tale sistema, riescono a formare con continuità nuovo personale professionale, senza peraltro addebitare il maggior onere a carico del cliente.

Ulteriori fonti di scostamenti sono state individuate in difficoltà non prevedibili al momento della predisposizione della proposta, o in problemi particolari a volte connessi con la necessità di approfondire aree del bilancio ritenute dai revisori particolarmente rischiose, ovvero ad errore di stima commesso in sede di predisposizione delle proposte e, infine, alla familiarizzazione con le procedure poste in essere dall'azienda certificata, limitatamente ai casi in cui la revisione è stata eseguita per la prima volta.

---

(94) Legge 25 febbraio 1987, n. 67; d.p.r. 28 febbraio 1987, n. 58; d.p.c.m. 15 settembre 1987, n. 410; d.p.c.m. 27 febbraio 1988.

(95) Vedi Relazione per l'anno 1987, cap. V, par. 1.

(96) Vedi Bollettino Consob n. 11, novembre 1987.

(97) Vedi Bollettino Consob n. 8, agosto 1988.

Il fenomeno degli scostamenti, comunque, risulta prevalentemente limitato e circoscritto agli incarichi volontari.

Nel corso del 1988 la Commissione ha proseguito nella verifica delle dichiarazioni di insussistenza delle cause di incompatibilità, previste dall'art. 3 del d.p.r. n. 136 del 1975.

L'attività di vigilanza della Commissione si è espletata anche attraverso l'esame delle proposte di servizi professionali formulate dalle Società di revisione alle rispettive società clienti.

In relazione a talune carenze riscontrate nelle suddette offerte di servizi, la Commissione ha richiesto alle Società di revisione interessate di effettuare le opportune modifiche ed integrazioni.

Inoltre, al fine di evitare il ripetersi di tale fenomeno, con la comunicazione n. 88/22481 del 14 luglio 1988 (98) la Commissione, come già illustrato (99), ha raccomandato alle Società di revisione iscritte nell'Albo Speciale l'adozione di un modello uniforme di proposta. Dopo tale comunicazione, non si sono rilevate carenze sostanziali nella predisposizione delle offerte di servizi professionali.

Nell'anno in esame la Commissione è dovuta intervenire presso alcune Società di revisione per richiamarle sul rispetto delle limitazioni loro imposte dall'art. 8, comma secondo, n. 1, del d.p.r. n. 136 (oggetto sociale), nonché sulla necessità che esse si attengano, in occasione della formulazione delle proposte di servizi, alla sola offerta di prestazioni connesse all'organizzazione e revisione contabile.

Inoltre, avendo rilevato che frequentemente le Società di revisione in occasione della determinazione dei corrispettivi non rispettano le tariffe orarie indicate dall'Assirevi per categoria professionale, la Commissione ha invitato la medesima Assirevi ad attivare ogni meccanismo idoneo al fine di assicurare la qualità dei servizi professionali resi dalle proprie associate, anche tramite un più rigoroso controllo in merito al rispetto delle proprie delibere, con particolare riferimento alla congrua determinazione del numero delle ore prestate, nonché dei corrispettivi pattuiti.

Nel corso dell'anno la Commissione ha consolidato i rapporti di collaborazione da tempo instaurati con l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (ISVAP), anche al fine di rendere più incisiva e puntuale l'attività di vigilanza sulle Società di revisione iscritte nell'Albo Speciale. Ciò ha consentito alla Commissione, a seguito di segnalazioni pervenute dall'ISVAP, di disporre ispezioni e controlli nei confronti di Società di revisione, per accertare l'idoneità tecnica delle stesse in merito a lavori di revisione effettuati su Compagnie di assicurazione, ancorchè non assoggettate alla disciplina del d.p.r. n. 136/75.

La Commissione, infine, ha intensificato la propria attività di vigilanza sulle Società di revisione iscritte nell'Albo Speciale attraverso verifiche ispettive, che vengono illustrate nel cap. VI, par. 3, della presente Relazione annuale.

---

(98) Vedi Bollettino Consob n. 7, luglio 1988.

(99) Vedi precedenti par. 1.2.

## Capitolo VI

### ATTIVITÀ ISPETTIVA

Le norme attributive di poteri ispettivi alla Consob sono contenute nella legge 7 giugno 1974, n. 216 e successive modificazioni e integrazioni, nei connessi decreti delegati del 1975 (d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136; d.p.r. 31 marzo 1975, n. 138) e nella legge 23 febbraio 1977, n. 49.

L'attribuzione alla Consob di poteri ispettivi è ovviamente funzionale alla sua natura di Organo di controllo. L'ispezione, infatti, costituisce uno degli strumenti tipici di esercizio delle attività di controllo e vigilanza, le quali si sviluppano su tre canali: quello del cd. controllo cartolare, consistente nella verifica della documentazione che per legge i soggetti sottoposti alla vigilanza della Consob sono tenuti ad inviarle; quello della audizione diretta dei predetti soggetti; quello costituito dalle ispezioni.

Le norme di legge concernenti l'attività ispettiva della Consob — art. 1/3, lett. c) (100) e g) della legge n. 216; art. 10 del d.p.r. n. 136; artt. 10 e 18 del d.p.r. n. 138; art. 4 della legge n. 49 — per un verso individuano le «aree o settori di intervento», per altro verso definiscono, in via generale, «le finalità» dell'attività ispettiva nelle singole aree di intervento.

Le richiamate norme di legge non delineano, invece, l'assetto organizzativo dell'attività ispettiva. Ciò che, peraltro, risulta coerente con la scelta legislativa di conferire alla stessa Commissione una generale potestà di autoorganizzazione (art. 1/1, 8° comma, della legge n. 216).

---

(100) Richiamato dagli artt. 1/18 *quater* e 1/19 della stessa legge n. 216 nonché dall'art. 13 della legge 23 marzo 1983, n. 77 e dall'art. 8 del d.p.r. n. 138.

Tale potestà è stata dalla Commissione esercitata con adozione, in data 3 settembre 1986, del regolamento di organizzazione e funzionamento (reso esecutivo con d.p.c.m. dell'8 ottobre 1986) che disciplina, tra l'altro, in apposito Capo (II), l'attività ispettiva.

L'ambito applicativo dell'attività ispettiva, cioè le aree o i settori in cui tale attività si esplica, possono riassuntivamente così indicarsi:

- intermediari in titoli quotati;
- società ed enti che intendono ottenere l'ammissione dei propri titoli alla quotazione di Borsa;
- società ed enti con titoli quotati in Borsa;
- società ed enti con titoli quotati al Mercato Ristretto;
- società ed enti che sollecitano il pubblico risparmio;
- società ed enti autorizzati alla sollecitazione del pubblico risparmio cd. «porta a porta»;
- società «finanziarie» (art. 1/19 della legge n. 216 del 1974);
- società che controllano o sono controllate da società quotate in Borsa o al Mercato Ristretto nonchè società fiduciarie (art. 13 della legge n. 77 del 1983);
- società di revisione iscritte nell'Albo Speciale.

Differenti, a seconda dell'area o settore di intervento, risultano le «finalità» dell'attività ispettiva.

E così:

— nei confronti degli intermediari in titoli quotati, essa è finalizzata all'accertamento della regolarità e dei modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione e negoziazione» (art. 10 del d.p.r. n. 138);

— nei confronti delle società (e loro controllanti e controllate) ed enti con titoli quotati, delle società ed enti che sollecitano il pubblico risparmio, delle società ed enti autorizzati alla sollecitazione cd. «porta a porta» e delle società «finanziarie», essa è volta ad «accertare l'esattezza e completezza dei dati e delle notizie comunicati o pubblicati» [art. 1/3, lett. c), della legge n. 216 e art. 4 della legge n. 49];

— nei confronti, infine, delle società di revisione, essa è volta ad accertare «l'indipendenza, l'idoneità tecnica e il modo in cui esercitano il controllo contabile» (art. 10 del d.p.r. n. 136).

La varietà di tipologia dei destinatari degli interventi ispettivi Consob e la connessa diversità dei fini da perseguire hanno sin qui reso estremamente complessa la definizione dell'assetto organizzativo della funzione ispettiva, che, tuttavia, costituisce tema centrale all'attenzione della Commissione.

In tale contesto, va peraltro sottolineato l'accresciuto numero degli interventi ispettivi realizzati nel corso del 1988 rispetto all'anno precedente (66 contro 230 in complesso), con particolare riguardo al settore degli intermediari in titoli quotati.

**1. L'attività ispettiva nei confronti dei soggetti che fanno appello al risparmio diffuso: società o enti con titoli quotati in Borsa o negoziati al Mercato Ristretto e soggetti che effettuano operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio**

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sui soggetti che fanno appello al pubblico risparmio volta a garantire la completezza dell'informazione diffusa e la correttezza dei comportamenti posti in essere la Commissione ha dato corso nel 1988 a dieci accertamenti ispettivi nei confronti rispettivamente di una società quotata, di sette società fiduciarie e di quattro società autorizzate alla sollecitazione «porta a porta», mentre è proseguito nel corso dello stesso anno un accertamento ispettivo che aveva avuto inizio nel 1987.

L'ispezione nei confronti della società con titoli quotati in Borsa (101) — la cui contrattazione all'epoca dell'ispezione era sospesa per effetto di apposito provvedimento Consob — è stata disposta al fine di verificare i risultati di periodo al 30.6.1987 ed al 31.12.1987 e di accertare la regolare applicazione dei principi contabili nella redazione dei bilanci relativi agli esercizi 1986 e 1987 nonché la regolare tenuta della contabilità e dei libri sociali.

Relativamente a tre società fiduciarie ed a una società autorizzata alla sollecitazione cd. «porta a porta» l'attività ispettiva ha avuto lo scopo di accertare la natura dell'attività posta in essere e le relative modalità di svolgimento.

Analogo scopo ha avuto una ispezione disposta nei confronti di una società fiduciaria e di una società autorizzata alla sollecitazione cd. «porta a porta», entrambe facenti parte del medesimo gruppo societario. A seguito degli accertamenti effettuati, la Commissione ha provveduto ad inoltrare rapporto all'Autorità Giudiziaria in ordine ad ipotesi di violazione, da parte delle società ispezionate, degli obblighi di cui all'art. 1/18 della legge 7 giugno 1974, n. 216.

Relativamente a una società fiduciaria, a una società autorizzata alla sollecitazione cd. «porta a porta» e ad una società commissionaria in titoli (tutte facenti parte dello stesso gruppo societario), gli accertamenti ispettivi hanno riguardato le modalità di svolgimento dell'attività posta in essere dalla fiduciaria, la conformità di detta attività a quanto indicato nel correlativo prospetto pubblicato nonché la natura dei rapporti infragruppo.

Medesimo oggetto ha anche avuto la verifica disposta nei confronti di una società fiduciaria, di una società autorizzata alla sollecitazione cd. «porta a porta» e di una società finanziaria, tutte facenti parte dello stesso gruppo societario.

Nei confronti di una società fiduciaria autorizzata alla sollecitazione cd. «porta a porta», l'attività ispettiva è stata volta ad accertare se da parte della stessa fosse stata posta in essere attività di sollecitazione del pubblico risparmio in violazione degli obblighi informativi

---

(101) La società in questione, precedentemente ammessa alla procedura del concordato preventivo, risulta essere stata successivamente posta in liquidazione.

previsti dall'art. 1/18 della legge 7 giugno 1974, n. 216 e ad acclarare la fondatezza di notizie stampa relative a mutamenti intervenuti nella relativa compagine azionaria. A seguito degli accertamenti effettuati, la Commissione, per un verso, ha provveduto ad inoltrare rapporto all'Autorità Giudiziaria in ordine ad ipotesi di violazione, da parte della società ispezionata, degli obblighi di cui all'art. 1/18 della legge 7 giugno 1974, n. 216; per altro verso, ha provveduto a dichiarare nei confronti della stessa la decadenza dall'autorizzazione.

Relativamente ad una società autorizzata alla sollecitazione cd. «porta a porta», infine, gli accertamenti ispettivi sono stati volti ad appurare le attività dalla stessa svolte successivamente al rilascio dell'autorizzazione. Detti accertamenti non è stato tuttavia concretamente possibile effettuare, stante l'irreperibilità di alcuno presso la sede della società (102).

## **2. L'attività ispettiva nei confronti degli intermediari in titoli quotati**

Nella Relazione annuale sul 1987 (103) si è riferito che avuto riguardo al particolare andamento del mercato mobiliare nel corso del 1987 e segnatamente alla caduta dei corsi azionari avvenuta nel mese di ottobre dell'anno, la Commissione ha deliberato, nei confronti degli intermediari in titoli quotati (agenti di cambio, commissionarie di Borse, aziende e istituti di credito) presenti sulle varie piazze sedi di Borsa Valori, lo svolgimento di un ingente numero di verifiche ispettive, tutte finalizzate ad accertare, con particolare riferimento alle vendite poste in essere a partire dal mese borsistico di novembre 1987, il rispetto degli obblighi di cui alla delibera n. 929 del 3 luglio 1981 e successive modificazioni.

Nella precedente Relazione annuale si è altresì dato conto del fatto che, nel corso degli ultimi due mesi dello stesso anno, erano state effettuate 46 delle ridette verifiche ispettive concernenti altrettanti intermediari.

Nel corso del 1988 mentre per alcuni degli accertamenti ispettivi di cui sopra sono proseguite le attività necessarie al completamento della fase istruttoria, per altri si sono portati a conclusione i connessi adempimenti sanzionatori. Precisamente, con riferimento a tre agenti di cambio, la Commissione ha deliberato la comunicazione, ai sensi e per gli effetti dell'art. 13 del d.p.r. n. 138 del 1975, al Ministro per il Tesoro ed ai rispettivi Consigli dell'Ordine, delle irregolarità riscontrate.

Sempre nel corso del 1988 sono proseguite le attività di verifica deliberate nel 1987, le quali hanno riguardato 138 intermediari. Riguardo a 69 di detti soggetti non sono emersi ri-

---

(102) La società in questione, nei cui confronti la Commissione ha deliberato la revoca dell'autorizzazione alla vendita cd. a domicilio di prodotti finanziari, risulta essere stata dichiarata fallita nell'ottobre del 1988 dal Tribunale di Roma.

(103) Vedi Relazione sul 1987, cap. VI, par. 2.



lievi da addebitare, mentre relativamente a 69 intermediari sono state avviate le procedure di contestazione delle violazioni riscontrate ovvero sono in corso altre attività necessarie per il completamento della fase istruttoria.

Nell'anno di riferimento è inoltre proseguita l'attività ispettiva della Commissione in esplicazione del generale potere di controllo, conferitole dalla legge, sull'operato degli intermediari in titoli quotati.

In un caso è stato disposto un accertamento ispettivo nei confronti di una commissionaria di borsa di Milano al fine di verificare: l'effettivo assetto proprietario, la struttura organizzativa ed operativa e la situazione patrimoniale e finanziaria; i modi di finanziamento, i volumi e la regolarità delle operazioni effettuate in un arco di tempo specificato; il rispetto delle disposizioni di cui alla delibera n. 929 in tema di garanzie sui contratti di borsa; la regolarità delle operazioni dalla stessa eventualmente poste in essere con un determinato agente di cambio.

In connessione alla sopradetta verifica è stato altresì disposto un intervento ispettivo anche nei confronti del richiamato agente di cambio. Tale intervento è stato infatti volto ad accertare la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione dallo stesso poste in essere in un arco di tempo specificato, con particolare riguardo a quelle effettuate per conto della commissionaria di borsa di cui sopra.

Sette ispezioni di carattere «generale» sono state invece disposte nei confronti di sei agenti di cambio e di una commissionaria di borsa di Torino al fine di accertare le modalità di svolgimento dell'attività nonché la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni a termine, a premio e di riporto dagli stessi soggetti poste in essere in un arco di tempo specificato.

In connessione alle risultanze emerse da una delle sopraindicate ispezioni la Commissione ha successivamente disposto una verifica ispettiva presso altro agente di cambio allo scopo di acclarare la regolarità di talune operazioni di intermediazione dallo stesso poste in essere per conto di uno specifico committente.

In relazione alla diffusione di notizie stampa concernenti la presunta vendita da parte di un'azienda di credito di un assai rilevante quantitativo di titoli quotati, una verifica ispettiva è stata disposta allo scopo di accertare il rispetto da parte dell'azienda di credito stessa delle disposizioni di cui alla delibera n. 929, nonché la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni di borsa poste in essere.

A seguito della verifica non si è tuttavia dato corso ad alcun provvedimento sanzionatorio riguardo all'azienda di credito di che trattasi, pur essendo state accertate a suo carico violazioni della delibera n. 929. Come indicato nella Relazione sul 1987, infatti, con riferimento ai dubbi emersi in ordine al regime sanzionatorio applicabile in materia, la Commissione, per un verso, aveva assunto l'iniziativa di interessare il Ministero del Tesoro chiedendo che l'intera problematica concernente la disciplina sanzionatoria fosse portata all'attenzione del Con-

siglio di Stato per l'assunzione di più sicuri criteri di orientamento, per altro verso, aveva cautelativamente stabilito di astenersi, nelle more del ricevimento dei chiarimenti richiesti, dall'applicare le sanzioni di propria competenza.

Stante che il parere espresso dal Consiglio di Stato in *subiecta materia* è pervenuto soltanto alla fine del 1988, la Commissione provvederà alla luce di quanto specificato dal suddetto organo consultivo a definire la linea di condotta da assumere ai fini dell'adozione dei provvedimenti sanzionatori in ordine al caso di specie ed alle numerose consimili fattispecie tuttora in sospenso.

Una verifica ispettiva è stata espletata nei confronti di una commissionaria di borsa di Roma allo scopo di accertare la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni dalla stessa effettuate e la regolarità della gestione relativamente a periodi di tempo individuati, nonchè la situazione patrimoniale e finanziaria ad una data determinata.

Un'altra verifica ispettiva riguardo ad una commissionaria di borsa di Roma è invece stata finalizzata ad accertare l'assetto proprietario, organizzativo ed operativo della stessa, la sua situazione patrimoniale e finanziaria, nonchè l'entità e la regolarità delle operazioni effettuate in un arco di tempo specificato.

Sul finire del 1988 sono state poi effettuate ulteriori 79 verifiche ispettive nei confronti di 22 aziende ed istituti di credito, 51 agenti di cambio e 6 commissionarie di borsa. Tali verifiche sono state specificamente finalizzate all'accertamento della puntuale applicazione, per quanto riguarda le vendite a termine delle azioni ordinarie della FERRUZZI FINANZIARIA S.p.A., nonchè le vendite per contanti dei diritti di sottoscrizione rivenienti dalle azioni ordinarie e di risparmio della MONTEDISON S.p.A., della delibera Consob n. 3707 del 17 ottobre 1988 e del provvedimento urgente n. 23/88 del successivo 18 ottobre concernenti deroghe alle disposizioni di carattere generale contenute nella delibera n. 929.

### **3. L'attività ispettiva nei confronti delle società di revisione iscritte all'Albo Speciale**

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle ventitrè società di revisione iscritte all'Albo Speciale la Commissione ha disposto, nel corso del 1988, l'espletamento di quattro verifiche ispettive.

In tutti i casi i controlli hanno avuto l'obiettivo di accertare l'idoneità tecnica e le modalità con le quali sono stati eseguiti singoli lavori di revisione ed è stato esercitato il controllo contabile su specifiche poste di bilancio di società oggetto di certificazione, mentre in un caso la verifica ispettiva è stata estesa all'accertamento, in via generale, dell'idoneità tecnica e delle modalità con le quali è esercitato il controllo contabile.

In un caso, il lavoro di revisione è stato sottoposto a verifica anche in relazione al preventivo delle ore di lavoro indicate nella proposta dei servizi professionali della società di revisione.

In un caso, poi, la verifica ispettiva ha altresì avuto l'obiettivo di accertare l'esistenza di eventuali situazioni di incompatibilità rilevanti agli effetti degli artt. 3 e 8 del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136, nonché la corrispondenza dei dati e delle notizie, forniti alla Commissione ai sensi dell'art. 10, secondo comma, lett. a), del citato d.p.r. n. 136, con la documentazione esistente presso la società di revisione.

In due casi, infine, i controlli sono stati volti anche ad accertare l'eventuale espletamento di attività non comprese nell'oggetto sociale.

Con riguardo all'accertamento dell'idoneità tecnica e del modo con cui il controllo contabile viene esercitato dalle società di revisione, sono state esaminate in particolare le «carte di lavoro» predisposte dalle società stesse, nelle quali sono rappresentati, in dettaglio ed in sintesi, i controlli eseguiti, le procedure poste in essere e le conclusioni raggiunte a supporto del giudizio professionale espresso nella relazione di certificazione.

In relazione alle risultanze emerse dalle ridette verifiche ispettive, la Commissione ha provveduto a contestare alle società interessate le violazioni e le inadempienze accertate (104).

La contestazione delle ridette violazioni ed inadempienze è avvenuta, secondo la prassi riferita nella Relazione annuale sul 1987 (105), tramite lettere di richiamo alle società interessate. Tali lettere, seppure in forma anonima, sono state pubblicate sul Bollettino della Consob, al fine di dare notizia ai lettori del Bollettino stesso dell'esito dell'attività ispettiva della Commissione.

Come già evidenziato nella Relazione annuale sul 1987 (106) la procedura sopraindicata si propone di ovviare — quantomeno formalmente — alla riscontrata assenza nel d.p.r. n. 136 di sanzioni graduate in relazione alla diversa gravità delle violazioni di legge e irregolarità commesse dalle società di revisione. Al riguardo va rilevato come il reiterarsi di comportamenti in contrasto con le norme deontologiche o posti in essere in violazione delle norme vigenti, confermi l'esigenza già prospettata dalla Commissione di una modifica legislativa in materia di disciplina sanzionatoria.

Si segnala, da ultimo, che a seguito dell'ispezione effettuata nei confronti della società di revisione incaricata di certificare il bilancio di una società con titoli quotati in Borsa (107), la Commissione ha inoltrato rapporto all'Autorità Giudiziaria in relazione ad ipotesi di violazione da parte di tale ultima società degli obblighi connessi all'acquisto di azioni proprie sanciti dagli artt. 2357 e ss. del codice civile.

---

(104) Vedi Bollettino Consob n. 5, maggio 1988 e Bollettino Consob n. 9, settembre 1988.

(105) Vedi Relazione sul 1987, cap. VI, par. 3.

(106) Vedi Relazione sul 1987, cap. VI, par. 3.

(107) La società in questione, la contrattazione dei cui titoli era stata sospesa dalla Consob è stata anch'essa oggetto di accertamenti ispettivi (vedi par. 1).

## Capitolo VII

### RAPPORTI ALLA MAGISTRATURA - CONTENZIOSO

#### 1. Inoltro di rapporti all'Autorità Giudiziaria

Nell'anno in esame sono stati trasmessi all'Autorità Giudiziaria penale 363 rapporti inerenti:

a) in 28 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/3 della legge n. 216 del 1974 (omesso o ritardato adempimento di prescrizioni della Commissione) da parte di 24 società quotate e di 4 società non quotate;

b) in 88 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/4 della legge n. 216 del 1974 (omesso o ritardato invio di documentazione) da parte di 14 società quotate e di 74 società non quotate;

c) in 138 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/5 della legge n. 216 del 1974 (falsa, omessa o ritardata comunicazione di partecipazioni o di variazione di partecipazioni) da parte di 21 società quotate, 71 società non quotate, 6 enti, 18 società estere, 22 persone fisiche;

d) in 75 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/17 della legge n. 216 del 1975 (omessa o ritardata comunicazione di compensi percepiti) da parte di amministratori o sindaci di società quotate;

e) in 31 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/18 della legge n. 216 del 1974 (violazione della disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio) da parte di 50 soggetti;

f) in 4 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/18 *ter* della legge n. 216 del 1974 (violazione della disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio effettuata in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento) da parte di 7 soggetti;

g) in un caso, ad ipotesi di violazione delle disposizioni degli artt. 2621, n. 1 (false comunicazioni sociali) e 2630, 2° comma, n. 2 (omessa convocazione di assemblea) del codice civile da parte dei responsabili di una società autorizzata ai sensi dell'art. 1/18 *ter* della legge n. 216 del 1974;

h) in un caso, ad ipotesi di violazione delle disposizioni dell'art. 2621, n. 1, c.c. (false comunicazioni sociali) da parte di una società estera;

i) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 10, ultimo comma, della legge n. 77 del 1983 (svolgimento senza autorizzazione della attività di gestione di fondi comuni di investimento mobiliare) da parte di 7 società con azioni non quotate e di una società a responsabilità limitata;

l) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 21 della legge n. 281 del 1985 da parte di un notaio;

m) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 22 del d.p.r. n. 600 del 1973 e dell'art. 1 del d.l. n. 429 del 1982 da parte di un agente di cambio;

n) in 3 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 342 c.p. (oltraggio a un Corpo politico, amministrativo o giudiziario) da parte di 3 persone fisiche;

o) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 485 c.p. (falsità in scrittura privata) da parte di una società quotata;

p) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 646 c.p. (appropriazione indebita) da parte di una persona fisica.

## 2. Contenzioso

In data 29 marzo 1988, sono stati notificati alla Consob due distinti ricorsi presentati al T.A.R. del Lazio dalla SINGEST S.p.A. e dalla EUROGEST S.p.A. per l'annullamento, previa sospensione, rispettivamente del provvedimento urgente del Presidente della Consob n. 2/88 e di quello n. 3/88, entrambi datati 29 gennaio 1988, nonché delle deliberazioni della Commissione di approvazione di tali provvedimenti, con i quali è stata temporaneamente sospesa la quotazione delle azioni ordinarie e di risparmio di entrambe le società.

Nella Relazione annuale sul 1986 è stata data notizia dell'avvenuta presentazione al T.A.R. del Piemonte di un ricorso da parte dei sigg.ri Ballo, Borgarello, Caramagna, Cefalù, Chiusano, Durando, Giannotti, Varallo e Billotti (titolari di ditte commissionarie ammesse alla Borsa Valori di Torino) per l'annullamento, previa sospensione, della delibera Consob n. 1904 del 18 dicembre 1985 (concernente l'approvazione del regolamento per l'ammissione di società commissionarie e il rilascio delle relative tessere di ingresso alla Borsa Valori di Torino) «nella parte in cui riserva l'ammissione ed il rilascio delle relative tessere alle società per azioni con 500 milioni di capitale concedendo un termine per l'adeguamento a codesta disposizione alle ditte che abbiano una diversa struttura».

Nella stessa Relazione, è stata altresì data notizia dell'intervenuto rigetto di tale ricorso da parte del T.A.R. del Piemonte.

In data 15 aprile 1988, è stato notificato all'Avvocatura Distrettuale dello Stato di Torino ricorso in appello al Consiglio di Stato proposto dai sigg.ri Marco Borgarello e Mario Varallo avverso la suddetta decisione del T.A.R. del Piemonte.

In data 13 maggio 1988, è stato notificato alla Consob un ricorso presentato al T.A.R. del Lazio dalla PROFIDI - Associazione per la Tutela dell'Attività Fiduciaria Professionale e dalla AUDITORS ITALIANA S.p.A. - Società Fiduciaria e di Revisione, per l'annullamento, previa sospensione, della deliberazione Consob n. 3267 del 23 febbraio 1988, avente ad oggetto l'approvazione del regolamento per l'ammissione di società commissionarie negli antirecinti alle grida delle Borse Valori.

La PROFIDI e la AUDITORS ITALIANA S.p.A. lamentano l'indicazione nel suddetto regolamento dell'attività di «esecuzione di mandati ad amministrare valori mobiliari» tra quelle di pertinenza delle commissionarie ammesse, mentre secondo i ricorrenti siffatta attività sarebbe riservata per legge alle sole società fiduciarie autorizzate *ex lege* n. 1966/39.

Nella Relazione per l'anno 1987 è stata data notizia dell'avvenuta notificazione da parte del sig. Umberto Ortolani di un atto di appello avverso la sentenza n. 13915 dell'11 settembre-13 ottobre 1986, con la quale il Tribunale di Roma aveva respinto le domande da questi proposte nei confronti di vari soggetti, tra cui la Consob.

Con sentenza n. 1458 dell'11 maggio-13 giugno 1988, la Corte di Appello di Roma ha rigettato il suddetto gravame.

Con atti notificati il 27 giugno 1988 e il 5 luglio 1988, 890 investitori nell'operazione denominata «Hotel Villaggio S. Teresa» proposta dall'ISTITUTO FIDUCIARIO LOMBARDO S.p.A. hanno chiamato la Consob nella causa di risarcimento danni da essi stessi investitori precedentemente promossa nei confronti di alcuni Commissari ed ex funzionari della Consob e pendente avanti il Tribunale di Milano. La chiamata in causa è stata effettuata *ex art. 107 c.p.c.*

## Capitolo VIII

### ATTIVITÀ INTERNAZIONALE

Anche nel corso del 1988 l'attività internazionale della Commissione è proseguita nelle direzioni già tracciate negli anni precedenti.

La Consob ha fornito il proprio contributo sia in fase di elaborazione delle direttive comunitarie in materia di valori mobiliari e di diritto societario, sia nella procedura finalizzata all'attuazione delle direttive stesse.

Inoltre, ha preso parte ai lavori dell'Organizzazione internazionale delle Commissioni di valori mobiliari — OICV e, in particolare, del Comitato tecnico, istituito nel corso del 1987, che include gli organismi di controllo dei Paesi i cui mercati di valori sono più sviluppati ed interessati da operazioni di rilevanza internazionale.

Sono stati altresì approfonditi, in sede bilaterale e multilaterale, i contatti con organismi di controllo esteri dei mercati di valori, in merito a possibili accordi di cooperazione, volti ad assicurare la vigilanza in una fase di crescente internazionalizzazione dei mercati. Tale fenomeno è da porre in relazione all'accesso ai mercati da parte di investitori non residenti, alla libera circolazione degli intermediari, mediante offerta di servizi o tramite Società controllate aventi sede in altro Stato, all'offerta di prodotti finanziari ed al collocamento di nuove emissioni in più mercati, alla quotazione simultanea in Borsa in Paesi diversi.

Infine, la Consob ha contribuito attivamente ai lavori dei Comitati e dei gruppi di lavoro dell'OCSE che hanno trattato argomenti relativi ai mercati di valori mobiliari.

## 1. La cooperazione nell'ambito della Comunità Economica Europea

### 1.1. Direttive e proposte di direttiva

#### 1.1.1. *Direttiva del 12 dicembre 1988 relativa alle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto o della cessione di una partecipazione importante in una società quotata in Borsa (88/627/CEE)*

La direttiva (88/627/CEE) è stata adottata dal Consiglio il 12 dicembre 1988.

In base ad essa, ogni persona fisica o giuridica, di diritto privato o di diritto pubblico, che acquisti o ceda, direttamente o per interposta persona, una partecipazione in una società assoggettata alla legislazione di uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse a quotazione ufficiale in una o più Borse Valori, situate od operanti in uno o più Stati membri, e che a seguito di tale operazione, raggiunga o superi le soglie di 10%, 20%, 1/3, 50% e 2/3 della percentuale dei diritti di voto o scenda al di sotto di tali soglie, è sottoposta ad obbligo di dichiarazione.

Tale obbligo consiste nell'informare la società e, simultaneamente, le Autorità competenti, entro 7 giorni di calendario, della percentuale dei diritti di voto di cui si disponga a seguito di tale acquisto o cessione.

Gli Stati membri possono prevedere, altresì, che l'informazione comprenda oltre alla percentuale dei diritti di voto quella di capitale detenuto.

Il testo della direttiva precisa che gli Stati membri possono sottoporre i soggetti in questione ad obblighi più rigorosi, purchè detti obblighi si applichino in modo generalizzato a tutti gli acquirenti e cedenti ed ai titoli di tutte le Società che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva.

La direttiva dispone anche un obbligo in capo alla Società che ha ricevuto la dichiarazione di superamento della soglia. Essa, infatti, ha l'onere d'informare il pubblico di ciascuno Stato membro, in cui le proprie azioni sono ammesse a quotazione ufficiale, entro 9 giorni di calendario dalla ricezione della dichiarazione. Lo Stato membro può, tuttavia, prevedere che l'informazione al pubblico venga assicurata non dalla Società ma dall'Autorità competente, eventualmente mediante una procedura di cooperazione con la Società in questione. Tale informazione deve esser pubblicata in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione nello o negli Stati membri, previsti dalla direttiva, o venir messa a disposizione del pubblico sia per iscritto nei luoghi indicati tramite annunci sui giornali, sia in un altro modo consentito dalle Autorità competenti.

La direttiva prevede espressamente che tale disposizione non si applichi all'acquisto ed alla cessione di una partecipazione importante da parte di organismi di investimento collettivo (OICVM).



1.1.2. *Direttiva sulle modalità di redazione, di controllo e di diffusione del prospetto da pubblicare in caso di offerta pubblica di valori mobiliari (89/298/CEE)*

Il Consiglio CEE ha approvato, il 13 aprile 1989, la direttiva relativa al prospetto da pubblicare in caso di offerta pubblica di valori mobiliari.

Tale direttiva si iscrive nell'ambito della realizzazione di una politica comunitaria dell'informazione sui valori mobiliari. Essa completa la direttiva del 17 marzo 1980 che regola il prospetto da pubblicare al momento dell'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale, modificata nel giugno 1987 (87/345/CEE), con l'introduzione del riconoscimento reciproco del prospetto.

La direttiva prescrive l'obbligo di pubblicare un prospetto quando i valori mobiliari sono offerti per la prima volta al pubblico, dall'emittente o da un terzo, in uno Stato membro.

Essa regola in modo differente l'offerta di valori mobiliari non destinati all'ammissione a quotazione, da quella di valori che siano oggetto di domanda di ammissione a quotazione ufficiale in una Borsa situata od operante nello stesso Stato. Per questi ultimi, infatti, il contenuto del prospetto e le modalità di controllo e di diffusione sono quelli previsti dalla direttiva sul prospetto di ammissione a quotazione (80/390/CEE).

Viceversa, le informazioni contenute nel prospetto relativo a valori mobiliari, per i quali non sia richiesta l'ammissione a quotazione, possono essere meno dettagliate per non determinare un onere eccessivo per piccoli e medi emittenti. Le informazioni contenute nel prospetto debbono essere tali da permettere agli investitori di formulare un giudizio fondato su patrimonio, situazione finanziaria, risultati e prospettive dell'emittente e sui diritti connessi ai valori mobiliari.

La direttiva consente, comunque, a chi intende effettuare solo offerte pubbliche di redigere un prospetto con un contenuto conforme a quello previsto per la direttiva sul prospetto di ammissione (80/390/CEE).

Inoltre, ove si verifichi l'offerta pubblica di valori mobiliari in uno Stato membro e domanda di ammissione a quotazione in altro Stato membro, l'offerente può redigere un prospetto il cui contenuto e modalità di controllo e di diffusione siano conformi a quanto disposto dalla direttiva 80/390/CEE.

L'offerta pubblica, simultanea o a date ravvicinate, in più Stati membri dei medesimi valori mobiliari è regolamentata dalla direttiva nel seguente modo:

a) un prospetto di emissione redatto secondo le disposizioni della direttiva 80/390/CEE ed approvato dall'Autorità di controllo dello Stato membro, ove venga effettuata l'offerta al pubblico e nel contempo richiesta l'ammissione a quotazione, deve, fatta salva la traduzione, essere riconosciuto dagli altri Stati membri ove avviene l'offerta pubblica di tali valori, senza dover essere nuovamente approvato e senza che possano venire richieste ulteriori informazioni, salvo quelle specifiche relative al mercato del Paese in cui l'offerta pubblica è effettuata;

b) chi effettua la sola offerta pubblica di valori in più Stati membri può redigere, come si è detto, il prospetto conformemente alla direttiva 80/390/CEE.

Detto prospetto, se previamente controllato dall'Autorità competente, deve venir riconosciuto dagli altri Stati membri in cui è effettuata l'offerta pubblica di tali valori mobiliari;

c) infine, nel caso di offerta pubblica in uno Stato membro e di domanda di ammissione a quotazione in altro Stato membro, chi effettua l'offerta pubblica può redigere il prospetto nei termini previsti dalla direttiva sul prospetto di ammissione 80/390/CEE. In base alla proposta di direttiva, presentata dalla Commissione al Consiglio il 3 aprile 1989, che modifica la direttiva 80/390/CEE, il prospetto di offerta pubblica verrà riconosciuto come prospetto di ammissione a quotazione, se preventivamente controllato ed approvato dall'Autorità competente per l'offerta pubblica dell'altro Stato membro.

Sono escluse dalla direttiva le offerte di «eurovalori mobiliari», definiti in base alle modalità di distribuzione, che non siano oggetto di campagna generalizzata di pubblicità o di vendita porta a porta. Ciò consente agli Stati membri di stabilire proprie regole al riguardo.

#### 1.1.3. *Proposta di direttiva sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni riservate*

La proposta di direttiva in questione, modificata (rispetto a quella presentata nel maggio 1987) dalla Commissione in base ai pareri del Parlamento europeo e del Consiglio economico e sociale, è stata trasmessa al Consiglio CEE il 4 ottobre 1988 e su tale testo è stata raggiunta, nel corso del mese di giugno del corrente anno, una posizione comune del Consiglio stesso. La proposta di direttiva in oggetto prevede, innanzitutto, a carico delle persone che:

a) a motivo della loro qualità di membri del Consiglio di Amministrazione, di direzione o di sorveglianza dell'emittente;

b) a motivo della loro partecipazione al capitale dell'emittente;

c) per il fatto di avere accesso all'informazione nel contesto del loro lavoro, della loro professione o funzione dispongano di una informazione riservata, il divieto di acquistare o cedere per conto proprio o altrui, sfruttando, scientemente, l'informazione privilegiata, valori mobiliari dell'emittente o degli emittenti interessati da tale informazione, ammessi ad essere negoziati sul mercato di Borsa.

È posto, altresì, a carico delle suddette persone, un divieto di comunicare ad un terzo tale informazione o di raccomandare l'acquisto o la cessione dei valori mobiliari, come sopra individuati.

In secondo luogo, la proposta di direttiva prevede il divieto di effettuare negoziazioni sui valori mobiliari in capo a tutti coloro che comunque dispongano, consapevolmente, di una informazione privilegiata che «non può che provenire, direttamente od indirettamente» dal c.d. *insider* primario.

Per informazione privilegiata si intende quella non resa pubblica, con carattere preciso e concernente uno o più emittenti di valori mobiliari od uno o più valori mobiliari e che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sul corso di tale o di tali valori.

La direttiva prevede anche disposizioni volte alla «prevenzione» di operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni riservate, imponendo agli emittenti obblighi di informazione al pubblico, di modo che l'informazione permanga riservata per il periodo più breve possibile.

Per rendere più efficace la repressione delle operazioni di *insider*, la direttiva prevede la cooperazione tra Autorità di controllo, che debbono essere dotate dei necessari poteri di «indagine».

La direttiva non obbliga gli Stati membri ad introdurre sanzioni penali per le operazioni di *insider* ma obbliga, tuttavia, gli Stati membri ad introdurre sanzioni «sufficientemente dissuasive», per garantire il rispetto delle disposizioni della direttiva.

#### 1.1.4. Proposta di direttiva sui servizi d'investimento nell'ambito dei valori mobiliari

La Commissione CEE ha trasmesso al Consiglio il 9 gennaio 1989, una proposta di direttiva che delinea il quadro in cui opererà il mercato dei servizi d'investimento in valori mobiliari nel 1993.

La direttiva disciplina la procedura per il rilascio dell'autorizzazione ad ogni persona fisica o giuridica che intenda esercitare una o più attività elencate in essa, e che vanno dall'intermediazione, in qualità di *broker*, ad operazioni effettuate per conto proprio, all'attività di *market maker*, alla gestione di portafoglio, alla consulenza, ecc.

Dette attività riguardano i valori mobiliari in genere, gli strumenti del mercato monetario, *futures* e *options*.

Una volta autorizzata dallo Stato di origine, «l'impresa d'investimento può prestare i servizi, per i quali è stata autorizzata, in ciascuno Stato membro della Comunità od aprire filiali senza dover ottenere una ulteriore autorizzazione».

La proposta si pone in parallelo a quanto previsto nel settore del credito della 2<sup>a</sup> direttiva banche, che consente agli istituti di credito di esercitare liberamente la loro attività all'interno della Comunità, mediante libera prestazione di servizi o mediante l'apertura di filiali o di società controllate, operanti anche nel settore dei valori mobiliari.

La proposta di direttiva sui servizi di investimento dispone che, per quanto possibile, spetti alle Autorità del Paese di origine la competenza a vigilare sulla solidità finanziaria dell'impresa d'investimento, sul rispetto da parte di quest'ultima delle regole prudenziali e delle regole di comportamento.

Per quanto attiene alla solidità finanziaria la direttiva prevede che le risorse finanziarie

iniziali, sulla cui base è stata concessa l'autorizzazione, non debbano diminuire successivamente. È compito delle Autorità del Paese di origine vigilare per assicurare il rispetto di tali norme.

Al riguardo la Commissione CEE presenterà anche una proposta di direttiva volta a coordinare le regole relative ai requisiti patrimoniali, richiesti alle imprese per far fronte ai rischi di mercato derivanti dallo svolgimento delle attività indicate nella direttiva stessa.

Per quanto attiene alle regole prudenziali, la proposta di direttiva ne prevede alcune, volte alla protezione degli investitori ed emanate dalle Autorità dello Stato membro di origine. In particolare, la direttiva esige che tutti gli Stati membri costituiscano un fondo di garanzia, destinato a tutelare gli investitori contro l'insolvenza o il fallimento di un'impresa d'investimento. Tuttavia, in attesa di una più ampia armonizzazione, le norme relative ai fondi di garanzia del Paese ospitante si applicheranno alle filiali delle imprese d'investimento, autorizzate in altri Stati membri. Pertanto, il fondo di garanzia del Paese di origine coprirà soltanto la prestazione di servizi senza stabilimento in altro Paese membro.

Nella proposta di direttiva, la competenza in materia di rapporti tra imprese d'investimento e loro clienti (codice di condotta) è attribuita alle Autorità del Paese ospitante e non a quelle del Paese di origine. L'imposizione delle regole di condotta da parte delle Autorità del Paese ospitante deve essere giustificata da ragioni di pubblico interesse. Tenuto conto delle disparità delle regole vigenti nei diversi Stati, sarà necessaria una maggiore armonizzazione delle normative per affidare alle Autorità del Paese di origine la competenza relativa alle regole di condotta: per raggiungere tale obiettivo ci si attende una nuova proposta di direttiva della Commissione.

Tra gli scopi principali della proposta di direttiva vi è quello di liberalizzare l'accesso delle imprese di investimento alle Borse Valori degli Stati membri ospitanti, quando esse siano autorizzate nello Stato membro di origine a prestare il tipo di servizi finanziari corrispondenti.

Riguardo al trattamento da riservare alle imprese di investimento dei Paesi terzi, la direttiva prevede l'applicazione del principio di reciprocità comunitario.

Esso comporta che ogni richiesta di autorizzazione per lo stabilimento di una società controllata da parte di una impresa, originaria di un Paese terzo alla Comunità, deve venire comunicata a tutti gli Stati membri ed alla Commissione. Quest'ultima esamina se le imprese d'investimento della Comunità godano di un trattamento di reciprocità da parte dello Stato terzo considerato, specie per quanto attiene all'apertura di filiali o all'acquisto di partecipazioni in imprese d'investimento. Le Autorità competenti non potranno rilasciare l'autorizzazione, se la Commissione constata che il trattamento di reciprocità non è garantito.

La medesima procedura si applica quando un'impresa di un Paese terzo intenda acquistare una partecipazione in un'impresa d'investimento comunitaria in una percentuale tale da trasformarla in una sua impresa «figlia».

### 1.1.5. Proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto e di scambio

A seguito del crescente numero di OPA, lanciate in diversi Stati membri a partire dal 1987, il Parlamento Europeo, rilevato il carattere divergente delle legislazioni nazionali in materia, ha invitato la Commissione a presentare un'apposita proposta di direttiva. La Commissione, dopo una serie di incontri con gli esperti dei Paesi membri, ha sottoposto al Consiglio, nel dicembre scorso, una proposta volta a garantire pubblicità e trasparenza delle operazioni ed uguaglianza di trattamento degli azionisti.

Le caratteristiche principali della direttiva possono essere così schematizzate:

#### *Obblighi dell'offerente*

a) chiunque desideri ottenere una determinata percentuale in una società è obbligato a lanciare un'OPA, quando per effetto dei relativi acquisti venga superata la soglia di un terzo dei diritti di voto (108);

b) non è consentita l'offerta parziale, con fine meramente speculativo; l'OPA deve riguardare la totalità delle azioni della società;

c) l'offerente deve rendere pubblica la propria intenzione di lanciare un'offerta, non appena abbia assunto la decisione ed informare le Autorità di controllo e gli organi della Società destinataria dell'OPA sulle condizioni di offerta;

d) l'offerente deve redigere e pubblicare un documento d'offerta che contenga indicazioni relative alla società offerente ed alla società destinataria di OPA ai titoli di quest'ultima, alla contropartita offerta per ciascun titolo ed alle modalità di calcolo, alle intenzioni dell'offerente sulla continuità delle attività della società destinataria dell'offerta, sull'utilizzazione del suo patrimonio, oltreché sull'impiego dei membri dell'organo di amministrazione e del suo personale;

e) l'offerente deve essere rappresentato da persona qualificata, abilitata ad effettuare operazioni sul mercato finanziario o da ente creditizio riconosciuto nella Comunità;

f) il termine per l'accettazione dell'offerta deve essere compreso tra le 4 e le 10 settimane;

g) ai rappresentanti dei lavoratori della società destinataria dell'offerta deve venire trasmesso dall'Organo di amministrazione della società stessa il documento di offerta;

h) non è consentito il ritiro dell'offerta, salvo che in casi specificamente disciplinati.

Se si verifica la revisione dell'offerta, l'offerente è obbligato a pubblicare un documento che contenga le modifiche apportate all'offerta iniziale.

Gli azionisti che abbiano già accettato l'offerta iniziale hanno diritto ad accettare quella modificata. Qualsiasi acquisto effettuato dall'offerente, o da persona che agisce per suo conto o di concerto, ad un prezzo superiore a quello di offerta, è considerato come modifica automatica dell'offerta iniziale.

(108) Gli Stati membri possono prevedere che non vi sia obbligo di OPA se la società non è quotata e non vi è stata domanda di ammissione a quotazione dei suoi titoli o si tratti di piccola e media impresa.

*Obblighi della società destinataria*

— l'Organo di amministrazione o di direzione della società destinataria deve ottenere l'autorizzazione dell'Assemblea generale degli azionisti per qualsiasi operazione che esuli dall'ordinaria amministrazione;

— deve essere pubblicato un documento dettagliato contenente le osservazioni dell'Organo di amministrazione o direzione della società destinataria.

Dette osservazioni debbono essere corredate da una relazione, redatta da un esperto indipendente, quando la contropartita sia rappresentata da titoli non quotati.

*Poteri dell'Autorità competente*

— le Autorità competenti degli Stati membri debbono disporre del potere di vietare la pubblicazione del documento di offerta che risulti incompleto ed obbligare l'offerente a correggere e pubblicare il documento carente;

— la competenza è attribuita all'Autorità del Paese dove la società destinataria abbia la sede sociale. In caso di offerta simultanea in più Paesi, il documento di offerta deve essere riconosciuto reciprocamente all'interno della Comunità;

— l'offerente è tenuto ad informare l'Autorità di controllo, su sua richiesta, durante il periodo di accettazione dell'offerta, sul numero di accettazioni già pervenute.

*1.1.6. Direttiva sulla completa liberalizzazione dei movimenti di capitale*

In data 24 giugno 1988 è stata approvata la direttiva (88/361/CEE) che estende la liberalizzazione a tutti i movimenti di capitale all'interno della Comunità, compresi i valori mobiliari.

La direttiva prevede che i trasferimenti relativi ai movimenti di capitale debbano effettuarsi alle medesime condizioni di cambio praticate per i pagamenti relativi alle transazioni correnti, sancendo in tal modo un divieto di doppio mercato dei cambi.

L'obbligo di liberalizzazione è formulato in termini generali. Esso implica la soppressione di ogni restrizione sui trasferimenti relativi ai movimenti di capitale (restrizioni di cambio) e l'eliminazione di qualsiasi misura che limiti la possibilità tra residenti di differenti Stati membri di concludere od eseguire le transazioni sottostanti. Al residente è consentito accedere al sistema finanziario di altro Stato membro ed ai prodotti finanziari in esso disponibili (109).

(109) La direttiva sancisce anche il divieto di applicare misure discriminatorie, ad esempio di carattere fiscale o limitazioni agli investitori, quando non siano giustificate da ragioni prudenziali.

È prevista ancora una specifica clausola di salvaguardia, qualora movimenti di capitale a breve termine, di portata eccezionale, esercitino forti tensioni sui mercati dei cambi e provochino gravi turbative nella conduzione della politica monetaria e valutaria di uno Stato membro, causando, in particolare, variazioni importanti della liquidità interna. Tuttavia è la Commissione che, sentito il Comitato monetario ed il Comitato dei Governatori delle banche centrali, può autorizzare le misure di salvaguardia delle quali essa stessa definisce le condizioni e le modalità.

Soltanto in presenza di una situazione di urgenza, tali misure potranno essere adottate direttamente dallo Stato membro e, in ogni caso, la Commissione e gli altri Stati dovranno essere informati dell'adozione di tali misure «al più tardi» al momento della loro entrata in vigore. Si prevede anche che la Commissione, sentito il Comitato monetario ed il Comitato dei Governatori delle banche centrali, possa decidere che tali misure debbano essere modificate o soppresse.

Si stabilisce in sei mesi il limite massimo di durata di tali misure di salvaguardia.

### 1.2. *Partecipazione della Consob ai Comitati CEE*

Il Comitato dei responsabili delle Autorità pubbliche di vigilanza sui mercati di valori ha tenuto nel corso del 1988 due sessioni. La prima, svoltasi nel febbraio 1988, ha esaminato, tra l'altro, le conseguenze della crisi della Borsa del 1987, l'adeguamento dei fondi propri degli intermediari che operano nell'ambito dei servizi d'investimento, i problemi attinenti alla sottoscrizione di emissioni di valori mobiliari in Stati membri diversi da quello dell'emittente.

Nella sessione di settembre 1988, il Comitato ha discusso la proposta di direttiva sui servizi d'investimento, congiuntamente alla proposta di seconda direttiva banche, nell'intento di elaborare un testo in grado di evitare sovrapposizioni di regolamentazioni.

Il Comitato dovrebbe svolgere, in futuro, un ruolo consultivo per la Commissione CEE, nella fase di predisposizione delle proposte normative afferenti il mercato dei valori mobiliari, analogamente a quello svolto dal Comitato consultivo banche per la predisposizione della normativa comunitaria in materia bancaria.

La Consob ha partecipato, altresì, alle riunioni del Comitato di contatto delle direttive contabili che ha esaminato, da ultimo, la possibilità di autorizzare una persona giuridica e non solo una persona fisica a svolgere l'attività di revisione contabile in uno Stato membro diverso da quello di origine.

Nel mese di gennaio 1989, funzionari della Consob hanno preso parte ai lavori del Comitato di contatto, previsto dalla direttiva del 1985 (85/611/CEE) sugli organismi d'investimento collettivi (OICVM).

In tale occasione sono stati esaminati i problemi relativi alla trasposizione negli ordinamenti nazionali della direttiva, il cui termine di recepimento è previsto al primo ottobre p.v.

### 1.3. Gruppo di contatto informale

Dal 1976 un Gruppo di contatto informale, composto dai rappresentanti delle Autorità di Borsa degli Stati membri della Comunità, si riunisce due volte l'anno per esaminare l'attuazione delle direttive comunitarie in materia d'informazione al mercato.

Nel corso del 1988 i partecipanti hanno esaminato il recepimento nel diritto interno dei vari Stati membri della direttiva del 1979 sulle condizioni di ammissione alla quotazione ufficiale di Borsa; di quella del 1980 sul prospetto da pubblicare per l'ammissione dei valori alla quotazione; della direttiva del 1982 sull'informazione periodica delle Società quotate e di quella del 1985 relativa a taluni organismi di investimento collettivo (OICVM) del 1985.

## 2. L'Organizzazione internazionale delle Commissioni di valori (O.I.C.V.)

L'Organizzazione, istituita nel 1974, ha assunto una fisionomia mondiale e ad essa partecipano Autorità pubbliche ed organismi di vigilanza di circa 50 Stati.

Il compito principale dell'Organizzazione consiste nel promuovere l'informazione reciproca e la cooperazione tra gli organismi dei diversi Paesi, incaricati di esercitare il controllo dei mercati di valori, al fine di assicurarne efficacia ed integrità.

### 2.1. La Conferenza annuale

La Conferenza annuale dell'Organizzazione si è svolta a Melbourne dal 13 al 17 novembre 1988, sotto l'egida della National Companies and Securities Commission (NCSC). Ad essa hanno partecipato organismi di vigilanza di 29 Paesi membri, mentre 13 altri Paesi erano rappresentati in qualità di osservatori.

I temi dibattuti dai gruppi di lavoro, istituiti nell'ambito della Conferenza sono stati:

- a) la regolamentazione delle OPA;
- b) la disciplina delle operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni riservate e la manipolazione dei mercati;
- c) lo sviluppo degli organismi di investimento collettivo;
- d) l'armonizzazione dei principi contabili e di revisione;
- e) gli insegnamenti tratti dalla crisi di Borsa del 1967.

Per quanto attiene alle OPA, la discussione si è incentrata, principalmente, su due aspetti: gli interessi prioritari da tutelare e le conseguenze dell'internazionalizzazione dei mercati.

Sul primo punto, è stato convenuto che l'interesse principale da tutelare è quello degli azionisti della Società oggetto dell'OPA. Quanto all'internazionalizzazione del fenomeno, è stato auspicato il riconoscimento reciproco delle regolamentazioni per consentire lo svolgimento dell'offerta in modo tale da non sfavorire gli azionisti non residenti rispetto a quelli residenti nel Paese dove ha sede la società destinataria dell'OPA.



In materia di *insider trading* e di manipolazione dei mercati, è stato ribadito che tali operazioni nuocciono all'integrità del mercato ed alla sua efficienza. Malgrado le divergenze esistenti tra i diversi Paesi, è stata auspicata una più ampia cooperazione, le cui modalità pratiche dovranno venire elaborate dal Gruppo di lavoro del Comitato tecnico specificamente dedicato a tale materia.

Per quanto riguarda l'armonizzazione delle norme contabili, la risoluzione adottata dalla Conferenza incoraggia il Comitato per le norme contabili internazionali (I.A.S.C.) ed il Comitato internazionale sulle modalità di revisione (I.A.P.C.), a proporre misure volte a migliorare le norme internazionali in materia di contabilità e di verifica contabile. In particolare, lo I.A.S.C. è stato invitato ad eliminare le opzioni contrastanti che ancora sussistono nelle norme contabili internazionali.

La prossima Conferenza annuale dell'O.I.C.V., organizzata dalla Consob, si svolgerà a Venezia dal 18 al 21 settembre 1989 e tratterà principalmente dei seguenti temi:

- a) l'automazione del mercato e le implicazioni per l'attività di regolamentazione;
- b) regole di condotta degli intermediari in un'epoca di *deregulation*;
- c) l'armonizzazione internazionale dei mercati dei titoli e prodotti derivati: struttura, regolamentazione e gestione dei rischi.

## 2.2. Il Comitato tecnico

Il Comitato tecnico, cui partecipano gli organi di controllo dei seguenti Paesi: Australia, Canada, Francia, Hong Kong, Germania, Giappone, Inghilterra, Italia, Olanda, Stati Uniti, Svezia e Svizzera, sta svolgendo un'attività di studio di grande rilievo, nell'ambito dei sette Gruppi di lavoro istituiti al suo interno. In particolare, questi i compiti dei suddetti Gruppi di lavoro:

— il primo è incaricato di studiare i metodi di collocamento dei titoli a livello internazionale ed il problema delle quotazioni multiple e di identificare i problemi di regolamentazione che si pongono;

— il secondo, d'intesa con l'I.A.S.C. (*International Accounting Standards Committee*) e l'I.A.P.C. (*International Auditing Practices Committee*), ha il compito di identificare comuni principi e metodi di verifica contabili per le emissioni multinazionali;

— il terzo è incaricato di individuare i requisiti patrimoniali degli intermediari non bancari che operano in ambito multinazionale;

— il quarto gruppo deve studiare i problemi concernenti la compensazione ed il regolamento delle transazioni transfrontaliere;

— il quinto gruppo sta esaminando gli ostacoli esistenti allo scambio di informazioni tra organi di controllo ed i problemi sorti nell'attuazione degli accordi di cooperazione tra organi di controllo volti ad assicurare la vigilanza sui mercati di valori;

— il sesto gruppo sta esaminando la problematica relativa alle transazioni internazionali, effettuate fuori Borsa;

— il settimo gruppo sta esaminando le possibilità di assicurare un miglior coordinamento degli organi di controllo dei mercati di *futures* e *options*.

In occasione della Conferenza di Venezia, si prevede che verranno pubblicate le relazioni conclusive di alcuni Gruppi di lavoro (offerte multinazionali e requisiti patrimoniali degli intermediari non bancari) mentre altri Gruppi proseguiranno nell'esame della documentazione raccolta. In particolare, quello relativo al *clearing* e al *settlement* terrà conto dei rapporti del c.d. Gruppo dei 30, della Federazione internazionale delle Borse Valori e di quello redatto per incarico della Commissione CEE.

### 2.3. Lo scambio di informazioni

Una delle principali preoccupazioni delle Autorità di controllo è quella volta a consentire lo scambio di informazioni per reprimere gli illeciti sui mercati di valori mobiliari. Ciò può avvenire sia mediante l'attuazione della risoluzione di Rio de Janeiro del novembre 1986, sia mediante la stipula di un Accordo multilaterale, sia tramite la conclusione di Accordi bilaterali.

La risoluzione di Rio, sottoscritta dalla Consob, unitamente ad altri 22 membri dell'O.I.C.V., prevede la cooperazione, tra Autorità di controllo su base di reciprocità, nei limiti consentiti dalla legge nazionale. In base a quanto previsto da tale risoluzione, è stata richiesta alla Consob la cooperazione da parte di taluni organi di controllo esteri.

In considerazione della portata limitata della risoluzione, il Comitato tecnico dell'O.I.C.V. ha approvato e sottoposto alla firma dei suoi membri, nel febbraio scorso, una delibera che invita a prendere in esame la conclusione di accordi bilaterali o multilaterali, miranti a predisporre le modalità di cooperazione ed assistenza. Lo scopo principale è quello di consentire all'Autorità richiedente di poter ottenere informazioni e documentazione, su base di reciprocità, anche se il comportamento, oggetto di indagine, non costituisca violazione delle leggi dello Stato dell'Autorità cui è richiesta la cooperazione.

In merito agli accordi multilaterali, nel corso del 1988 è stato adottato il testo definitivo della Convenzione, predisposta nell'ambito del Consiglio d'Europa. Scopo principale di tale Convenzione è quello di assicurare, tra gli Stati membri che l'abbiano ratificata, un'assistenza internazionale che preveda lo scambio di informazioni, relative ad operazioni di *insider trading*. Il testo è attualmente in corso di modifica per l'aggiunta di una clausola che fa salva l'applicazione del diritto comunitario tra gli Stati membri della CEE, come richiesto dal Consiglio CEE. La Consob è stata, inoltre, invitata da organismi di controllo esteri a perfezionare accordi bilaterali per lo scambio di informazioni.

Tuttavia, si deve rammentare che una più efficace cooperazione con Autorità di Paesi non appartenenti alla Comunità Europea è connessa all'approvazione di un'apposita disposizione di legge che consenta alla Consob di prestare assistenza a tali Autorità su base di reciprocità, in deroga all'art. 1, comma 11° sub art. 1 legge n. 216 del 1974 il quale vincola la Commissione al segreto di ufficio per quanto riguarda i dati, le notizie e le informazioni acquisite dalla Commissione medesima nell'esercizio delle sue attribuzioni.

### 3. Gruppo di Wilton Park

Anche nel corso del 1988, il Gruppo informale, sorto per iniziativa del Ministero dell'Industria e Commercio inglese, ha tenuto la sua sessione. Di esso fanno parte gli stessi organismi di controllo membri del Comitato tecnico dell'O.I.C.V. Lo scopo principale del gruppo consiste nel favorire lo scambio di informazioni tra organismi di controllo, mediante la conclusione di accordi bilaterali di assistenza reciproca in relazione alle indagini su violazioni delle norme che disciplinano i mercati di valori.

Nella riunione, i partecipanti si sono espressi a favore delle iniziative volte a facilitare lo scambio di informazioni per garantire la sorveglianza dei mercati nazionali, ed hanno auspicato l'eliminazione degli ostacoli che vi si frappongono. Nel corso della riunione suddetta i partecipanti al gruppo sono stati resi edotti sugli accordi di cooperazione in corso di negoziazione.

### 4. Partecipazione all'attività dell'O.C.S.E.

Anche nel corso del 1988 l'attività di alcuni Comitati costituiti in seno all'O.C.S.E. è stata dedicata allo studio dei problemi connessi all'organizzazione, al funzionamento ed alla sorveglianza dei mercati di valori mobiliari.

La Consob ha preso parte, principalmente, ai lavori del Comitato mercati finanziari (C.M.F.) e del Comitato per l'investimento e le imprese multinazionali (C.I.M.E.).

Nell'ambito del primo, è stato organizzato nel maggio 1988 un'importante sessione speciale di esperti dei mercati di valori mobiliari che ha visto riuniti responsabili degli organi di vigilanza dei mercati mobiliari, funzionari di ministeri economici, di banche centrali e di organismi di autoregolamentazione (*self regulatory bodies*).

In tale occasione, sono stati esaminati gli ostacoli che impediscono l'accesso ai mercati di capitali agli operatori non residenti, la struttura della regolamentazione dei mercati mobiliari nei vari Paesi membri.

In particolare sono stati considerati gli obiettivi, gli strumenti, la ripartizione delle competenze ed i problemi di coordinamento tra Autorità nazionali. Nell'ambito della sessione è stata, altresì discussa la crisi di Borsa del 1987.

Anche a seguito del dibattito svoltosi nella sessione speciale, il Comitato dei mercati finanziari ha istituito un gruppo *ad hoc* di esperti di mercati di valori mobiliari, di cui la Consob fa parte, con il compito di identificare, nel contesto dei cambiamenti strutturali dei mercati mobiliari, i rischi inerenti a questi mercati e valutarne l'importanza nell'ambito del «rischio sistemico globale».

Funzionari della Consob hanno partecipato, inoltre, alla Conferenza sui nuovi strumenti finanziari, tenutasi nei mesi di maggio-giugno 1988 sotto gli auspici del C.I.M.E., e nella quale si è discusso della «trasparenza» a proposito di *futures*, *options* e *swaps* e dell'armonizzazione delle norme contabili, relative a tali strumenti finanziari.

Infine, la Consob ha attivamente contribuito ai lavori relativi all'aggiornamento dei codici O.C.S.E. di liberalizzazione dei movimenti di capitale e delle transazioni invisibili. Le modifiche, apportate a seguito di tali lavori e volte a favorire la circolazione dei servizi bancari e finanziari, indipendentemente dallo stabilimento nel Paese ospitante, sono state definitivamente approvate nel maggio del corrente anno.

## Capitolo IX

### PERSONALE - GESTIONE FINANZIARIA - SISTEMA INFORMATIVO

#### 1. Informativa afferente il personale e l'organizzazione

Nell'anno 1988 si è aggravata la situazione relativa alla staticità degli organici già segnalata negli anni precedenti e ciò a causa dello sviluppo in proporzioni sempre crescenti dei compiti e delle attività via via assegnati alla Commissione, in attuazione di sopravvenute disposizioni legislative che hanno ampliato l'ambito oggettivo e soggettivo dei controlli.

Allo scopo di risolvere le difficoltà dovute all'esiguità della pianta organica, è intervenuta l'iniziativa parlamentare, che ha dato luogo alla legge n. 230 del 23 giugno 1988, con la quale si è prodotto un aumento dei posti previsti dalla pianta organica da 165 a 215; la stessa legge ha inoltre elevato il numero del personale, che la Commissione ha facoltà di assumere con contratto a tempo determinato, a 75 unità rispetto alle 50 previste dalla normativa precedente, stabilizzando per i contratti stessi la durata prevista dalla legge 30 aprile 1981, n. 175.

Alla data del 31 dicembre 1988 il personale in servizio presso la Commissione ammontava a 197 unità di cui:

— 129 dipendenti inquadrati in ruolo (su un organico complessivo stabilito per legge di 215 unità) così suddivisi per carriere: 69 appartenenti alla carriera direttiva, 49 alla carriera operativa e 11 alla carriera ausiliaria;

— 5 dipendenti di altre amministrazioni in posizione di distacco, 4 dei quali sottoposti alla procedura di inquadramento in ruolo prevista dall'art. 4 della legge 4 giugno 1985, n. 281;

— 63 dipendenti assunti con contratti di lavoro subordinato a tempo determinato stipulati ai sensi dell'art. 2 della citata legge n. 281 del 1985, come modificato dalla menzionata legge n. 230 del 1988.

In relazione alle funzioni attribuite il personale era così assegnato:

— 45 unità nel settore addetto alla disciplina ed al controllo delle sollecitazioni del pubblico risparmio, delle informazioni e delle comunicazioni periodiche prodotte da società, enti e soggetti sottoposti al controllo della Commissione nonché alla disciplina ed al controllo dei relativi albi;

— 37 unità, di cui 10 con l'incarico di commissario di Borsa, nel settore addetto alle ammissioni dei valori mobiliari alle quotazioni ufficiali, alla disciplina dei contratti ammessi alle contrattazioni, all'accertamento dei prezzi e delle quantità scambiate, alla definizione delle tariffe di intermediazione, all'analisi del mercato mobiliare ed al controllo del funzionamento delle singole Borse, alla disciplina ed al controllo delle strutture tecniche e dei soggetti che esercitano attività di intermediazioni su titoli e dei relativi albi;

— 14 unità nel settore della ricerca nel campo giuridico ed economico e della trattazione degli affari legali;

— 10 unità presso la Direzione Generale per lo svolgimento di attività di organizzazione, di relazioni esterne, di rapporti internazionali e di ispezione;

— 31 unità nel settore dei servizi di segreteria della Commissione, dell'archivio e del protocollo, della documentazione e degli affari generali;

— 33 unità nel settore amministrativo e della gestione del personale e nelle attività ausiliarie di conduzione di automezzi, anticamera, portineria, fotoriproduzione e centralino;

— 17 unità nel settore dell'elaborazione dei dati;

— 10 unità presso la sede secondaria operativa di Milano.

Nel corso del 1988, la Commissione ha proseguito ed approfondito l'analisi delle proprie funzioni ed esigenze organizzative al fine di pervenire, in conformità alle disposizioni del Regolamento di Organizzazione e Funzionamento approvato con delibera del 3 settembre 1986, alla definizione della struttura formale complessiva dell'organizzazione, attraverso l'istituzione di singole unità organizzative e la determinazione del ruolo, delle risorse umane e degli strumenti atti ad assicurare l'autosufficienza tecnico-operativa, a ciascuna di esse affidati.

In tale prospettiva è divenuto operativo nel settembre 1988 l'ufficio studi economici, nell'ambito dell'Area preposta al coordinamento delle attività relative alla ricerca nel campo giuridico ed economico ed alla trattazione degli affari legali.

Alla luce della definizione delle esigenze dell'organizzazione, sono stati inoltre potenziati gli organici assegnati allo svolgimento dell'attività ispettiva, che sta diventando una fase sempre più determinante dell'attività di vigilanza (cfr. Cap. VI della presente Relazione) ed è sta-

ta assegnata una risorsa allo svolgimento dell'attività legata all'esame delle richieste di intervento e di chiarimento che provengono in misura crescente dal pubblico degli investitori.

La Commissione è, infatti, destinataria di una quantità rilevante di lettere provenienti da privati cittadini contenenti richieste di chiarimenti, dati, informazioni ovvero lamentele di vario tipo, esposti, denunce, richieste d'intervento, sintomatiche di una diffusa esigenza di tutela del consumatore di prodotti finanziari e dell'esistenza di ampi spazi aperti al rischio di abusi in danno del consumatore stesso.

La materia delle segnalazioni e delle richieste dei privati, degli orientamenti da assumere al riguardo, della configurabilità o meno in capo alla Commissione di obblighi procedurali o comunque di specifici comportamenti vincolati ha formato oggetto di ampio dibattito in seno al collegio.

L'interesse individuale e collettivo dei consumatori configura, infatti, un interesse che la Commissione considera meritevole di garanzie operative. Il tema presenta tuttavia complessa natura ed esige una circostanziata valutazione.

A differenza di quanto è dato osservare nella struttura di un organismo avente natura istituzionale affine come l'I.S.V.A.P., la cui legge istitutiva ha specificamente previsto una unità organizzativa (Sezione reclami) con il compito di raccogliere i reclami presentati dagli interessati nei confronti degli enti e delle imprese soggetti alla vigilanza e al controllo dell'istituto, la Consob si trova ad intervenire in uno spazio non coperto da trama normativa.

Fino a data recente l'orientamento della Commissione è stato quello di effettuare un esame delle doglianze e degli esposti dei privati volto all'accertamento dell'esistenza di un *fumus* di reato ai fini dell'adempimento all'obbligo di inoltro di rapporto all'Autorità Giudiziaria.

Sul finire del 1988, la Commissione ha invece deciso, come si è detto, di attivare presso l'Area Studi Giuridici una specifica funzione di centro di raccolta, esame e valutazione delle richieste, esposti e doglianze varie con il compito di corrispondere ad ogni singola richiesta o segnalazione, dopo aver esperito le indagini necessarie all'accertamento della reale entità dei fatti portati a conoscenza dell'istituto.

Quest'attività realizza un profilo di tutela non centrato sugli aspetti di eventuale illiceità penale, bensì su una maggiore sensibilità e considerazione generali per la posizione del contraente economicamente più debole.

Nel corso dell'anno 1988 sono stati espletati i seguenti concorsi pubblici per titoli ed esami:

— un posto di funzionario di 2<sup>a</sup> in prova nella carriera direttiva; è stato immesso nelle funzioni il candidato risultato vincitore;

— 8 posti di funzionario di 2<sup>a</sup> in prova nella carriera direttiva; sono stati immessi nelle funzioni gli 8 candidati risultati vincitori;

— 3 posti di funzionario di 2<sup>a</sup> in prova nella carriera direttiva, profilo professionale di commissario di Borsa; hanno superato le prove d'esame e assunto le funzioni 2 candidati;

— un posto di assistente in prova nella carriera operativa; hanno assunto le funzioni un candidato risultato vincitore e uno idoneo;

— 3 posti di assistente in prova nella carriera operativa; hanno superato le prove d'esame e assunto le funzioni i 3 vincitori;

— 9 posti di vice assistente in prova nella carriera operativa; sono stati immessi in servizio 9 vincitori e 3 candidati idonei;

— un posto di vice assistente in prova nella carriera operativa; è stato immesso nelle funzioni il candidato risultato vincitore.

Sono poi stati espletati i seguenti concorsi interni:

— 6 posti di funzionario di 2<sup>a</sup> in prova nella carriera direttiva; hanno superato le prove d'esame e assunto servizio 2 dipendenti;

— 3 posti di vice assistente in prova nella carriera operativa; nessun dipendente ha superato le prove d'esame.

Nel corso dell'anno si sono inoltre svolte le prove scritte dei seguenti concorsi:

— concorso pubblico, per titoli ed esami, a 3 posti di vice assistente in prova nella carriera operativa;

— concorso pubblico, per titoli ed esami, a 4 posti di commesso in prova nella carriera ausiliaria;

— concorso interno a un posto di vice assistente in prova nella carriera operativa.

Nel corso del 1988 la Commissione ha approvato un programma di addestramento all'uso degli strumenti informatici e delle procedure automatizzate attualmente operative. La realizzazione di tale programma, che riguarderà la totalità dei dipendenti dell'Istituto, è stata avviata nel mese di dicembre con un'edizione sperimentale, sviluppata su 3 «moduli» ad approfondimento progressivo, alla quale hanno partecipato 15 dipendenti.

## **2. La gestione finanziaria**

La gestione finanziaria dell'esercizio 1988, svolta sulla base del bilancio di previsione approvato dalla Commissione il 22 dicembre 1987, è stata disciplinata dal Regolamento di Amministrazione e Contabilità della Consob, adottato dalla Commissione con delibera del 22 aprile 1987, reso esecutivo con d.p.c.m. del 16 maggio 1987.

A norma di quanto previsto dalla legge 281/1985, il bilancio preventivo e il rendiconto della gestione finanziaria per l'esercizio 1987 sono stati pubblicati sul Bollettino della Consob.

Le entrate correnti sono ammontate a 36,6 miliardi di lire di cui lire 35 miliardi provenienti dallo stanziamento sul capitolo 4505 dello stato di previsione della spesa del Ministero del Tesoro e lire 1,6 miliardi derivanti dall'avanzo di amministrazione dell'esercizio 1987, trasferito tra le entrate dell'esercizio 1988 ai sensi dell'art. 10 del citato Regolamento di Amministrazione e Contabilità della Consob.



A fronte di tali entrate sono stati eseguiti pagamenti in conto competenza ed assunti impegni per complessivi 27,5 miliardi di lire.

Gli oneri finanziari globali sostenuti nel corso dell'anno 1988, compresa la gestione dei residui passivi, sono ammontati a lire 45,9 miliardi così ripartiti:

— lire 18,7 miliardi pari al 40,6% per spese per il personale e per i componenti la Commissione;

— lire 6,1 miliardi pari al 13,5% per spese di gestione;

— lire 21,1 miliardi pari al 45,9% per l'acquisto di beni patrimoniali.

Di tale ultimo importo circa il 95,2% (pari al 43,8% degli oneri finanziari globali) è stato destinato all'acquisto dell'immobile della sede di Roma perfezionato nel luglio 1988 a seguito del completamento delle procedure previste dalla vigente normativa.

Il 2,3% circa (pari all'1,06% degli oneri finanziari globali) si riferisce, infine, alla spesa per l'acquisto di macchinari relativi al sistema informativo.

L'economia derivante dalla gestione di competenza, pari a lire 9,1 miliardi, è stata trasferita all'esercizio 1989 ai sensi della suindicata disposizione regolamentare, mentre l'economia di lire 1,2 miliardi proveniente dalla gestione dei residui passivi è stata versata sull'apposito capitolo di entrata del bilancio dello Stato.

### 3. Il Sistema informativo

Nel corso dell'anno 1988 la Commissione ha confermato l'opportunità di ricorrere all'uso di strumenti informatici nell'espletamento dei compiti degli uffici, ed ha avallato le iniziative volte al raggiungimento dell'obiettivo.

Con i primi mesi dell'anno in esame può considerarsi conclusa la prima fase di informatizzazione, contraddistinta da sviluppo di procedure per soddisfare le necessità più urgenti e da crescita rilevante nel numero dei posti di lavoro: la consistenza dei programmi elaborati sviluppati presso il Ced ed in esercizio ha superato le 1300 unità ed i posti di lavoro sono saliti da 5, a fine 1985, a circa 150. La necessità di rispondere adeguatamente ad una crescita di tali dimensioni, che si è accompagnata ad un incremento del personale in termini rilevanti, è all'origine delle scelte tecniche che caratterizzano l'architettura realizzata dalla Consob.

#### 3.1. Scelte hardware

Infatti, per quanto riguarda l'*hardware* installato, lo sviluppo si è basato sulla disponibilità di *personal computers* come posti di lavoro e sulla coesistenza di più elaboratori (*mini-computers* ed elaboratore centrale) collegati tramite rete locale ad alte prestazioni; le apparecchiature presentano potenze diversificate a seconda delle effettive necessità, ma costi-

tuiscono funzionalmente un unico ambiente che permette alle procedure elettroniche la visibilità e la disponibilità di tutto l'insieme.

Tra le motivazioni di tale architettura si individuano, oltre ad economie nell'investimento, la necessità di un alto livello di continuità di funzionamento dell'intero sistema, e quella di poter gestire la crescente richiesta di prestazioni con gradualità proporzionata alle effettive esigenze.

### 3.2. Scelte software

Per quanto riguarda il *software* la scelta di base si riferì ad un sistema operativo che consentisse di mutare l'*hardware* senza che fosse necessario apportare modifiche ai programmi, e tutelasse al meglio l'investimento più costoso, ovvero i programmi e l'abitudine operativa al loro uso.

Tale sistema operativo, noto con il nome di UNIX, poteva rappresentare una scelta innovativa e coraggiosa nel 1985, ma oggi il successo incontrato sui mercati mondiali e gli investimenti, sia effettuati che annunciati in forma strategica da parte di tutte le principali case fornitrici, testimonia l'opportunità della scelta stessa.

### 3.3. Archivi elettronici

Gli archivi della base dati sono stati sviluppati attraverso *software standard* di larga diffusione, con un linguaggio di programmazione, denominato SQL, di semplice utilizzo anche per utenti non tecnici. Tale *software standard*, che appartiene ai cosiddetti RDBMS, i quali adottano una tecnica «relazionale» per l'archiviazione dei dati, ha anch'esso presentato, nel corso degli ultimi anni, profonde modificazioni evolutive, ed oggi si presenta come strumento adatto a consentire una visione unitaria dei dati della Consob pur se fisicamente distribuiti su più elaboratori.

La possibilità di espansione delle strutture *hardware-software* sul fronte *minicomputers* in alternativa all'elaboratore centrale consente di scegliere nell'ambito di una fascia di costi contenuti, stante un rapporto tra dette dimensioni di elaboratori di circa 1 a 10. Inoltre la distribuzione fisica delle apparecchiature agevola lo sviluppo dell'informatica nell'ambito delle unità funzionali (c.d. dipartimenti), facilitando l'autonomia dei singoli gruppi di utenti.

Si è raggiunta, inoltre, una sostanziale autonomia verso i fornitori di *hardware*, grazie al *software* utilizzato che ha caratteristiche di indipendenza rispetto alle singole case fornitrici.

È per tale circostanza che la Consob può eseguire i principali acquisti *hardware* attraverso procedure di licitazione privata, con i vantaggi derivanti dalla libera concorrenza tra coloro che operano sul mercato.

Sul fronte del *software* di sviluppo alcune scelte di fondo hanno tenuto conto delle esperienze e delle dimensioni delle ditte fornitrici, allo scopo sia di ottenere prodotti di elevato livello qualitativo e tecnologicamente avanzati, sia di favorire la crescita del personale tecnico della Consob attraverso rapporti di lavoro con risorse di elevata specializzazione.

Va sottolineato che, se da una parte le suddette scelte hanno predisposto l'ambiente necessario, dall'altra l'informatizzazione della Consob ha potuto contare sull'interesse e la collaborazione individuale di numerosi utenti amministrativi a vari livelli; nel corso del secondo semestre 1988 la Commissione, allo scopo di omogeneizzare ed estendere la conoscenza tecnica negli uffici, ha promosso un piano di addestramento che si rivolge a tutto il personale e tende a porre ciascuno a conoscenza di tutti gli strumenti informatici a disposizione.

A tale iniziativa si è accompagnato un primo intervento organizzativo allo scopo di sensibilizzare e coinvolgere i responsabili delle aree funzionali e degli uffici nelle scelte evolutive; e ciò comporta da una parte lo stabilire opportune priorità nello sviluppo delle procedure, dall'altra la consapevolezza dei mutamenti indotti nelle prassi di lavoro degli uffici. La Commissione ha infatti costituito il Comitato permanente per i sistemi organizzativi ed informativi, previsto dal Regolamento di organizzazione della Consob, e l'organismo collegiale ha iniziato la propria attività nella metà del 1988.

#### 3.4. Le procedure elettroniche

L'esame dettagliato delle procedure in esercizio pone in luce, all'inizio del 1988, la seguente situazione:

A) Procedure di supporto al funzionamento della Commissione:

- gestione del protocollo dei documenti in entrata;
- gestione giuridica del personale;
- gestione economica del personale;
- gestione delle presenze del personale;
- gestione di un indirizzario elettronico dei soggetti;
- gestione della biblioteca.

B) Procedure operative strumentali allo svolgimento dei compiti istituzionali della Commissione:

- «giornale elettronico» che diffonde tempestive informazioni sull'andamento del Mercato di Borsa;
- trattamento delle informazioni deducibili dalle comunicazioni relative ai movimenti azionari regolati dalla delibera n. 2681 del 28 gennaio 1987;
- trattamento in tempo reale di informazioni sull'andamento dei titoli quotati, diffusi dal CED Borsa di Milano;

- trattamento delle informazioni trasmesse alla Consob da società ed agenti autorizzati alla vendita a domicilio di prodotti finanziari;
- trattamento dei dati provenienti dalle comunicazioni relative ai possessi azionari e loro variazioni ex art. 1/5 della legge n. 216 del 1974;
- trattamento automatico delle informazioni sulla composizione degli organi sociali delle società quotate;
- gestione delle informazioni sul repertorio ufficiale unico delle ispezioni;
- trattamento dei dati inerenti gli incarichi a società di revisione, e dei dati relativi all'attività delle stesse;
- gestione dei dati relativi alle operazioni di riporto di titoli e di anticipazione su titoli, e pubblicazione dei relativi bollettini;
- gestione delle informazioni anagrafiche dei soggetti controllati.

Nel corso del 1988, oltre ad ampliamenti per alcune delle citate procedure, sono state sviluppate e rese operative le seguenti:

- A) — gestione del protocollo dei documenti in uscita;
  - strumenti di ricerca dei documenti protocollati tramite frasi o parole contenute nell'oggetto;
  - gestione dell'inventario dei beni mobili della Consob;
- B) — trattamento dei dati provenienti da segnalazioni delle Commissionarie di Borsa (dati mensili):
  - gestione degli adempimenti dovuti ed espliciti nei confronti della Consob dai soggetti controllati;
  - classificazione dei soggetti controllati in funzione delle categorie di appartenenza;
  - gestione dei dati provenienti da indagini generalizzate promosse dalla Consob.

Sono inoltre iniziate attività di studio di nuove procedure, che a fine 1988 si presentavano in fase di analisi o di prototipo:

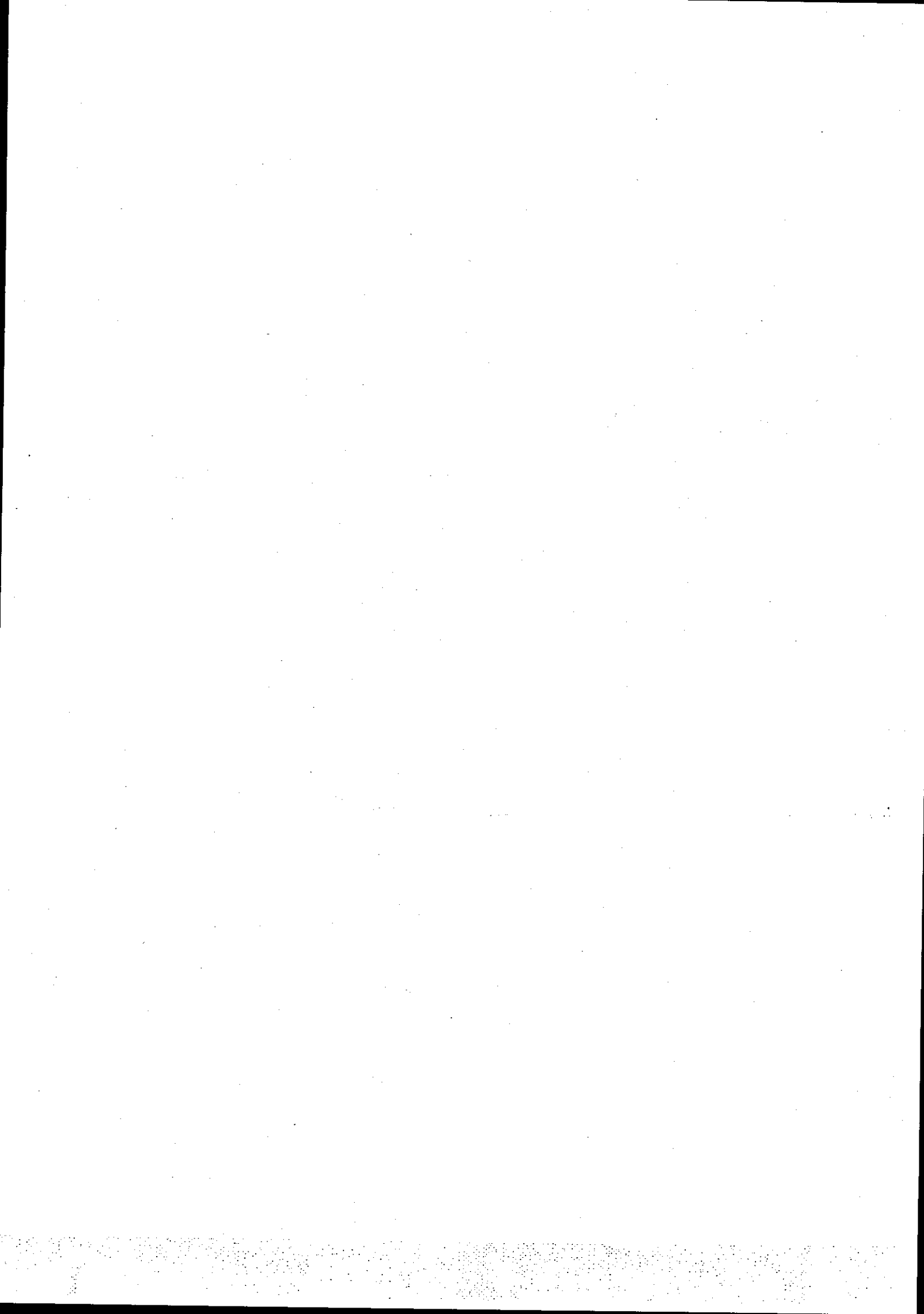
- A) — gestione dell'albo dei fornitori della Consob;
  - gestione delle missioni del personale;
  - trattamento delle informazioni inerenti le pratiche ed i relativi fascicoli;
  - supporti tecnici per l'utilizzo delle informazioni contenute negli archivi magnetici tramite linguaggi di IV generazione;
- B) — trattamento dei dati provenienti da segnalazioni delle Commissionarie di Borsa (dati semestrali):
  - trattamento delle informazioni inerenti i bilanci delle società controllate.

Si aggiunge che la Commissione, nell'intento di accelerare l'utilizzo delle informazioni provenienti dall'esterno, ha promosso l'uso, da parte dei soggetti controllati (per ora limitatamente alle Commissionarie di Borsa ed alle società ed agenti autorizzati alla vendita a domicilio di prodotti finanziari) di registrazioni magnetiche dei dati: ha pertanto iniziato la distribuzione di apposite procedure automatizzate che consentono l'acquisizione guidata delle informazioni tramite personal computers.



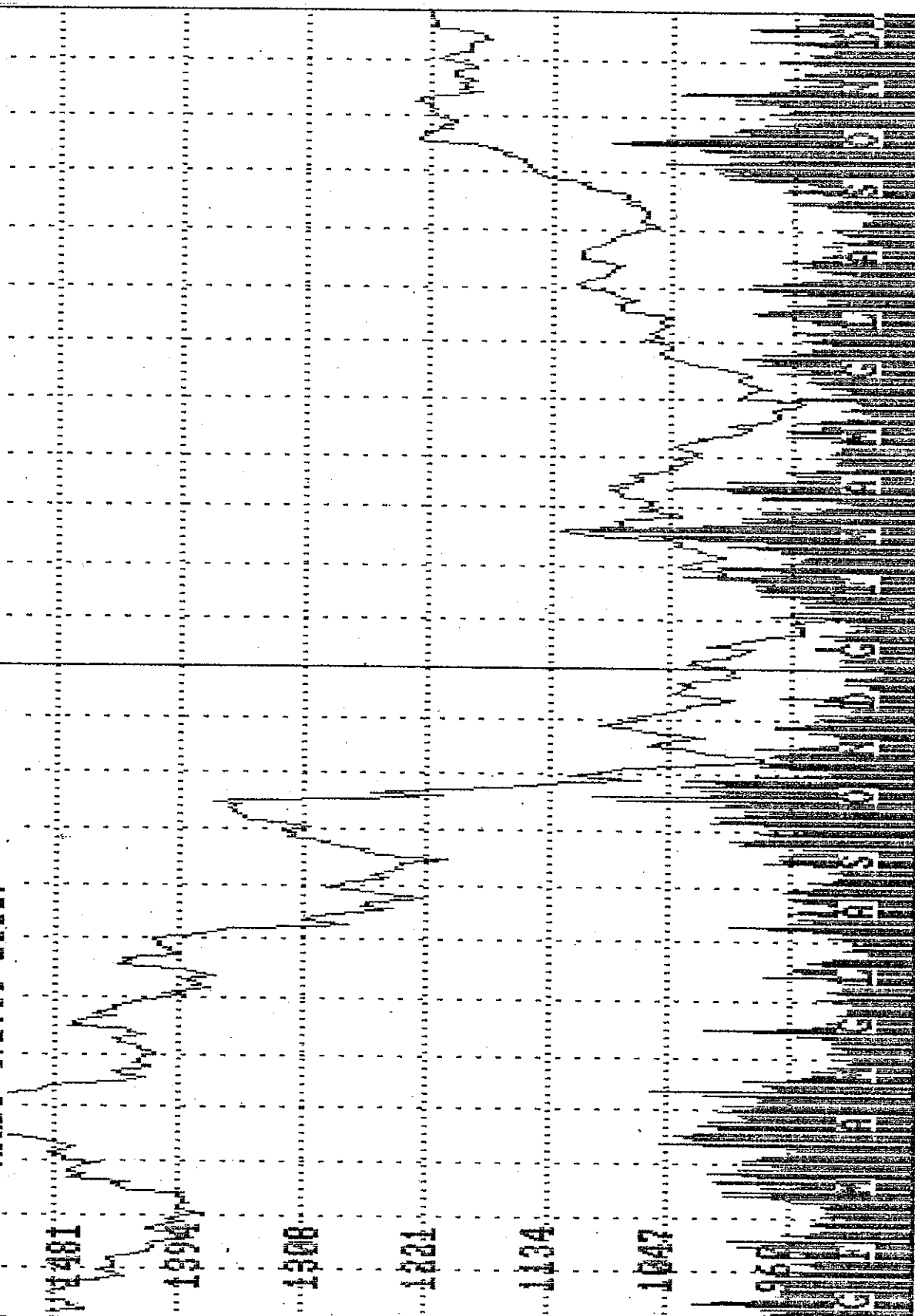
**A L L E G A T I**

(tavole e grafici)





Elaborazione Consob su indice MIB corrente anni 1987 e 1988  
(base 4.1.88=1000)



1988  
Grafico I

1987

**Variazioni indici azionari anni solari 1985/1986/1987/1988**

	1985	1986	1987	1988
MIB Corrente (2.1.85 = 1.000 2.1.86 = 1.000 2.1.87 = 1.000 4.1.88 = 1.000)	+ 100,7%	+64,0%	-32,3%	+21,9%
COMIT (1972 = 100)	+ 98,4%	+58,1%	-32,8%	+20,8%
MEDIOBANCA (2.1.61 = 100)	+ 94,5%	+70,3%	-30,2%	+24,4%
BNL (1953 = 100)	+ 120,5%	+88,8%	-32,7%	+25,2%
SOLE 24 ORE (1938 = 1)	+ 114,8%	+84,4%	-33,2%	+27,5%

INDICI BORSE ESTERE  
1988

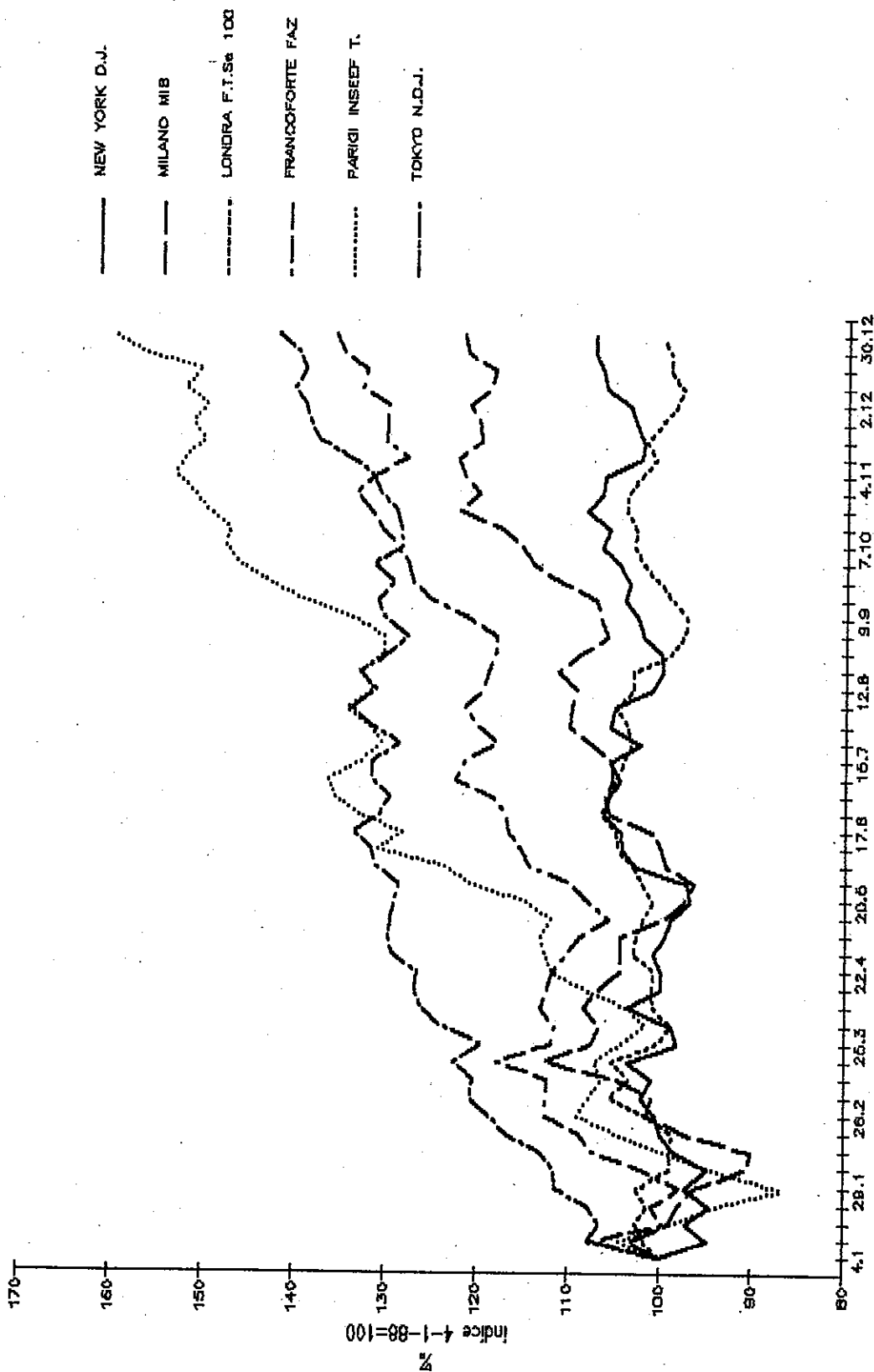


Grafico 2

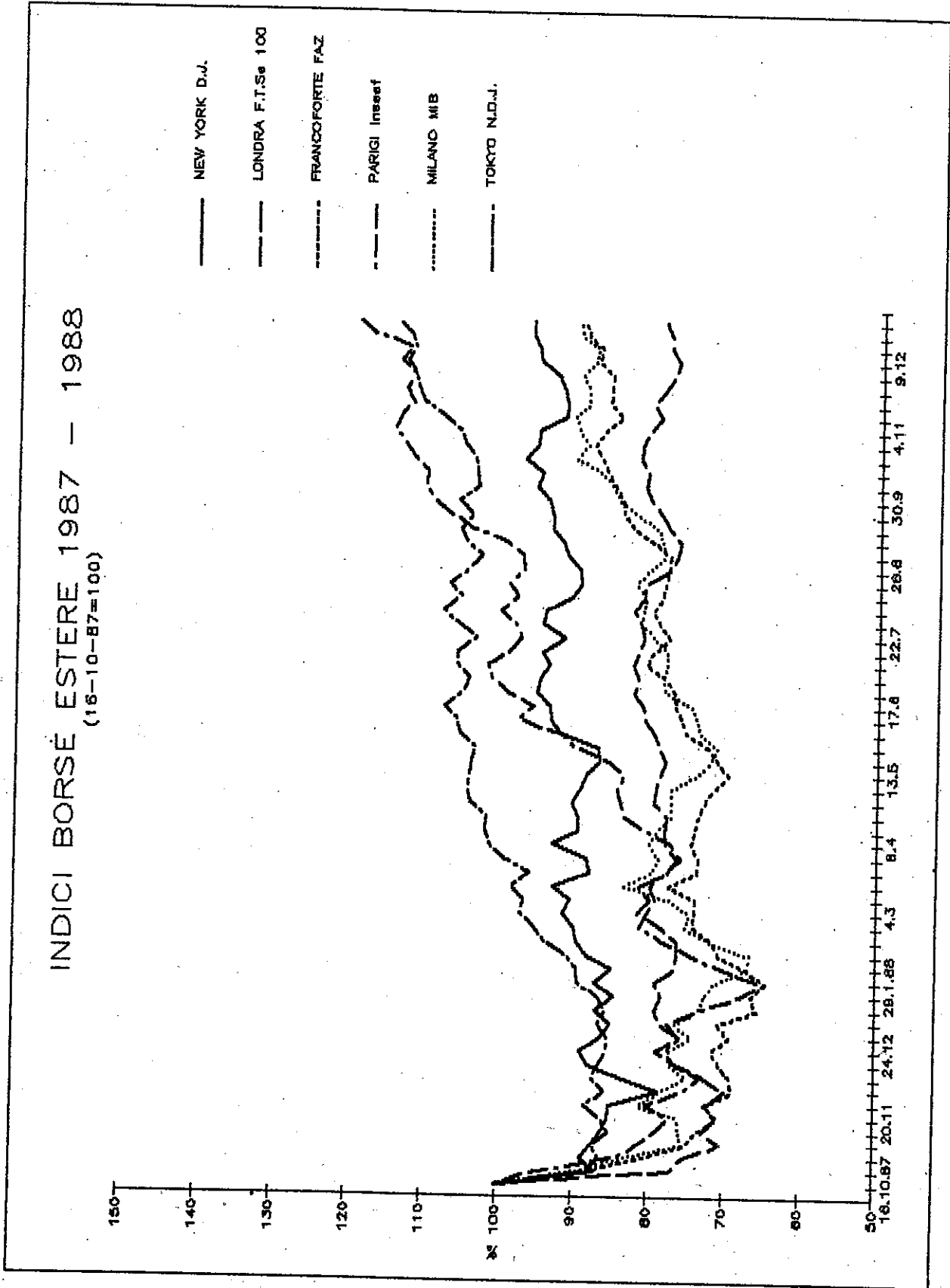


Grafico 3

Tav. a/1/2

**Fondi comuni di investimento italiani: raccolta lorda**  
(miliardi di lire)

Mese	Obbligazionari	Bilanciati	Azionari	Totale	Totale riscatti
TOTALE 1985	6.022	6.059	4.632	16.707	734
TOTALE 1986	11.724	20.631	13.453	45.808	8.781
TOTALE 1987	10.253	3.395	3.924	17.572	17.539
1988					
GENNAIO .....	180	80	107	367	1.691
FEBBRAIO .....	408	85	150	643	2.947
MARZO .....	575	127	206	908	1.405
APRILE .....	159	119	198	476	1.250
MAGGIO .....	196	102	141	439	1.975
GIUGNO .....	188	159	121	468	1.923
LUGLIO .....	185	122	168	475	1.499
AGOSTO .....	138	62	158	358	869
SETTEMBRE .....	117	56	122	295	1.426
OTTOBRE .....	199	100	185	484	1.411
NOVEMBRE .....	405	110	256	771	1.374
DICEMBRE .....	280	90	175	545	1.415
TOTALE .....	3.030	1.212	1.987	6.229	19.185

**Composizione del patrimonio netto dei fondi comuni di investimento**  
(dati cumulativi in miliardi di lire)

Data	Totale patrimonio netto	di cui azioni	di cui obbligaz. conv.	di cui titoli di Stato	di cui obbligaz.	di cui titoli esteri	di cui liquidità
1988							
Gennaio	57.325	12.675	1.108	31.196	4.415	5.446	2.485
Febbraio	55.544	13.141	1.088	28.768	4.236	5.477	2.834
Marzo	56.028	13.434	1.108	28.060	4.290	6.083	3.053
Aprile	54.921	12.920	1.107	27.024	4.366	6.950	2.554
Maggio	52.567	11.789	1.062	25.598	4.289	7.136	2.693
Giugno	52.872	12.657	1.101	24.928	4.321	7.256	2.609
Luglio	52.820	13.117	1.088	24.362	4.205	7.500	2.548
Agosto	58.290	12.666	1.081	24.053	4.295	7.655	2.540
Settembre	52.258	13.186	1.092	23.530	4.188	7.791	2.471
Ottobre	52.425	13.864	1.033	23.479	3.938	7.797	2.314
Novembre	51.698	13.655	1.025	23.488	4.181	7.809	1.540
Dicembre	51.563	13.940	990	22.467	4.125	7.983	2.058

Tav. a/1/4

**Andamento del rapporto price/earnings  
nei principali mercati**

	12/84	12/85	12/86	12/87	12/88
USA	9.9	13.7	14.1	14.4	11.6
Giappone	27.3	25.9	45.7	52.7	53.8
Regno Unito	11.1	12.1	13.4	11.8	10.4
Germania	13.5	16.7	14.7	10.7	15.6
Francia	15.3	15.3	19.0	10.0	12.6
Italia	18.1	26.2	21.0	12.7	15.1

*Fonte: Morgan Stanley - International Perspective.*

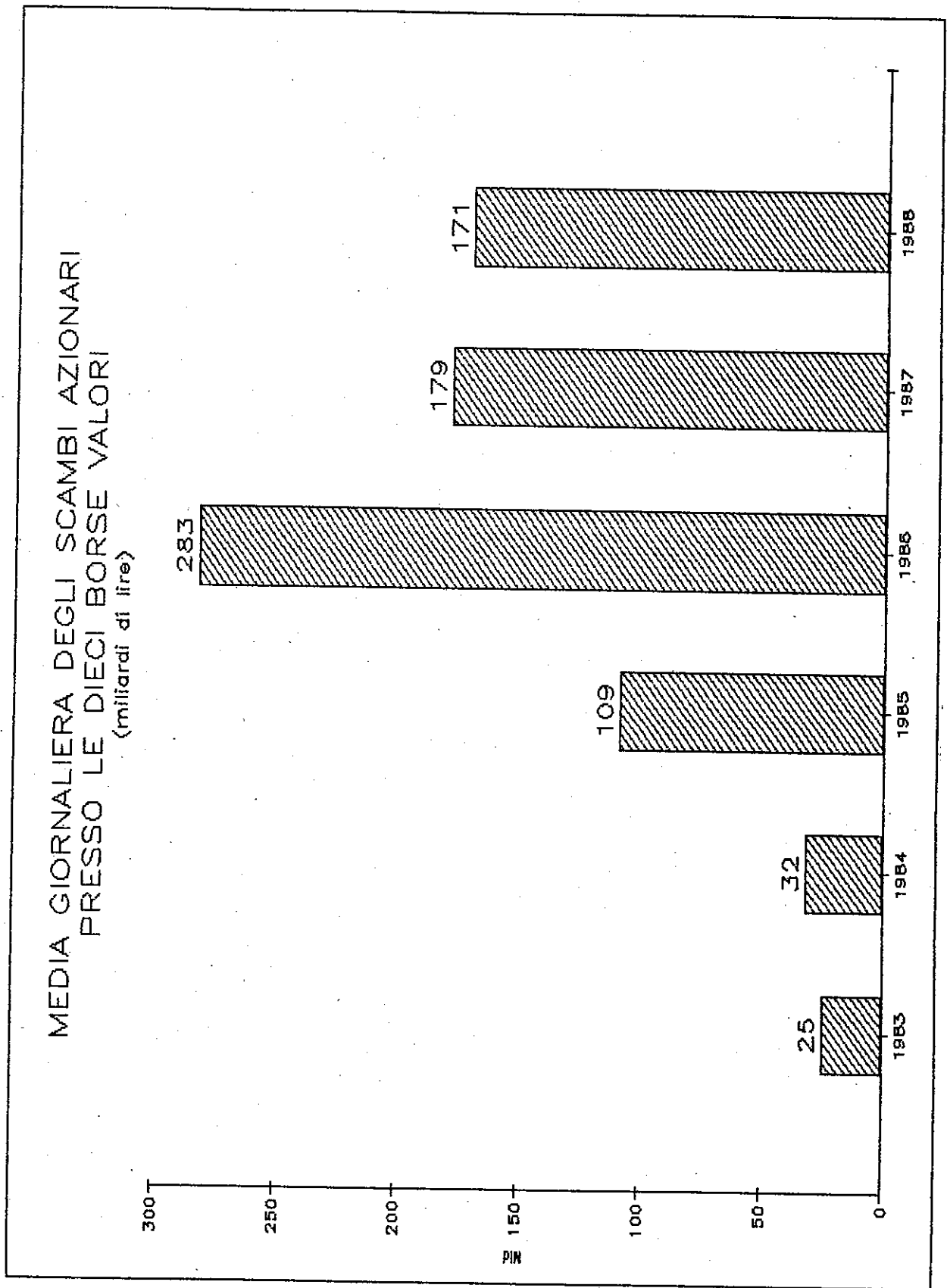


Grafico 4



Tav. a/1/5

### La volatilità dei mercati nel 1988: un confronto internazionale

	Mib	Ft index.	Faz.	Cac	Dow Jones	Nikkei
Deviazione standard annualizzata (a)	11,60%	9,13%	13,01%	14,49%	14,15%	10,18%
Scostamento quadratico medio (sigma)	0,73%	0,58%	0,82%	0,92%	0,89%	0,64%
Variazione media	0,78%	0,65%	0,88%	0,91%	0,84%	0,62%
Campo di variazione	7,17%	7,20%	11,72%	11,87%	11,47%	10,02%
Numero di variazioni (in percentuale del totale) maggiori del:						
1%	26,09%	19,15%	33,19%	34,04%	29,36%	16,30%
2%	8,70%	4,26%	5,60%	11,06%	8,51%	1,76%
4%	0,00%	0,43%	1,29%	0,43%	1,70%	1,32%
5%	0,00%	0,00%	0,43%	0,43%	0,43%	0,44%

(a) La deviazione standard annualizzata delle variazioni percentuali giornaliere è calcolata con la seguente formula:

$$\sqrt{[(\text{varianza delle differenze giornaliere}) \times 250]}$$

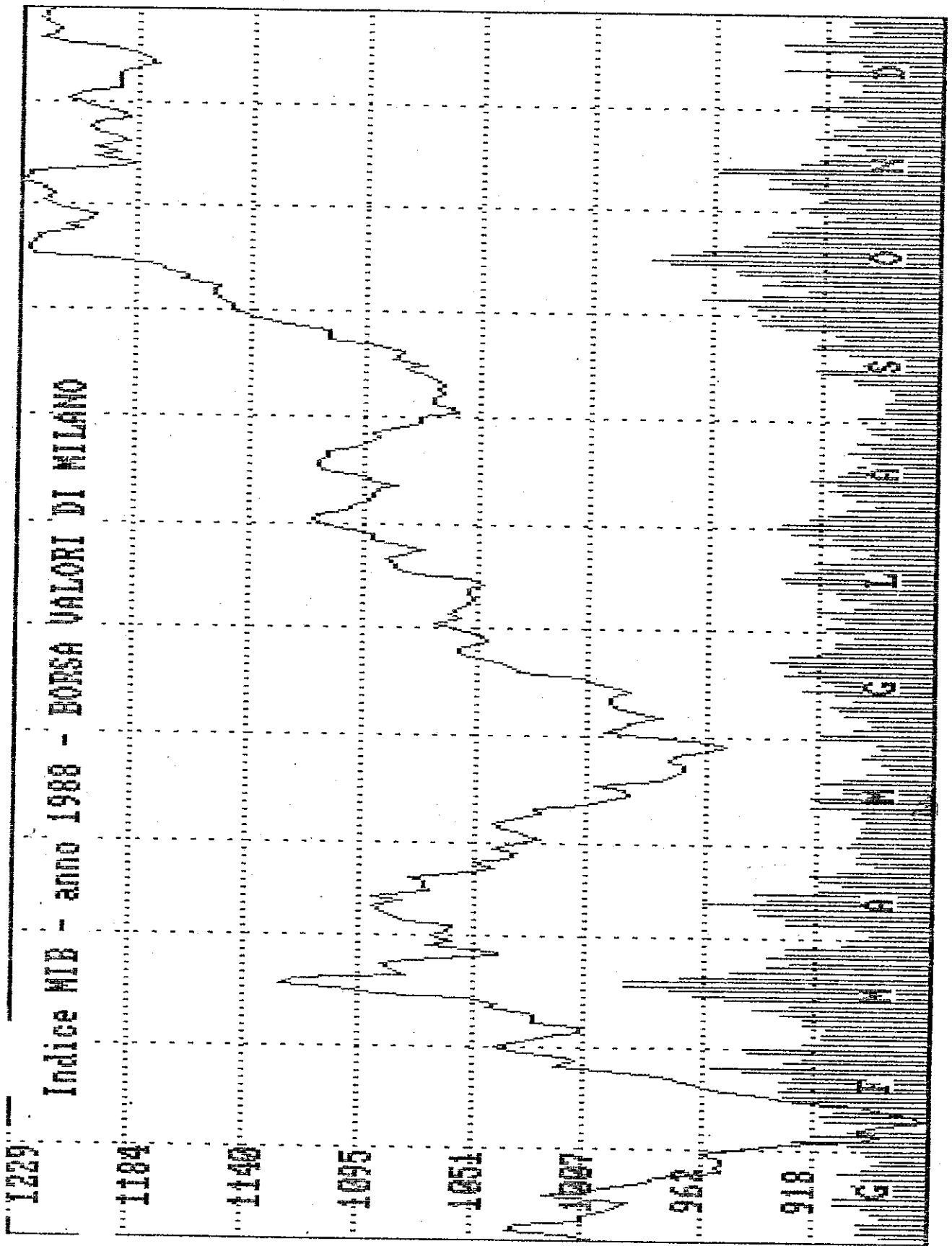


Grafico 5

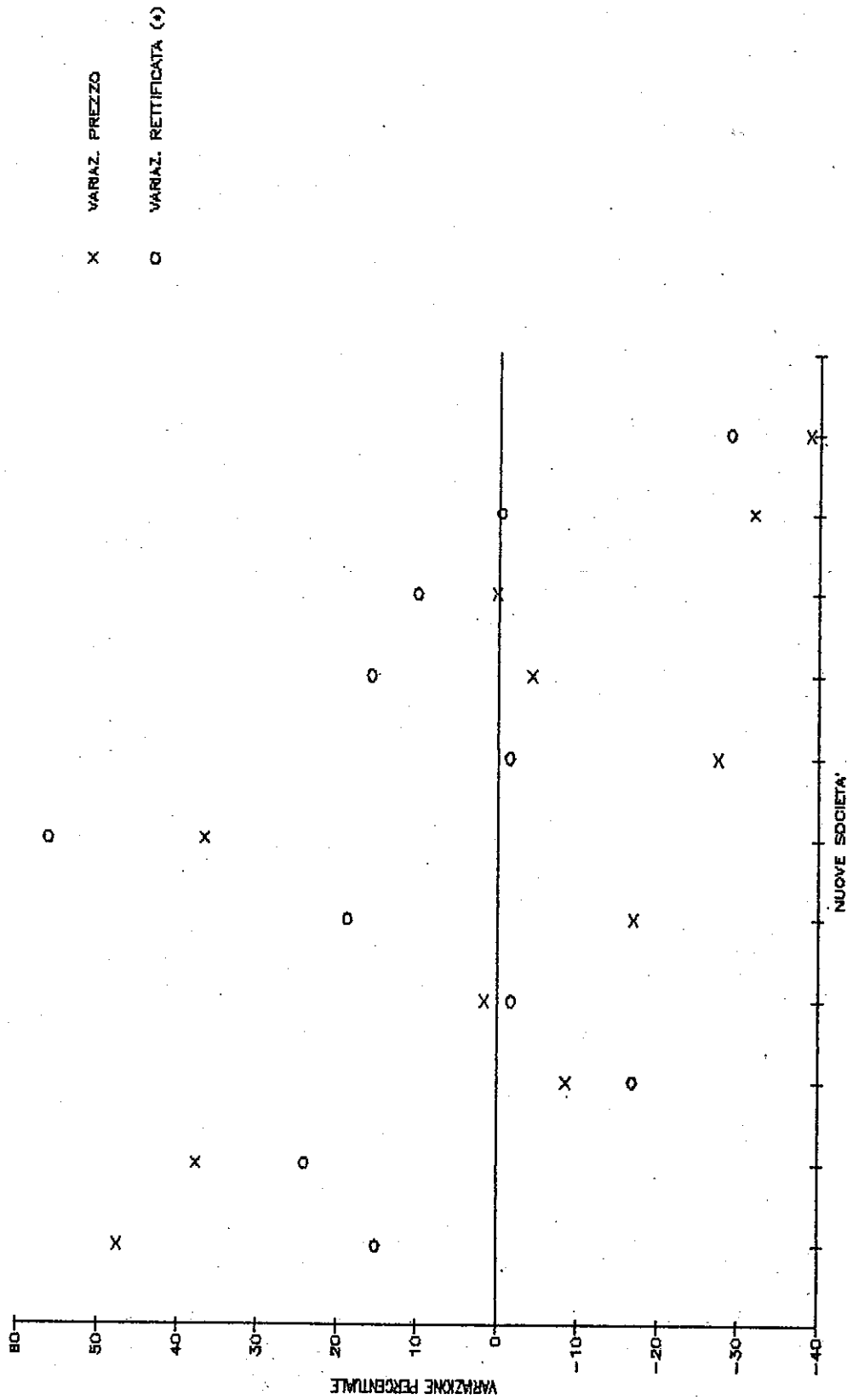
Tav. a/1/6

**Azioni di risparmio con performances migliore  
delle rispettive azioni ordinarie in percentuale del:**

	1986	1987	1988
Totale delle azioni di risparmio	33%	55%	18%
Totale azioni di risparmio il cui titolo ordinario ha avuto una performance positiva	23%	15%	15%
Totale azioni di risparmio il cui titolo ordinario ha avuto una performance negativa	75%	59%	34%



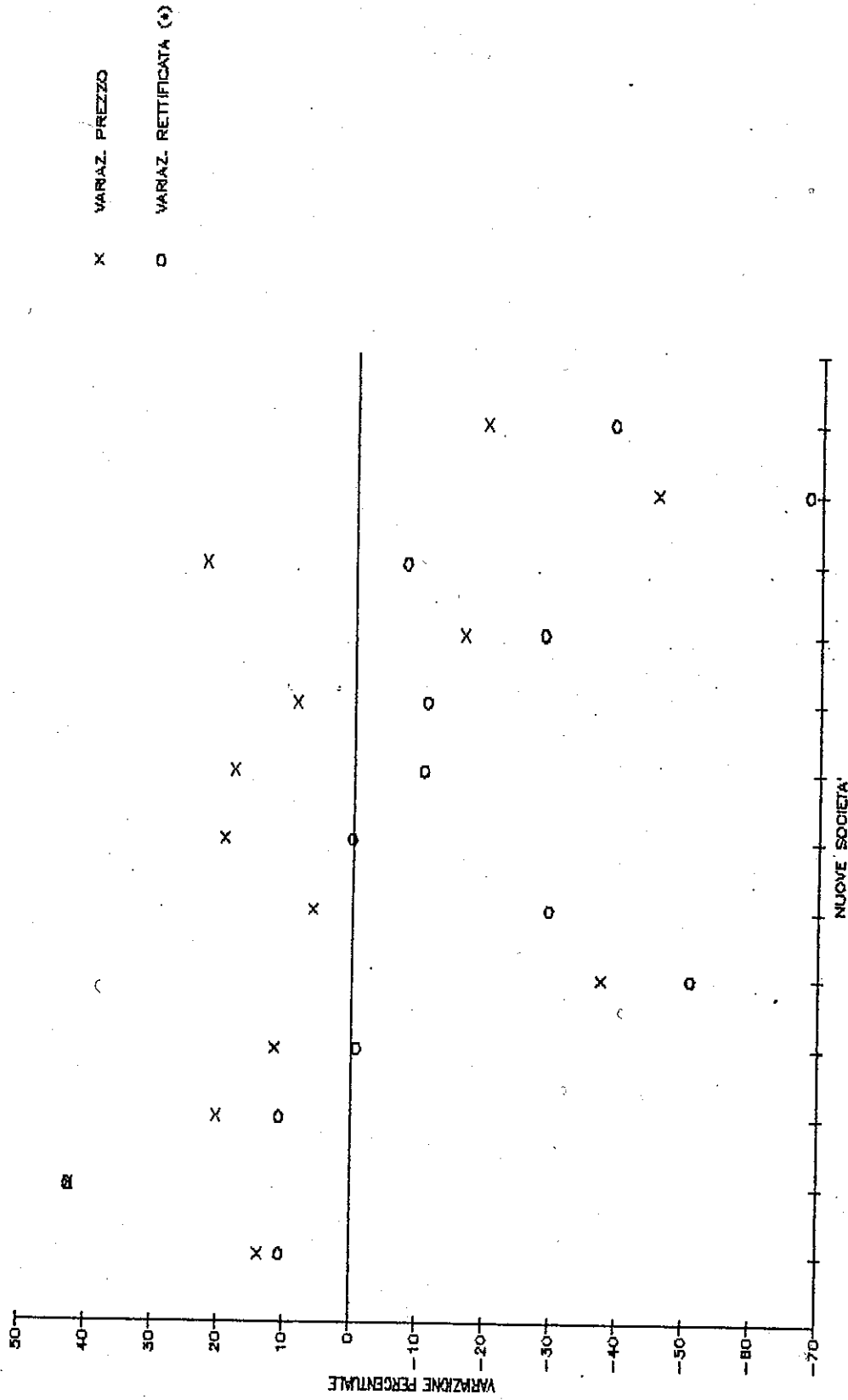
SOCIETA' AMMESSE ALLA QUOTAZIONE NEL 1988 :  
 VARIAZIONE % TRA IL PREZZO DEL PRIMO GIORNO  
 DI QUOTAZIONE ED I PREZZI DI COLLOCAMENTO



(\*) rettificata con la variazione del MIB.

Grafico 6

SOCIETA' AMMESTE ALLA QUOTAZIONE NEL 1988:  
 VARIAZIONE % TRA IL PREZZO DEL 30.12.88 ED IL PREZZO  
 DEL PRIMO GIORNO DI QUOTAZIONE



(\*) rettificata con la variazione del MIB.

Grafico 7

Variazioni percentuali giornaliere dell'indice MID corrente  
nel periodo 2.1.1987 - 30.12.1988

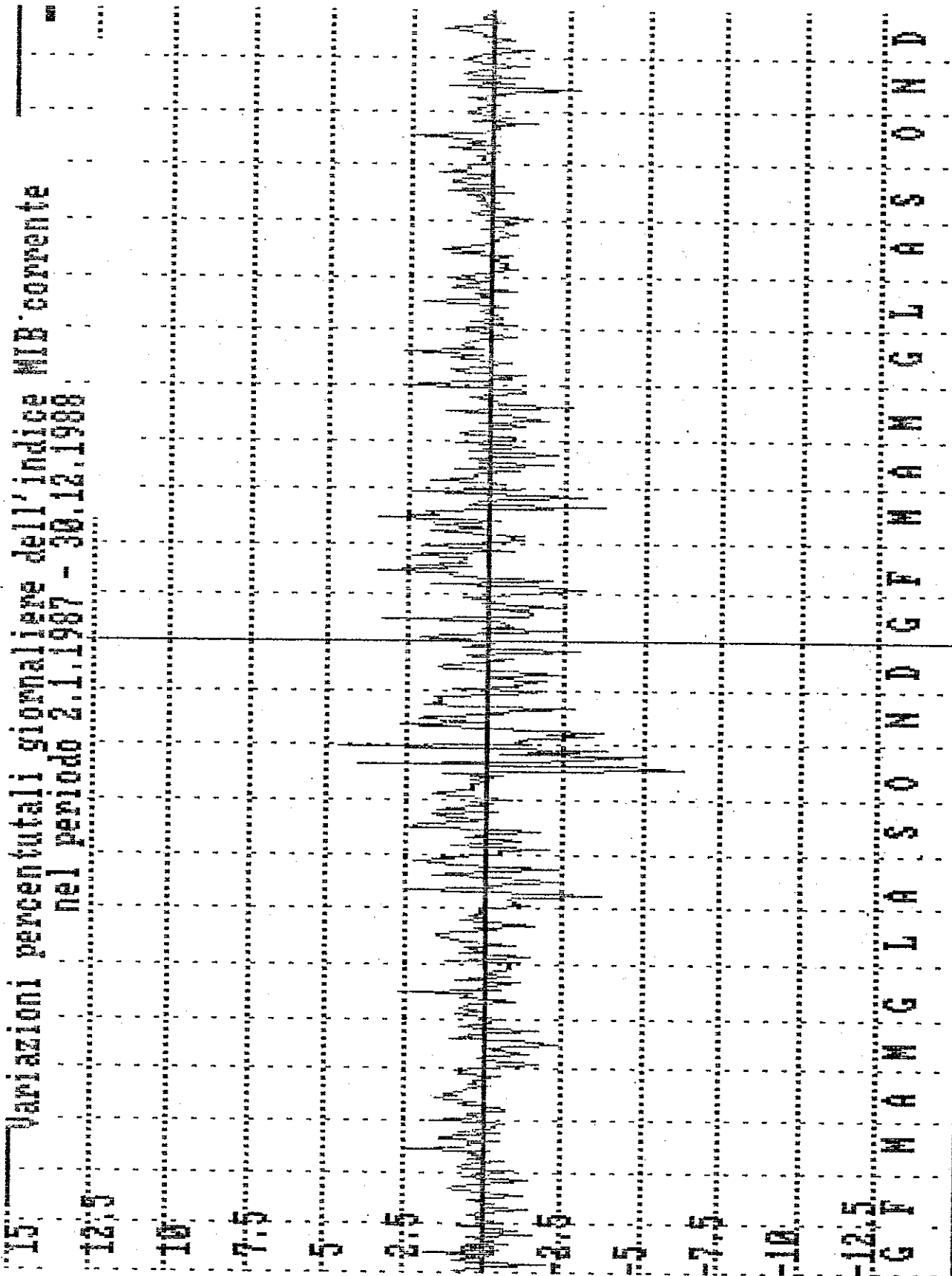


Grafico 8

## Scambi azionari complessivi nel 1988 presso tutte le Borse

Borsa Valori	Anno 1987			Anno 1988		
	Quantità	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantità	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Bologna	42.430.950	248.996.697	,55	56.075.561	196.239.648	,45
Firenze	96.683.200	109.085.857	,24	18.520.650	64.712.378	,15
Genova	93.200.900	239.964.600	,53	116.466.500	434.181.855	1,00
Milano	8.526.219.475	42.443.985.497	93,25	10.709.131.200	40.480.793.309	93,66
Napoli	6.679.900	58.908.734	,13	23.000	76.245	,00
Palermo	1.641.500	15.335.820	,03	4.851.200	15.603.815	,04
Roma	120.793.400	854.493.179	1,88	185.109.117	933.787.853	2,16
Torino	199.757.630	1.232.262.350	2,71	144.592.749	828.529.345	1,92
Trieste	13.391.130	57.927.058	,13	14.691.734	35.614.890	,08
Venezia	46.516.910	257.100.121	,56	61.179.665	231.066.595	,53
<b>Totale</b>	<b>9.147.314.995</b>	<b>45.518.059.913</b>	<b>100,00</b>	<b>11.310.641.376</b>	<b>43.220.605.933</b>	<b>100,00</b>



Tav. a/1/8a

**Scambi azionari complessivi nel 1988  
alla Borsa Valori di Bologna**

Mese Borsistico	Anno 1987			Anno 1988		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	2.807.900	21.410.638	8,60	2.414.900	10.755.621	5,48
Febbraio	5.323.650	28.120.109	11,29	5.074.850	17.492.018	8,91
Marzo	2.910.750	18.781.934	7,54	4.106.550	17.389.362	8,86
Aprile	2.118.900	13.446.589	5,40	5.383.800	25.660.494	13,08
Maggio	3.005.650	27.645.177	11,10	4.255.600	16.136.790	8,22
Giugno	2.192.100	18.849.773	7,57	3.167.350	13.834.172	7,05
Luglio	2.675.950	12.695.495	5,10	4.247.900	14.382.052	7,33
Agosto	5.471.800	25.034.321	10,05	4.732.011	17.795.080	9,07
Settembre	3.989.850	16.984.639	6,82	4.793.700	15.243.140	7,77
Ottobre	5.501.600	27.908.106	11,21	4.836.900	17.657.168	9,00
Novembre	3.690.500	22.644.220	9,09	10.213.600	17.492.179	8,91
Dicembre	2.742.300	15.475.696	6,22	2.848.400	12.401.572	6,32
<b>Totale</b>	<b>42.430.950</b>	<b>248.996.697</b>	<b>100,00</b>	<b>56.075.561</b>	<b>196.239.648</b>	<b>100,00</b>

**Scambi azionari complessivi nel 1988  
alla Borsa Valori di Firenze**

Mese Borsistico	Anno 1987			Anno 1988		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	4.681.995	11.839.933	10,85	889.850	3.578.864	5,53
Febbraio	36.387.005	14.077.274	12,90	1.865.450	4.429.682	6,85
Marzo	41.387.250	11.655.872	10,69	2.363.750	6.192.565	9,57
Aprile	2.237.050	10.039.771	9,20	2.145.600	6.679.372	10,32
Maggio	1.343.600	8.442.827	7,74	1.940.950	6.379.548	9,86
Giugno	1.714.750	9.209.560	8,44	1.704.450	5.383.276	8,32
Luglio	767.500	4.515.143	4,14	1.978.200	6.938.341	10,72
Agosto	1.205.350	5.704.935	5,23	1.594.650	5.401.145	8,35
Settembre	1.038.700	6.620.438	6,07	905.500	4.455.512	6,89
Ottobre	1.739.850	8.490.663	7,78	1.046.150	4.779.865	7,39
Novembre	2.493.200	10.439.577	9,57	1.494.900	6.037.226	9,33
Dicembre	1.686.950	8.049.864	7,38	591.200	4.456.982	6,89
<b>Totale</b>	<b>96.683.200</b>	<b>109.085.857</b>	<b>100,00</b>	<b>18.520.650</b>	<b>64.712.378</b>	<b>100,00</b>

Tav. a/1/8c

**Scambi azionari complessivi nel 1988  
alla Borsa Valori di Genova**

Mese Borsistico	Anno 1987			Anno 1988		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	4.145.250	18.056.282	7,52	5.614.450	10.425.624	2,40
Febbraio	5.225.500	23.710.846	9,88	7.527.150	14.632.062	3,37
Marzo	3.423.900	15.675.863	6,53	5.820.350	18.746.829	4,32
Aprile	6.453.700	20.594.631	8,58	5.873.450	23.332.628	5,37
Maggio	7.175.450	23.058.597	9,61	6.137.200	20.061.823	4,62
Giugno	9.094.950	18.650.632	7,77	5.682.050	22.597.899	5,20
Luglio	7.296.050	14.028.920	5,85	6.783.900	24.233.450	5,58
Agosto	14.032.750	16.900.854	7,04	6.342.000	18.139.850	4,18
Settembre	6.230.500	17.319.203	7,22	4.111.650	22.550.026	5,19
Ottobre	10.008.900	27.341.741	11,39	29.386.050	109.826.854	25,30
Novembre	10.942.300	28.674.831	11,95	20.278.750	93.939.522	21,64
Dicembre	9.171.650	15.952.200	6,65	12.909.500	55.695.288	12,83
<b>Totale</b>	<b>93.200.900</b>	<b>239.964.600</b>	<b>100,00</b>	<b>116.466.500</b>	<b>434.181.855</b>	<b>100,00</b>

**Scambi azionari complessivi nel 1988  
alla Borsa Valori di Milano**

Mese Borsistico	Anno 1987			Anno 1988		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	495.686.100	2.731.330.912	6,44	420.217.600	1.513.733.462	3,74
Febbraio	758.005.325	3.715.421.468	8,75	750.910.375	2.502.974.433	6,18
Marzo	605.815.425	2.882.336.457	6,79	1.325.771.050	4.434.814.203	10,96
Aprile	920.866.200	4.496.076.753	10,59	1.238.292.900	4.944.406.242	12,21
Maggio	876.851.500	5.144.346.228	12,12	860.590.325	2.983.279.942	7,37
Giugno	552.389.075	3.013.567.722	7,10	706.705.350	2.524.287.733	6,24
Luglio	453.566.650	2.531.072.025	5,96	930.392.675	3.470.477.172	8,57
Agosto	496.132.075	2.671.933.341	6,30	890.353.425	3.304.313.382	8,16
Settembre	589.365.900	2.804.024.170	6,61	629.439.775	2.317.823.080	5,73
Ottobre	939.419.425	4.468.826.016	10,53	1.133.408.275	4.643.810.402	11,47
Novembre	1.215.543.125	5.468.565.964	12,88	1.160.988.425	4.835.152.398	11,94
Dicembre	622.578.675	2.516.484.441	5,93	662.061.025	3.005.720.860	7,43
<b>Totale</b>	<b>8.526.219.475</b>	<b>42.443.985.497</b>	<b>100,00</b>	<b>10.709.131.200</b>	<b>40.480.793.309</b>	<b>100,00</b>

Tav. a/1/8e

**Scambi azionari complessivi nel 1988  
alla Borsa Valori di Napoli**

Mese Borsistico	Anno 1987			Anno 1988		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	589.400	6.082.930	10,33	—	—	,00
Febbraio	829.400	6.387.979	10,84	—	—	,00
Marzo	424.400	4.681.896	7,95	—	—	,00
Aprile	797.000	7.354.353	12,48	—	—	,00
Maggio	656.900	6.313.056	10,72	21.500	57.645	75,60
Giugno	469.900	4.824.627	8,19	1.000	14.850	19,48
Luglio	332.900	3.374.163	5,73	—	—	,00
Agosto	543.500	4.262.193	7,24	—	—	,00
Settembre	367.400	3.265.080	5,54	—	—	,00
Ottobre	739.500	6.103.163	10,36	500	3.750	4,92
Novembre	924.600	6.255.384	10,62	—	—	,00
Dicembre	5.000	3.910	,01	—	—	,00
<b>Totale</b>	<b>6.679.900</b>	<b>58.908.734</b>	<b>100,00</b>	<b>23.000</b>	<b>76.245</b>	<b>100,00</b>

**Scambi azionari complessivi nel 1988  
alla Borsa Valori di Palermo**

Mese Borsistico	Anno 1987			Anno 1988		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	270.500	3.343.644	21,80	503.000	1.394.523	8,94
Febbraio	119.400	1.081.605	7,05	486.200	1.159.892	7,43
Marzo	101.700	1.700.870	11,09	905.500	1.559.038	9,99
Aprile	110.200	1.884.589	12,29	404.500	847.335	5,43
Maggio	152.300	2.100.397	13,70	257.600	809.493	5,19
Giugno	28.100	493.914	3,22	618.800	1.065.369	6,83
Luglio	20.000	149.560	,98	299.500	808.400	5,18
Agosto	10.400	177.002	1,15	437.800	956.887	6,13
Settembre	89.000	96.831	,63	274.600	1.307.116	8,38
Ottobre	95.000	554.225	3,61	244.000	2.218.149	14,22
Novembre	235.900	1.396.677	9,11	276.700	2.169.765	13,91
Dicembre	409.000	2.356.506	15,37	143.000	1.307.848	8,38
<b>Totale</b>	<b>1.641.500</b>	<b>15.335.820</b>	<b>100,00</b>	<b>4.851.200</b>	<b>15.603.815</b>	<b>100,00</b>

Tav. a/1/8g

**Scambi azionari complessivi nel 1988  
alla Borsa Valori di Roma**

Mese Borsistico	Anno 1987			Anno 1988		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	7.170.900	45.464.965	5,32	12.687.000	64.914.241	6,95
Febbraio	11.818.400	69.008.704	8,08	14.946.150	62.709.852	6,72
Marzo	7.724.550	44.496.300	5,21	25.525.400	111.263.462	11,92
Aprile	12.016.400	81.416.666	9,53	22.181.800	122.723.222	13,14
Maggio	12.575.150	94.368.303	11,04	14.334.250	59.482.835	6,37
Giugno	8.207.800	66.986.467	7,84	11.853.050	58.264.094	6,24
Luglio	6.716.450	62.705.760	7,34	14.175.350	78.269.436	8,38
Agosto	5.271.950	52.980.394	6,20	12.453.100	66.887.597	7,16
Settembre	8.481.650	62.674.760	7,33	10.418.750	58.578.792	6,27
Ottobre	13.830.700	111.894.884	13,09	17.748.750	87.365.838	9,36
Novembre	15.219.400	105.296.670	12,32	16.671.717	91.143.857	9,76
Dicembre	11.760.050	57.199.306	6,69	12.113.800	72.184.627	7,73
<b>Totale</b>	<b>120.793.400</b>	<b>854.493.179</b>	<b>100,00</b>	<b>185.109.117</b>	<b>933.787.853</b>	<b>100,00</b>

**Scambi azionari complessivi nel 1988  
alla Borsa Valori di Torino**

Mese Borsistico	Anno 1987			Anno 1988		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	14.998.600	88.072.373	7,15	8.796.320	62.298.777	7,52
Febbraio	23.812.050	108.761.737	8,83	14.149.199	68.742.190	8,30
Marzo	15.873.350	88.402.270	7,17	17.404.800	88.479.345	10,68
Aprile	19.621.900	122.200.685	9,92	13.809.600	88.354.683	10,66
Maggio	19.011.400	159.940.802	12,98	10.546.500	58.376.444	7,05
Giugno	10.558.800	99.941.483	8,11	11.602.380	60.179.757	7,26
Luglio	10.658.350	82.308.813	6,68	14.185.500	79.390.934	9,58
Agosto	11.641.800	67.457.988	5,47	10.384.150	55.217.338	6,66
Settembre	12.289.250	60.936.060	4,95	8.227.700	53.057.050	6,40
Ottobre	22.948.880	130.377.146	10,58	15.920.550	79.290.431	9,57
Novembre	25.618.300	144.325.864	11,71	11.568.600	77.805.687	9,39
Dicembre	12.724.950	79.537.129	6,45	7.997.450	57.336.709	6,92
<b>Totale</b>	<b>199.757.630</b>	<b>1.232.262.350</b>	<b>100,00</b>	<b>144.592.749</b>	<b>828.529.345</b>	<b>100,00</b>



Tav. a/I/8i

**Scambi azionari complessivi nel 1988  
alla Borsa Valori di Trieste**

Mese Borsistico	Anno 1987			Anno 1988		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	320.900	3.475.873	6,00	443.970	1.454.252	4,08
Febbraio	1.037.800	4.783.482	8,26	580.318	3.132.583	8,80
Marzo	979.600	5.786.658	9,99	2.559.736	4.430.313	12,44
Aprile	1.118.750	6.200.799	10,70	1.082.050	4.049.657	11,37
Maggio	1.507.650	6.920.271	11,95	1.081.640	3.104.495	8,72
Giugno	1.138.650	5.163.978	8,91	316.850	1.258.714	3,53
Luglio	460.388	3.107.572	5,36	1.165.210	2.653.680	7,45
Agosto	661.650	2.770.531	4,78	1.324.400	2.292.713	6,44
Settembre	665.000	3.124.523	5,39	2.181.300	2.612.308	7,33
Ottobre	2.242.992	5.902.978	10,19	1.923.750	3.484.287	9,78
Novembre	2.492.300	7.746.847	13,37	1.395.100	3.846.978	10,80
Dicembre	765.450	2.943.546	5,08	637.410	3.294.910	9,25
<b>Totale</b>	<b>13.391.130</b>	<b>57.927.058</b>	<b>100,00</b>	<b>14.691.734</b>	<b>35.614.890</b>	<b>100,00</b>

**Scambi azionari complessivi nel 1988  
alla Borsa Valori di Venezia**

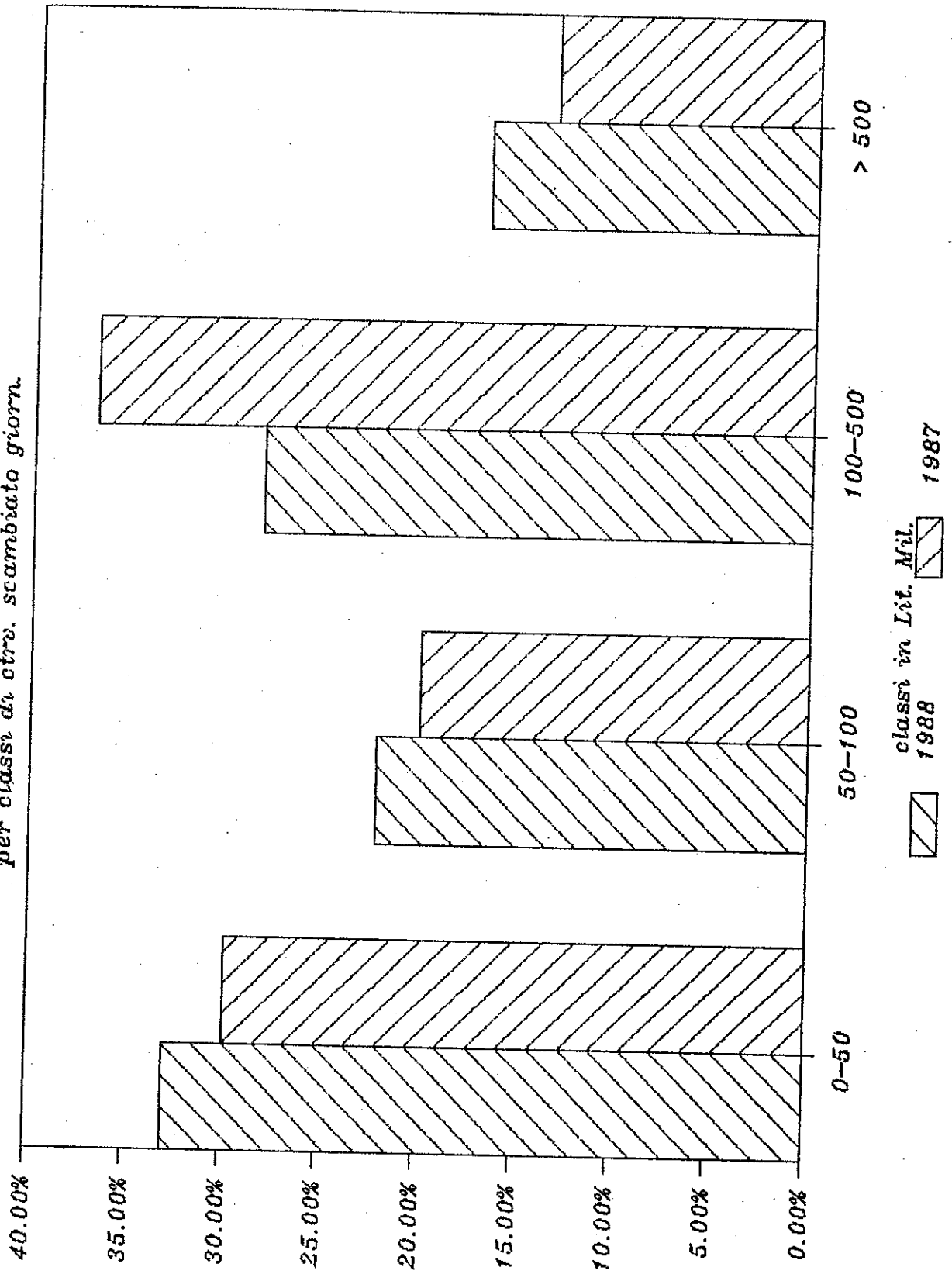
Mese Borsistico	Anno 1987			Anno 1988		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	1.348.200	17.248.778	6,71	6.474.650	27.119.700	11,74
Febbraio	3.197.450	19.640.215	7,64	2.778.300	12.928.454	5,60
Marzo	2.548.180	15.128.010	5,88	3.395.335	11.525.788	4,99
Aprile	2.837.190	19.197.730	7,47	4.149.400	17.417.149	7,54
Maggio	2.162.240	21.756.781	8,46	3.160.975	13.130.065	5,68
Giugno	1.266.100	8.896.857	3,46	2.358.610	7.904.207	3,42
Luglio	2.167.800	8.012.054	3,12	6.994.700	22.619.195	9,79
Agosto	2.358.100	18.087.135	7,04	5.166.800	20.149.618	8,72
Settembre	3.384.900	15.034.243	5,85	7.060.450	18.791.618	8,10
Ottobre	10.141.700	51.080.467	19,87	6.661.380	24.473.017	10,59
Novembre	8.359.700	31.570.285	12,28	8.575.990	34.496.883	14,93
Dicembre	6.745.350	31.447.566	12,23	4.403.075	20.582.901	8,91
<b>Totale</b>	<b>46.516.910</b>	<b>257.100.121</b>	<b>100,00</b>	<b>61.179.665</b>	<b>231.066.595</b>	<b>100,00</b>

Tav. a/1/9

**Controvalore scambiato: media giornaliera 1988**

Classi	Numero di titoli in % sul totale	Turnover (rapporto ctv medio giornaliero × 250/capitalizz.)		
		Maggiore di 0,5 (in %)	Tra 0,25 e 0,5 (in %)	Minore di 0,25 (in %)
Oltre 500 milioni	16,77	36,36	27,42	10,86
Da 100 a 500 milioni	28,16	24,24	30,65	28,05
Da 50 a 100 milioni	22,15	12,12	16,13	25,34
Da 0 a 50 milioni	32,91	27,27	25,81	35,75
Totale	100,00	100,00	100,00	100,00
	100%	10,44%	19,62%	69,94%

# Composizione % del mercato per classi di ctra. scambiato giorn.



Tav. a/1/10

**Controvalore scambiato: media giornaliera 1988**

Classi	Numero di titoli in % sul totale		Titoli con diritto di voto (in %)		Titoli senza diritto di voto (in %)	
Oltre 500 milioni in % sul tot. della classe	16,77	100,00	92,45	21,21	7,55	4,71
Da 100 a 500 milioni in % sul tot. della classe	28,16	100,00	76,40	29,44	23,60	24,71
Da 50 a 100 milioni in % sul tot. della classe	22,15	100,00	74,29	22,51	25,71	21,18
Da 0 a 50 milioni in % sul tot. della classe	32,91	100,00	59,62	26,84	40,38	49,41
<b>Totale</b>	<b>100,00</b>		<b>73,10</b>	<b>100,00</b>	<b>26,90</b>	<b>100,00</b>

### Controvalore scambiato: media giornaliera 1988

Classi di turnover	Numero di titoli in % sul totale	Titoli con diritto di voto (in %)		Titoli senza diritto di voto (in %)	
Maggiore di 0,50 in % sul tot. della classe	10,44 100,00	45,45	6,49	54,55	21,18
Tra 0,25 e 0,50 in % sul tot. della classe	19,62 100,00	66,13	17,75	33,87	24,71
Minore di 0,25 in % sul tot. della classe	69,94 100,00	79,19	75,76	20,81	54,12
Totale	100,00	73,10	100,00	26,90	100,00

Tav. a/I/12

**Contratti a premio alla Borsa Valori di Milano**  
**(dati complessivi per ciclo premi mensile)**  
**(milioni di lire)**

PERIODO	CTV premi	CTV titoli	CTV titoli trattati a fermo	Costo premi (%)	CTV titoli/ CTV titoli a fermo (%)
TOTALE 1985	263.108	5.207.558	26.314.887	5,1	19,8
TOTALE 1986	700.209	10.602.254	66.660.844	6,6	15,9
TOTALE 1987	336.986	11.019.567	41.966.999	3,1	26,3
1988					
GENNAIO .....	14.857	494.447	1.051.373	3,0	47,0
FEBBRAIO .....	20.370	708.982	2.502.974	2,9	28,3
MARZO .....	42.966	1.135.411	4.434.814	3,8	25,6
APRILE .....	52.717	1.318.260	4.944.406	4,0	26,7
MAGGIO .....	30.305	931.996	2.983.280	3,3	31,2
GIUGNO .....	21.480	784.386	2.524.288	2,7	31,1
LUGLIO .....	37.893	1.199.282	3.470.477	3,2	34,6
AGOSTO .....	22.369	768.837	3.304.313	2,9	23,3
SETTEMBRE .....	20.491	817.775	2.317.823	2,5	35,3
OTTOBRE .....	35.273	1.190.829	4.643.810	3,0	25,6
NOVEMBRE .....	41.296	1.198.863	4.833.000	3,4	24,8
DICEMBRE .....	22.936	835.699	2.944.186	2,7	28,4
TOTALE .....	362.953	11.384.767	39.954.744	3,2	28,5

Fonte: Elaborazione su dati Comitato Direttivo Agenti di cambio, Milano.

**Riporti sui titoli azionari quotati**  
(miliardi di lire)

Periodo	Valori correnti riporti (media mensile)	Valori costanti Base: indice generale storico Borsa MI I semestre 1980 (media mensile)	Valori correnti in % azioni trattate semestre corrispondente
I sem. 80 .....	199	199	60
II sem. 80 .....	293	185	34
I sem. 81 .....	536	198	32
II sem. 81 .....	493	234	117
I sem. 82 .....	434	195	114
II sem. 82 .....	434	220	171
I sem. 83 .....	530	234	95
II sem. 83 .....	496	218	123
I sem. 84 .....	496	196	76
II sem. 84 .....	446	181	86
I sem. 85 .....	470	143	32
II sem. 85 .....	678	148	25
I sem. 86 .....	1.045	137	17
II sem. 86 .....	1.119	125	24
I sem. 87 .....	1.360	158	37
II sem. 87 .....	1.034	144	31
I sem. 88 .....	891	149	27
II sem. 88 .....	1.042	155	29



Tav. a/1/14

**Riporti sui titoli azionari quotati**  
(miliardi di lire)

Periodo	Valori correnti riporti attivi	Valori correnti riporti passivi	Valori correnti riporti	Riporti staccati a fine corrente	Prezzi costanti Base: indice gen. storico Borsa MI gen. 1988	Valori correnti in % azioni trattate mese corrispond.
1988						
Gennaio	726	-57	783	42	783	74
Febbraio	710	-75	785	43	825	31
Marzo	853	-70	923	55	866	21
Aprile	1.009	-83	1.092	54	1.017	22
Maggio	792	-85	877	38	871	29
Giugno	812	-73	885	43	864	35
Luglio	875	-56	931	38	863	27
Agosto	897	-56	953	52	860	29
Settembre	929	-51	980	48	895	42
Ottobre	1.044	-63	1.107	53	925	24
Novembre	1.087	-51	1.138	60	937	24
Dicembre	1.099	-45	1.144	59	944	39

**Titoli azionari quotati costituiti in garanzia**  
**(controvalore ai prezzi di compenso)**  
**(miliardi di lire)**

Periodo	Valori correnti (media mensile)	Valori costanti Base: indice generale storico Borsa MI I semestre 1987 (media mensile)	Valori correnti/ ctv azioni trattate semestre corrispondente (n. volte)
I sem. 80 .....	1.695	1.695	5,1
II sem. 80 .....	2.176	1.371	2,5
I sem. 81 .....	3.354	1.239	2,0
II sem. 81 .....	2.895	1.371	6,9
I sem. 82 .....	3.002	1.349	7,9
II sem. 82 .....	2.976	1.509	11,8
I sem. 83 .....	3.696	1.632	6,6
II sem. 83 .....	3.627	1.592	9,0
I sem. 84 .....	4.396	1.735	6,7
II sem. 84 .....	4.234	1.717	8,2
I sem. 85 .....	4.399	1.341	3,0
II sem. 85 .....	5.779	1.265	2,1
I sem. 86 .....	8.361	1.092	1,3
II sem. 86 .....	10.082	1.130	2,2
I sem. 87 .....	10.652	1.241	2,9
II sem. 87 .....	8.595	1.196	2,6
I sem. 88 .....	7.581	1.269	2,3
II sem. 88 .....	9.361	1.389	2,6

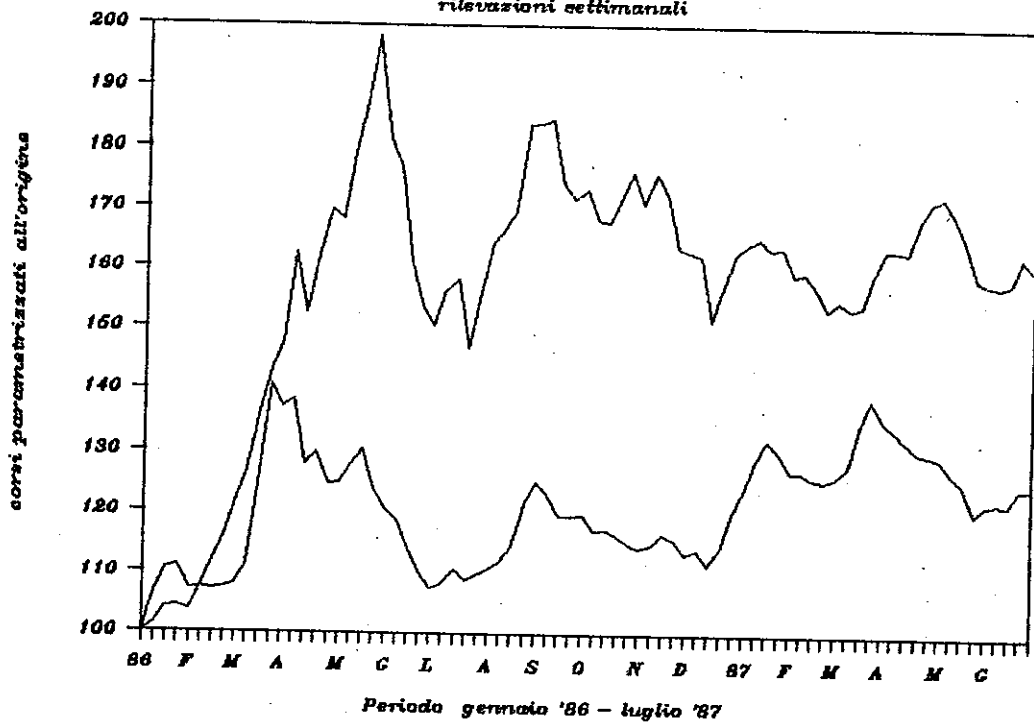
Tav. a/1/16

**Titoli azionari quotati costituiti in garanzia  
(controvalore ai prezzi di compenso)  
(miliardi di lire)**

Periodo	Valori correnti	Valori costanti Base: indice generale storico Borsa MI gen. 88	Valori correnti/ctv azioni trattate mese corrispondente (n. volte)
<b>1988</b>			
Gennaio	7.093	7.093	6,7
Febbraio	6.895	7.242	2,8
Marzo	7.917	7.429	1,8
Aprile	8.161	7.600	1,7
Maggio	7.632	7.580	2,6
Giugno	7.788	7.602	3,1
Luglio	9.051	8.393	2,6
Agosto	9.423	8.508	2,9
Settembre	8.795	8.032	3,8
Ottobre	9.991	8.351	2,2
Novembre	9.574	7.884	2,0
Dicembre	9.329	7.696	3,2

INDICE MIB — INDICE IMR

rilevazioni settimanali



INDICE MIB — INDICE IMR

rilevazioni giornaliere

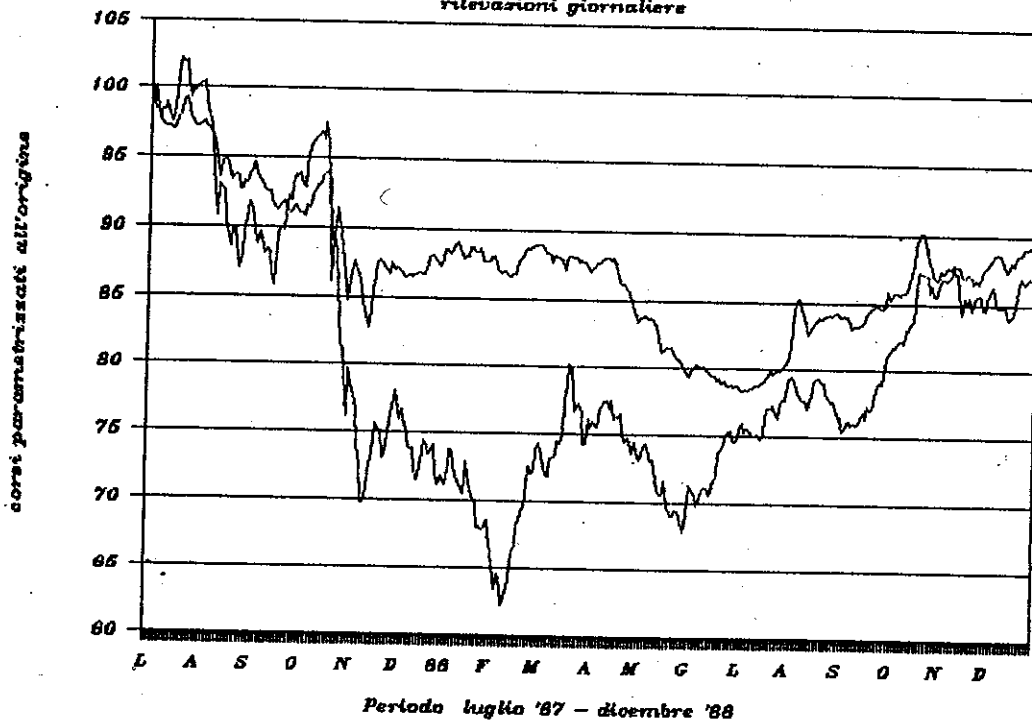


Grafico 10

Tav. a/1/17

**Operazioni sul capitale deliberate nel 1988  
da società con azioni quotate in Borsa (a)  
(miliardi di lire)**

Aumenti di capitale a pagamento .....	1.268,5	67%
Aumenti di capitale gratuiti .....	630,2	33%
	<hr/>	<hr/>
Totale .....	1.898,7	100%
Sovrapprezzi .....	1.476,1	

<i>Settore pubblico</i>		<i>Settore privato</i>	
A pagamento .....	426,1	A pagamento .....	842,4
Gratuiti .....	111,9	Gratuiti .....	518,3
	<hr/>		<hr/>
Totale .....	538 (28%)	Totale .....	1.360,7 (72%)
Sovrapprezzi .....	192,7	Sovrapprezzi .....	1.283,4

(a) Non sono inclusi gli aumenti di capitale deliberati a fronte dell'emissione di obbligazioni convertibili, nonché quelli da attuarsi mediante conferimenti in natura ovvero in relazione ad operazioni di fusione.

Tab. a/1/17a

## Operazioni sul capitale deliberate nel 1988 da società con azioni quotate in Borsa (a)

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Aumento (lire)			Richiesta complessiva di denaro (lire)	Note
		A pagamento	Gratuito	Totale		
<i>Settore pubblico</i>						
COMPAGNIA NAPOLETANA DI ILLUMINAZIONE E SCALDAMENTO COL GAS	1.000+800	11.200.000.000	—	11.200.000.000	20.160.000.000	—
CREDITO COMMERCIALE (aprile)	1.000+500	30.000.000.000	10.000.000.000	40.000.000.000	45.000.000.000	Emissione per la parte gratuita di 10.000.000 azioni ordinarie e per la parte a pagamento di 30.000.000 azioni ordinarie.
CREDITO LOMBARDO (maggio)	1.000+500	13.000.000.000	17.000.000.000	30.000.000.000	19.500.000.000	Emissione per la parte gratuita di 17.000.000 azioni ordinarie e per la parte a pagamento di 13.000.000 azioni ordinarie.
DALMINE (aprile)	350	142.884.000.000	—	142.884.000.000	142.884.000.000	Emissione di n. 408.240.000 ed a lire 350 cad. assegnazione 3:5 vecchie previa riduzione del c.s. da L. 340.200.000.000 a lire 238.140.000.000 mediante riduzione del v.n. unitario delle 680.400.000 azioni da lire 500 a lire 350 a copertura perdita residua. Aumento non ancora eseguito (non ancora depositato)

SAIPEM (*) (marzo)	1.000+1.000 (2.000)	75.000.000.000	—	75.000.000.000	150.000.000.000	Emissione di n. 75.000.000 azioni ordinarie.
SIRTI (giugno)	1.000	—	50.000.000.000	50.000.000.000	—	Emissione di n. 50.000.000 di nuove azioni ordinarie.
SME (giugno)	1.000+1.000 (2.000)	87.225.000.000	34.890.000.000	122.115.000.000	174.450.000.000	a) Aumento c.s. in via gratuita mediante aumento v.n. azioni da lire 450 a lire 500 numero azioni 697.800.000; b) Raggruppamento azioni v.n. da lire 500 a lire 1.000; c) Aumento c.s. a pagamento 1 ogni 4 da 1.000 possedute emesse n. 87225000 azioni possedute.
SOCIETÀ FINANZIARIA MARITTIMA - FINMARE (giugno)	680	66.830.400.000	—	66.830.400.000	66.830.400.000	Emissione di n. 98.280.000 azioni ordinarie, previa riduzione del c.s. da lire 4.387.753.125.000 a lire 2.586.465.000.000 mediante diminuzione del v.n. unitario delle n. 3.848.906.250 azioni da lire 1.140 a lire 672 per copertura parziale di perdita.
TOTALE	—	426.139.400.000	111.890.000.000	538.029.400.000	618.824.400.000	
<i>Settore privato</i>						
ALLEANZA ASSICURAZIONI (giugno)	—	—	28.800.000.000	28.800.000.000	—	2,4 ml. risp.; 12 ml. ord.; 1 ogni 5.
AUSONIA ASSICURAZIONI (giugno) (*)	1.000+1.000 (2.000)	17.500.000.000	—	17.500.000.000	35.000.000.000	1 nuova ogni 10 emesse 17.500.000 azioni ordinarie.
BINDA DE MEDICI (luglio)	1.000	34.650.000.000	—	34.650.000.000	34.650.000.000	Emissione di n. 34.650.000 azioni ordinarie.

segue: Tav. a/1/17a

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Aumento (lire)			Richiesta complessiva di denaro (lire)	Note
		A pagamento	Gratuito	Totale		
BROGGI IZAR (dicembre)	125	15.734.845.000	—	15.734.845.000	15.734.845.000	Emissione di n. 125.878.760 azioni ordinarie previa riduzione dal c.s. ai sensi dell'art. 2446 c.c. a copertura perdita.
CANTIERI METALLURGICI ITALIANI (giugno)	—	—	6.000.000.000	6.000.000.000	—	Emissione di n. 3.000.000 azioni ordinarie.
CIR S.p.A. (ottobre)	1.000 + 250	292.000.000	—	292.000.000	365.000.000	Emissione di n. 292.000 azioni di risparmio non convertibili (esclusione del diritto di opzione a favore di dirigenti Cir e società da essa controllate).
DE ANGELI FRUA (maggio)	2.500 + 300	288.281.250.000	39.206.250.000 di cui: 37.230.000.000 alle az. ordinarie in circolazione 1.976.250.000 al servizio prestito	327.487.500.000	322.875.000.000	Aumento gratuito: aumento da lire 800 a lire 2.500 v.n. azioni ordinarie in circolazione: 21.900.000; Aumento a pagamento: emissione di n. 115.312.500 azioni ordinarie (v.n. 2.500).
EDITORIALE (settembre)	2.050 (1.000 + 1.050)	30.000.000.000	—	30.000.000.000	61.500.000.000	Emissione azioni ordinarie in opzione 14 vecchie (esecuzione '89) n. 30.000.000 azioni.
ELIOLONA (luglio)	3.055 (500 + 2.555)	1.451.766.000	—	1.451.766.000	8.870.290.000	Emissione di n. 2.903.532 azioni nuove senza diritto di opzione in quanto destinate al gruppo Benetton ai sensi del 5° comma dell'art. 2441 c.c.
EUROMOBILIARE (maggio)	5.000 (1.000 + 4.000)	12.746.584.000	—	12.746.584.000	63.732.920.000	Emissione di n. 12.746.584 azioni ordinarie.
EUROPA METALLI - LMI (novembre) (*)	1.000	109.437.097.000	—	109.437.097.000	109.437.097.000	Emissione di azioni ordinarie obbligazioni convertibili.



FAEMA (aprile)	1.000+600	500.000.000	—	500.000.000	800.000.000	500.000 nuove azioni ordinarie destinate ai dipendenti ex art. 2441 c.c.
FERROVIE TORINO NORD (settembre)	1.000	16.632.000.000	—	16.632.000.000	16.632.000.000	Emissione di n. 16.632.000 az. ord. previa riduzione del c.s. da lire 20.160.000.000 a lire 11.088.000.000 attraverso la riduzione del v.n. unitario da lire 1.000 a lire 550 al fine di coprire 90.720.000.000 e successivo aumento e raggruppamento delle azioni al v.n. di lire 1.000.
FIAR (aprile)	1.000	—	715.000.000	715.000.000	—	715.000 azioni ordinarie.
GENERALI (giugno)	10.000 (2.000+8.000)	220.000.000.000	420.000.000.000	640.000.000.000	1.100.000.000.000	Emissione a pagamento di numero 5.000.000 azioni ordinarie a dipendenti 105 n. azioni agli azionisti 1 ogni 2 pre-assegnazione gratuita. Assegnazione gratuita: emissione 210.000 azioni 1:1 con imputazione e capitale di 116 miliardi da 72/83 304 miliardi da Ris. Straord. Solo azioni ordinarie.
GIM (*) (settembre)	2.000+1.000	7.119.560.000	—	7.119.560.000	10.679.340.000	Emissione di n. 3.559.780 azioni ordinarie.
ISEFI	dovrà essere determinato da un successivo Consiglio di Amministrazione.	3.500.000.000	—	3.500.000.000	3.500.000.000 (più eventuale sovrapprezzo)	Emissione di n. 3.500.000 azioni ordinarie da offrire ai dipendenti ai sensi dell'art. 2441, u.c., c.c.
LATINA ASSICURAZIONI (giugno)	20.000 ord. (1.000+19.000 sp) 2.650 risp. n.c. (1.000+1.650 sp.) dipend. 4.100 RRC (1.000+3.100 sp.) agenti	3.000.000.000	—	3.000.000.000	60.000.000.000	Emissione di n. 3.000.000 ordinarie in sottoscrizione alla Durmenil Leble.
		690.000.000	—	690.000.000	1.828.500.000	Ai dipendenti del gruppo 690.000 azioni risp.
		3.200.000.000	—	3.200.000.000	13.120.000.000	Agli agenti del gruppo 3.200.000 azioni di risparmio.
				6.890.000.000	74.948.500.000	

segue: Tav. a/1/17a

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Aumento (lire)			Richiesta complessiva di denaro (lire)	Note
		A pagamento	Gratuito	Totale		
NAI (*)	5	17.472.000.000	—	17.472.000.000	17.472.000.000	Emissione di n. 3.494.400.000 nuove azioni.
PACCHETTI (marzo)	—	—	3.894.600.000	3.894.600.000	—	Aumento del v.n. delle azioni da lire 67 a lire 70.
PERLIER (*) (marzo)	400	9.180.000.000	—	9.180.000.000	9.180.000.000	Emissione di n. 22.950.000 azioni ordinarie.
POLIGRAFICA EDITORIALE (settembre)	3.650 (500+3.000+150)	20.000.000.000	—	20.000.000.000	146.000.000.000	Emissione di n. 40.000.000 azioni ordinarie.
SASIB (*) (febbraio)	1.000+500	185.000.000	—	185.000.000	277.500.000	Emissione di n. 185.000 azioni di risparmio n.c.
SMI (giugno)	—	—	9.656.248.000	9.656.248.000	—	a) Emissione di n. 8.659.391 ordinarie 996.857 risparmio 1:20 (operazione effettuata dopo frazionamento delle azioni da lire 2.000 a lire 1.000).
SOGEFI (*) (luglio)	3.000 (1.000+2.000+140)	14.000.000.000	—	14.000.000.000	43.960.000.000	Emissione di n. 14.000.000 di azioni ordinarie.
TRIPCOVICH (febbraio)	(1.000+1.000+50)	8.753.988.000	—	8.753.988.000	17.945.675.000	Emissione di n. 6.059.354 azioni ordinarie e di n. 2.694.634 azioni di risparmio.
UNIPOL (giugno)	8.000 (2.000+6.000 sp)	8.067.168.000	8.067.168.000	16.134.336.000	32.268.672.000	Emissione di n. 2.444.633 azioni ordinarie 1:10, 1.538.931 1:10, tot. 4.033.584 per l'aumento di c.s. a pagamento e 4.033.584 azioni per aumento c.s. gratuito (stessa composizione).

VITTORIA ASSICURAZIONI (giugno)	—	—	2.000.000.000	2.000.000.000	—	Assegnazione 1 ogni 5 emesse n. 2.000.000 azioni ordinarie.
	842.393.258.000	518.339.266.000	1.360.732.524.000	2.125.828.839.260		
TOTALE	1.268.532.658.000	630.229.266.000	1.898.761.924.000	2.744.653.239.260		
TOTALE GENERALE						

## Note:

- (\*) Operazione deliberata dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 c.c.  
 (a) Non sono inclusi gli aumenti di capitale a fronte dell'emissione di obbligazioni convertibili, nonché quelli da attuarsi mediante conferimenti in natura ovvero in relazione ad operazioni di fusione.  
 (b) Sono incluse le spese di emissione e gli eventuali acconti sui dividendi.

**Operazioni sul capitale  
deliberate da società con azioni quotate in Borsa  
(miliardi di lire)**

	Anno	Settore pubblico	Settore privato	Totale
1) Aumenti di capitale a pagamento	1983	3.371	285	3.656
	1984	3.861	1.129	4.990
	1985	2.483	1.392	3.875
	1986	3.216	4.469	7.685
	1987	480	2.631	3.111
	1988	426	843	1.269
2) Aumenti di capitale gratuiti	1983	289	314	603
	1984	385	1.210	1.595
	1985	112	265	377
	1986	627	778	1.405
	1987	835	692	1.527
	1988	112	518	630
3) Totale (1+2)	1983	3.660	599	4.159
	1984	4.246	2.339	6.585
	1985	2.595	1.657	4.252
	1986	3.843	5.247	9.090
	1987	1.315	3.323	4.638
	1988	538	1.361	1.899
4) Sovrapprezzi	1983	—	69	69
	1984	10	524	534
	1985	574	1.540	2.114
	1986	735	6.489	7.224
	1987	221	1.390	1.611
	1988	193	1.283	1.476
5) Mezzi liquidi complessivamente raccolti (1+4)	1983	3.371	354	3.725
	1984	3.871	1.653	5.524
	1985	3.057	2.932	5.989
	1986	3.951	10.958	14.909
	1987	701	4.021	4.722
	1988	619	2.126	2.745

Tav. a/1/18

**Operazioni sul capitale eseguite  
da società con azioni quotate in Borsa (a)**  
(miliardi di lire)

Aumenti di capitale a pagamento .....	1.596,9	62%
Aumenti di capitale gratuiti .....	998,1	38%
Totale .....	2.595,5	100%
Mezzi liquidi complessivamente raccolti .....	3.327,8	
Sovrapprezzi .....	1.730,9	

<i>Settore pubblico</i>		<i>Settore privato</i>	
A pagamento .....	424,4	A pagamento .....	1.172,5
Gratuiti .....	403,2	Gratuiti .....	594,9
Totale .....	827,6 (32%)	Totale .....	1.767,4 (68%)
Sovrapprezzi .....	288,6	Sovrapprezzi .....	1.442,3

(a) Non sono inclusi gli aumenti di capitale attuati mediante conferimenti in natura ovvero in relazione ad operazioni di fusione.

Tav. a/1/18a

## Operazioni sul capitale eseguite nel 1988 da società con azioni quotate in Borsa (a)

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (c)	Numero azioni emesse		Aumento (lire)			Mezzi liquidi complessivamente raccolti (lire)	Data di stacco della cedola
		A pagamento	Gratuite	A pagamento	Gratuito	Totale		
<i>Settore pubblico</i>								
ALITALIA	1.000+800	117.000.000	—	117.000.000.000	46.800.000.000	163.800.000.000	210.600.000.000	17/5
AUTOSTRADE	1.000+25	91.000.000	182.000.000	91.000.000.000	182.000.000.000	273.000.000.000	93.275.000.000	14/4
AUTOSTRADE MERIDIONALI	—	—	3.500.000	—	14.000.000.000	14.000.000.000	—	16/2
COMPAGNIA NAPOLETANA DI ILLUMINAZIONE E SCALDAMENTO COL GAS	1.000-800	11.200.000	—	11.200.000.000	—	11.200.000.000	20.160.000.000	15/12
CREDITO COMMERCIALE	1.000+500	30.000.000	10.000.000	30.000.000.000	10.000.000.000	40.000.000.000	45.000.000.000	18/7
CREDITO FONDARIO	1.000	—	12.500.000	—	12.500.000.000	12.500.000.000	—	16/2
CREDITO LOMBARDO	1.000+500	13.000.000	17.000.000	13.000.000.000	17.000.000.000	30.000.000.000	19.500.000.000	18/10
FINANZIARIA ERNESTO BREDA	—	—	12.000.000	—	36.000.000.000	36.000.000.000	—	14/4
SAIPEM (c)	1.000+1.000	75.000.000	—	75.000.000.000	—	75.000.000.000	150.000.000.000	14/4
SIRTI	1.000	—	50.000.000	—	50.000.000.000	50.000.000.000	—	17/5
SME	1.000+1.000	87.225.000	aumento v.n. (b)	87.225.000.000	34.890.000.000	122.115.000.000	174.450.000.000	15/12
TOTALE		424.425.000	287.000.000	424.425.000.000	403.190.000.000	827.615.000.000	712.985.000.000	

Settore privato												
ALLEANZA ASS. (c)	—	14.000.000	—	28.800.000.000	28.800.000.000	—	—	18/10				
AUSONIA ASS. (c)	1.000+1.000	—	17.500.000.000	—	17.500.000.000	35.000.000.000	—	16/11				
BENI STABILI	1.000	—	220.000.000.000	—	220.000.000.000	220.000.000.000	—	16/9				
BINDA DE MEDICI	1.000	—	34.650.000.000	—	34.650.000.000	34.650.000.000	—	18/10				
CANTIERI METALLURGICI ITALIANI	—	3.000.000	—	6.000.000.000	6.000.000.000	—	—	18/10				
DE ANGELI FRUA	Aumento val. nom. (d)	—	—	39.206.250.000	39.206.250.000	—	—	13/12				
EDITORIALE	1.000+100	13.317.006	—	13.317.006.000	13.317.006.000	33.000.000.000	—	16/2				
ELIOLONA	500+2.555	—	2.903.532	—	1.451.766.000	1.451.766.000	8.870.290.260	31/8				
EUROMOBILIARE	1.000+4.000	—	12.746.584	—	12.746.584.000	12.746.584.000	63.732.920.000	18/7				
EUROPA METALLI-LMI (c)	1.000	—	109.437.097	—	109.437.097.000	109.437.097.000	109.437.097.000	15/12				
FAEMA	1.000+600	—	500.000	—	500.000.000	500.000.000	800.000.000	19/12				
FIAR	1.000	715.000	—	715.000.000	715.000.000	—	—	18/7				
FIDENZA VETRARIA	1.000+4.000	—	4.500.000	—	4.500.000.000	4.500.000.000	22.500.000.000	18/1				
FINANZIARIA CENTRO NORD	10.000	—	—	890.238	8.902.380.000	8.902.380.000	—	18/7				
FIRS	500+340	5.040.000	42.000.000	21.000.000.000	23.520.000.000	23.520.000.000	35.532.000.000	19/9				
GAIG	4.000	956.800	—	3.827.200.000	3.827.200.000	—	—	15/2				
GEMINA	500+525	—	336.828.052	168.414.026.000	168.414.026.000	168.414.026.000	345.248.753.300	18/1				
GENERALI	2.000+800	210.000.000	110.000.000	220.000.000.000	420.000.000.000	640.000.000.000	1.100.000.000.000	19/9				

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (e)	Numero azioni emesse		Aumento (lire)			Mezzi liquidi complessivamente raccolti (lire)	Data di stacco della cedola
		A pagamento	Gratuite	A pagamento	Gratuito	Totale		
EGIM (c)	2.000+1.000	3.559.780	—	7.119.560.000	—	7.119.560.000	10.679.340.000	15/12
ITALIA ASSICURAZIONI	1.000+3.000	10.000.000	—	10.000.000.000	—	10.000.000.000	40.000.000.000	16/12
PACCHETTI	aumento val. nom. (f)	—	—	—	3.894.600.000	3.894.600.000	—	17/5
PERLIER (c)	400	22.950.000	—	9.180.000.000	—	9.180.000.000	9.180.000.000	18/10
PIRELLI	—	47.957.367	—	47.957.367.000	—	47.957.367.000	—	18/1
POLIGRAFICI EDITORIALE	500+550	40.000.000	—	20.000.000.000	—	20.000.000.000	42.000.000.000	16/3
POLIGRAFICI EDITORIALE	500+3.150	40.000.000	—	20.000.000.000	—	20.000.000.000	146.000.000.000	16/11
SASIB (c)	1.000+500	185.000	—	185.000.000	—	185.000.000	277.500.000	4/2
SMI	—	—	9.656.248	—	9.656.248.000	9.656.248.000	—	19/9
SOGEFI (c)	1.000+2.140	14.000.000	—	14.000.000.000	—	14.000.000.000	43.960.000.000	18/10
SOPAF	1.000+1.300	21.329.220	—	21.329.220.000	—	21.329.220.000	49.057.206.000	18/10
TRIPCOVICH	1.000+1.050	8.753.988	—	8.753.988.000	—	8.753.988.000	19.945.675.000	16/6
UNIONE MANIFATTURE	3.055+45	23.471.910	—	71.706.685.050	—	71.706.685.050	72.762.921.000	16/6
UNIPAR	1.000+50	141.960.000	—	141.960.000.000	—	141.960.000.000	141.960.000.000	17/5
UNIPOL	2.000+6.000	4.033.584	4.033.584	8.067.168.000	8.067.168.000	16.134.334.000	32.268.672.000	19/9
VITTORIA ASS.	—	—	2.000.000	—	2.000.000.000	2.000.000.000	—	17/5
TOTALE	—	1.251.308.747	311.566.243	1.172.501.094.050	594.863.219.000	1.767.364.313.050	2.614.862.374.560	
TOTALE GENERALE	—	1.675.733.747	598.566.243	1.596.926.094.050	998.053.219.000	2.594.979.313.050	3.327.847.374.560	

segue: Tav. a/1/18a

(a) Non sono inclusi gli aumenti di capitale attuati mediante conferimenti in natura ovvero in relazione ad operazioni di fusione.  
 (b) Da lire 650 a lire 500 delle 697.800.000 azioni, poi raggruppate in azioni da lire 1.000.  
 (c) Operazione effettuata su delega del Consiglio di Amministrazione.  
 (d) Comprende il rimborso spese + l'eventuale acconto sui dividendi.  
 (e) Comprende il rimborso spese + l'eventuale acconto sui dividendi.  
 (f) Da lire 60 a lire 70.



Tav. a/I/18b

**Operazioni sul capitale  
eseguite da società con azioni quotate in Borsa  
(miliardi di lire)**

	Anno	Settore pubblico	Settore privato	Totale
1) Aumenti di capitale a pagamento	1983	3.569	359	3.928
	1984	3.870	1.276	5.146
	1985	2.166	1.203	3.369
	1986	2.979	4.333	7.311
	1987	846	2.369	3.215
	1988	424	1.173	1.597
2) Aumenti di capitale gratuiti	1983	256	259	515
	1984	434	1.218	1.652
	1985	68	256	324
	1986	522	731	1.253
	1987	689	653	1.342
	1988	403	595	998
3) Totale (1+2)	1983	3.825	618	4.443
	1984	4.304	2.494	6.798
	1985	2.234	1.459	3.693
	1986	3.501	5.064	8.564
	1987	1.535	3.022	4.557
	1988	827	1.768	2.595
4) Sovrapprezzi	1983	—	63	63
	1984	10	518	528
	1985	184	1.325	1.509
	1986	1.085	5.663	6.748
	1987	989	1.665	2.654
	1988	289	1.442	1.731
5) Mezzi liquidi complessivamente raccolti (1+4)	1983	3.569	422	3.991
	1984	3.880	1.794	5.674
	1985	2.350	2.528	4.878
	1986	4.064	9.996	14.059
	1987	1.835	4.034	5.869
	1988	713	2.615	3.328

**Emissione di azioni di risparmio deliberate nel 1988 dalle società quotate**

Società	Conversione	Aumento capitale sociale (lire)
ALLEANZA ASSICURAZIONI (giugno)	—	4.800.000.000
CIR (ottobre)	—	292.000.000 (a)
COMPAGNIA LATINA DI ASSICURAZIONI (giugno)	—	3.890.000.000 (a)
SASIB (febbraio)	—	185.000.000 (a)
SMI (giugno)	—	996.857.000
TRIPCOVICH (febbraio)	—	2.694.634.000 (a)

(a) È stato previsto un sovrapprezzo di emissione.

Tav. a/1/19a

**Emissioni di azioni di risparmio deliberate dalle società quotate**

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Numero società che hanno deliberato l'emissione di azioni di risparmio a fronte di aumenti di capitale	18	9	8	11	36	58	17	6
N. società che hanno richiesto un sovrapprezzo di emissione	—	5	3	2	25	46	6	4
Ammontare del sovrapprezzo (1)	—	46,3	58,2	52,2	710,6	3.350,6	216,5	14,1
Aumento del capitale sociale (2)	337	229,7	502,8	94,8	728,6	2.622,0	226,4	12,9
<b>TOTALE (1+2)</b>	<b>337</b>	<b>276</b>	<b>561</b>	<b>147</b>	<b>1439,2</b>	<b>5.972,6</b>	<b>442,9</b>	<b>27</b>
Aumenti capitale + sovrapprezzo	4.669	2.677	3.724,9	5.524,3	5.988,8	14.908,6	4.722	2.744,7
% azioni di risparmio sul totale aumenti capitale	7,2	10,3	15,1	2,7	24,0	40	9,4	1

**Emissioni di obbligazioni deliberate nel 1988  
da società quotate in Borsa**

Società	Convertibili (lire)	Ordinarie (lire)
ATTIVITÀ IMMOBILIARI (aprile)	49.852.800.000 al 7,5% 1988-1995 (in azioni ordinarie)	
CIGA (a) (luglio)	120.554.973.000 al 9% 1988-1995 (in azioni ordinarie)	
INTERBANCA (febbraio)	Fino ad un massimo di 400.000.000.000 (in azioni di società terze)	Fino ad un massimo di 120.000.000.000
MEDIOBANCA (marzo)	Fino ad un massimo di 3.000.000.000.000 (in azioni di altre società, divise in varie serie)	Fino ad un massimo di 3.000.000.000.000 (da effettuarsi in più tranches)
TALCO E GRAFITE VAL CHISONE (gennaio)		1.000.000.000 al 15% 1988-1999
<b>TOTALE</b>	<b>3.570.407.773.000</b>	<b>4.201.000.000.000</b>
<b>TOTALE CONV. + ORD.</b>	<b>7.771.407.773.000</b>	

(a) Delibera ai sensi dell'art. 2420 ter c.c.

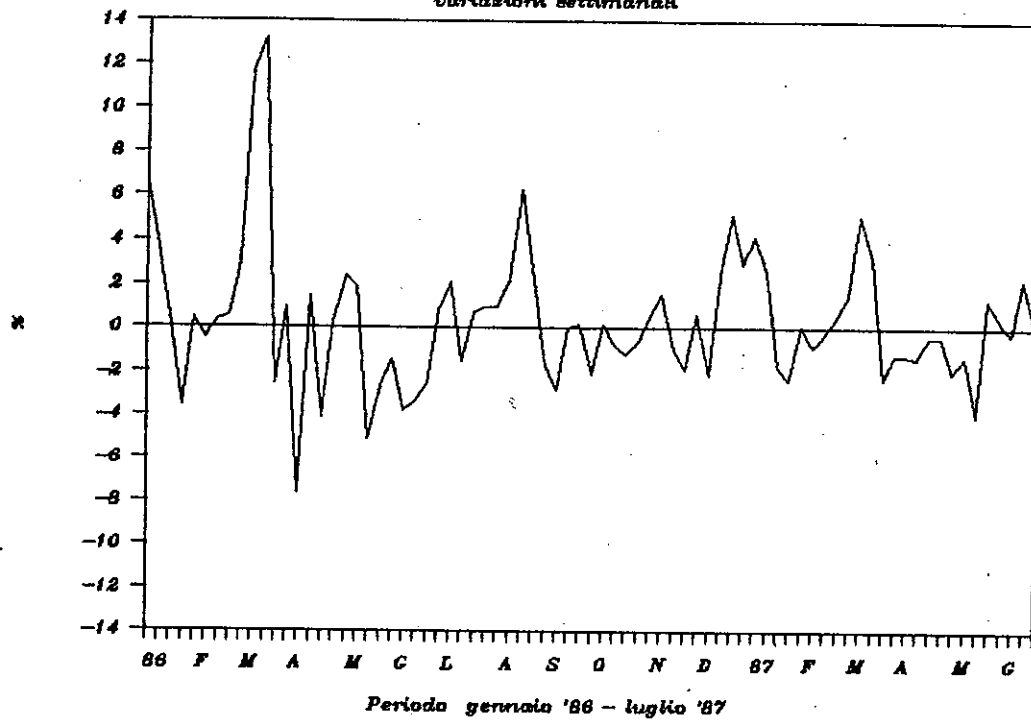
Tav. a/II/21

**Scambi azionari nei Mercati Ristretti**  
(anni 1987-1988)

Mercati Ristretti	Numero titoli nel listino al 31.12.1988	Quantità			Controvalore (lire)				
		1988	1987	Variaz. % 1988/1987	Quota % 1988	1988	1987	Variaz. % 1988/1987	Quota % 1988
MILANO	37	45.824.600	3.458.035	36,96	98,45	332.013.081.925	355.950.512.000	- 6,72	98,73
TORINO	5	142.775	582.875	-75,51	,31	398.534.500	11.771.688.250	-96,61	,12
ROMA	10	45.800	2.300.725	-98,01	,10	489.753.000	11.762.917.350	-95,84	,15
GENOVA	3	50.200	219.500	-77,13	,11	833.689.000	4.214.727.075	-80,22	,25
FIRENZE	3	-	514.811	-100,00	,00	-	5.609.686.100	-100,00	,00
NAPOLI	3	481.075	716.700	-32,88	1,03	2.550.474.000	4.552.430.000	-43,98	,76
TOTALE		46.544.450	37.792.646	23,16	100,00	336.285.532.425	393.861.960.775	-14,62	100,00

## INDICE IMR

variazioni settimanali



## INDICE MIB

variazioni settimanali

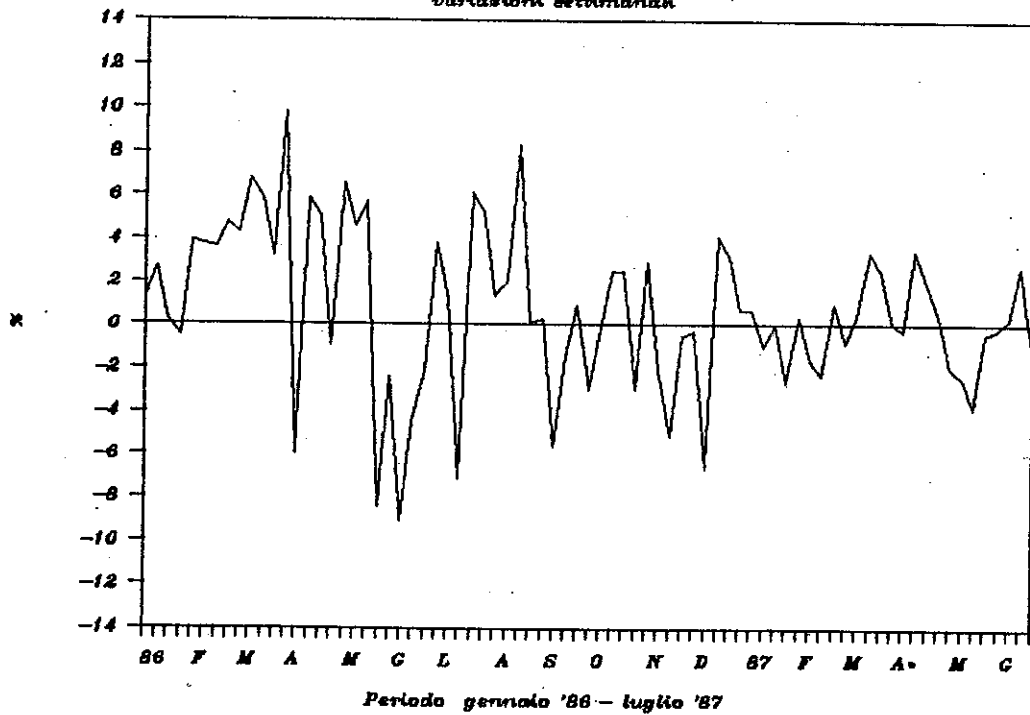
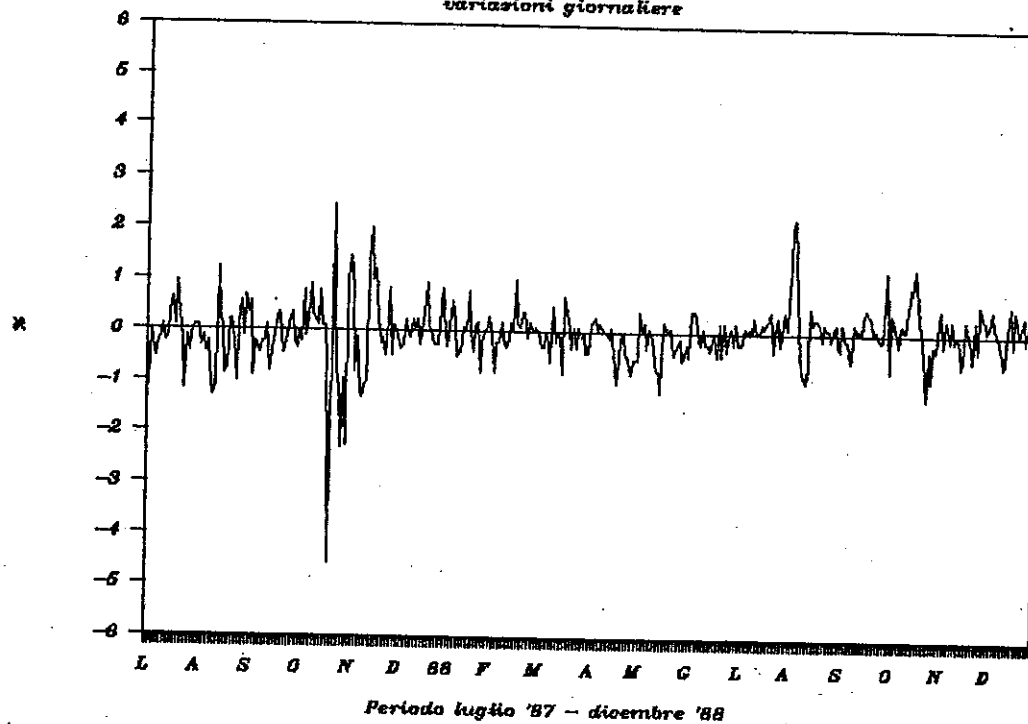


Grafico 11

### INDICE IMR

variazioni giornaliere



### INDICE MIB

variazioni giornaliere

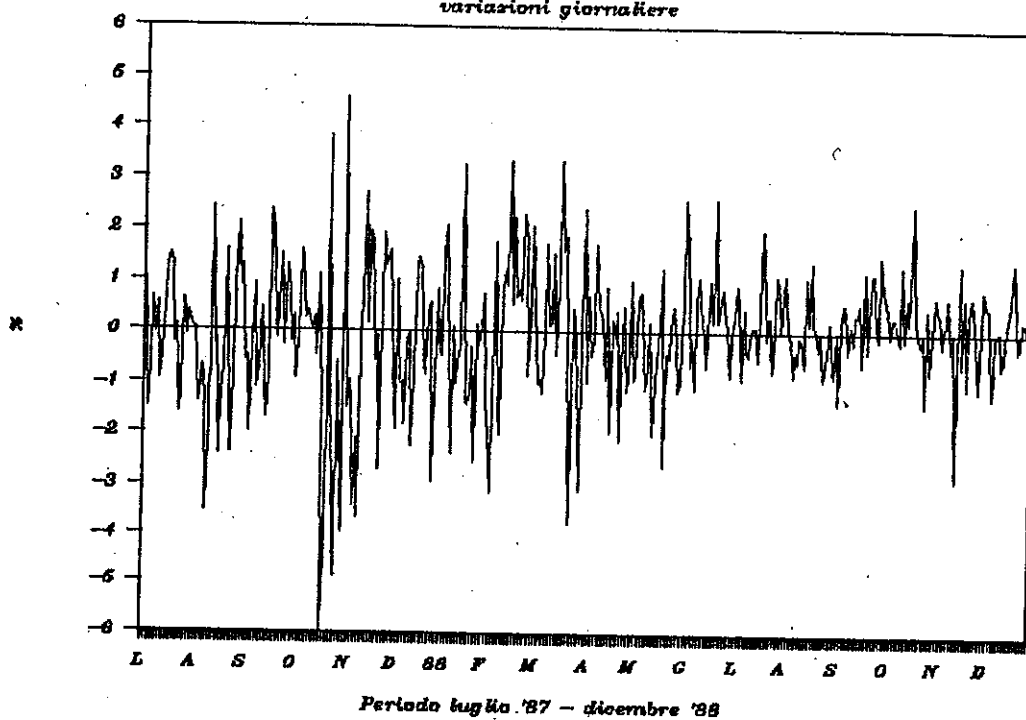


Grafico 12

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso i Mercati Ristretti nell'anno 1988**

Mese	Anno 1987		Anno 1988	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	4.179.760	39.962.614	2.354.300	22.261.687
Febbraio	3.217.726	31.363.399	3.498.650	36.878.014
Marzo	3.836.525	48.744.607	4.460.525	29.770.479
Aprile	2.959.575	35.994.287	4.567.250	29.030.236
Maggio	2.540.000	26.448.935	3.900.900	25.002.946
Giugno	2.150.350	20.724.924	2.934.075	19.064.864
Luglio	2.385.625	25.028.979	5.186.650	25.819.832
Agosto	3.263.300	29.260.346	2.151.425	17.438.944
Settembre	2.896.950	26.532.857	3.450.450	32.312.555
Ottobre	4.317.250	51.694.679	6.528.400	43.407.326
Novembre	3.685.050	33.860.544	3.656.450	27.300.644
Dicembre	2.360.535	24.378.790	3.855.375	27.998.005
<b>TOTALE</b>	<b>37.792.646</b>	<b>393.994.961</b>	<b>46.544.450</b>	<b>336.285.532</b>



Tav. a/1/22a

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso il Mercato Ristretto di Firenze nell'anno 1988**

Mese	Anno 1987		Anno 1988	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	62.010	732.076	—	—
Febbraio	112.851	1.227.173	—	—
Marzo	188.975	2.236.774	—	—
Aprile	80.225	947.031	—	—
Maggio	38.325	267.816	—	—
Giugno	29.425	168.116	—	—
Luglio	3.000	30.700	—	—
Agosto	—	—	—	—
Settembre	—	—	—	—
Ottobre	—	—	—	—
Novembre	—	—	—	—
Dicembre	—	—	—	—
<b>TOTALE</b>	<b>514.811</b>	<b>5.609.686</b>	—	—

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso il Mercato Ristretto di Genova nell'anno 1988**

Mese	Anno 1987		Anno 1988	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	41.275	841.180	4.850	85.205
Febbraio	24.750	430.020	6.900	118.735
Marzo	45.025	949.961	7.800	135.169
Aprile	20.750	388.939	3.800	63.550
Maggio	24.300	403.277	3.800	59.943
Giugno	27.300	537.682	4.500	68.215
Luglio	6.700	134.492	3.350	50.997
Agosto	5.400	102.405	4.300	70.766
Settembre	5.600	104.612	3.150	51.322
Ottobre	6.100	109.910	2.850	48.098
Novembre	6.200	106.983	2.800	47.175
Dicembre	6.100	105.265	2.100	34.514
<b>TOTALE</b>	<b>219.500</b>	<b>4.214.726</b>	<b>50.200</b>	<b>833.689</b>

Tav. a/I/22c

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso il Mercato Ristretto di Milano nell'anno 1988**

Mese	Anno 1987		Anno 1988	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	3.478.225	33.927.563	2.291.075	21.797.515
Febbraio	2.454.425	25.580.349	3.428.950	36.418.099
Marzo	2.807.800	38.179.572	4.392.125	29.321.509
Aprile	2.389.825	30.815.486	4.511.825	28.669.128
Maggio	2.117.700	23.166.610	3.842.950	24.644.142
Giugno	1.771.475	16.773.222	2.883.500	18.735.866
Luglio	2.292.575	24.370.045	5.150.325	25.572.592
Agosto	3.184.750	28.827.065	2.123.725	17.216.807
Settembre	2.847.725	26.135.640	3.414.200	32.063.490
Ottobre	4.242.725	51.166.718	6.489.675	43.119.997
Novembre	3.619.225	33.423.705	3.603.450	26.974.059
Dicembre	2.251.585	23.717.536	3.692.800	27.479.878
<b>TOTALE</b>	<b>33.458.035</b>	<b>356.083.511</b>	<b>45.824.600</b>	<b>332.013.082</b>

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso il Mercato Ristretto di Napoli nell'anno 1988**

Mese	Anno 1987		Anno 1988	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	139.100	913.673	50.100	252.271
Febbraio	96.100	689.877	59.600	299.992
Marzo	75.800	578.149	42.300	220.530
Aprile	34.400	243.734	45.625	247.248
Maggio	38.900	276.495	48.750	250.435
Giugno	30.800	205.466	42.900	223.772
Luglio	34.900	246.131	30.800	163.233
Agosto	17.200	123.722	20.600	111.081
Settembre	35.800	205.130	28.500	150.868
Ottobre	62.150	315.060	31.600	176.234
Novembre	52.300	252.060	38.600	218.651
Dicembre	99.250	502.932	41.700	236.159
<b>TOTALE</b>	<b>716.700</b>	<b>4.552.429</b>	<b>481.075</b>	<b>2.550.474</b>

Tav. a/1/22e

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso il Mercato Ristretto di Roma nell'anno 1988**

Mese	Anno 1987		Anno 1988	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	395.900	2.319.004	2.400	41.729
Febbraio	443.300	1.726.197	3.100	39.367
Marzo	573.925	3.754.549	16.300	80.870
Aprile	352.375	1.877.732	4.000	42.210
Maggio	236.675	732.350	5.200	46.646
Giugno	189.050	925.912	2.100	31.800
Luglio	40.300	112.839	2.100	31.848
Agosto	53.450	134.514	2.200	36.385
Settembre	5.900	54.895	2.200	35.809
Ottobre	3.200	43.019	2.100	35.405
Novembre	4.650	47.267	2.100	34.820
Dicembre	2.000	34.638	2.000	32.864
<b>TOTALE</b>	<b>2.300.725</b>	<b>11.762.916</b>	<b>45.800</b>	<b>489.753</b>

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso il Mercato Ristretto di Torino nell'anno 1988**

Mese	Anno 1987		Anno 1988	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	63.250	1.229.116	5.875	84.966
Febbraio	86.300	1.709.783	100	1.820
Marzo	145.000	3.045.600	2.000	12.400
Aprile	82.000	1.721.365	2.000	8.100
Maggio	84.100	1.602.387	200	1.780
Giugno	102.300	2.114.524	1.075	5.211
Luglio	8.150	134.772	75	1.162
Agosto	2.500	72.640	600	3.905
Settembre	1.925	32.580	2.400	11.067
Ottobre	3.075	59.972	2.175	27.593
Novembre	2.675	30.529	9.500	25.940
Dicembre	1.600	18.419	116.775	214.590
<b>TOTALE</b>	<b>582.875</b>	<b>11.771.687</b>	<b>142.775</b>	<b>398.534</b>

**Titoli per controvalore trattato  
nei sei Mercati Ristretti - anno 1988**

Titoli	Numero sedute 1988	Azioni trattate	Controvalore in lire	% sul controvalore totale
<i><u>Mercato ristretto di MILANO</u></i>				
Banca Popolare di Lecco	253	3.381.200	51.180.404.900	15,42
Banca Popolare di Novara	253	2.291.025	40.052.837.325	12,06
Credito Bergamasco	253	1.092.075	30.511.526.100	9,19
Banca Popolare di Crema	253	874.375	24.355.606.625	7,34
Banca Popolare di Bergamo	253	1.366.650	22.595.061.475	6,81
Banca Credito Agrario Bresciano	253	6.528.800	21.405.531.900	6,45
Banca Popolare di Milano	253	1.931.725	18.974.956.800	5,72
Banca Popolare di Lodi	253	702.100	9.914.584.625	2,99
Banca Popolare di Luino-Varese	253	1.161.850	9.579.344.950	2,89
Banca Popolare Comm. e Industr.	253	605.825	8.690.658.500	2,62
Banca di Legnano	253	2.112.900	7.766.543.000	2,34
Banca Popolare dell'Emilia	253	92.250	7.701.915.500	2,32
Banca Popolare di Brescia	253	1.147.475	7.180.606.350	2,16
Acque e Terme di Bognanco	253	13.112.800	7.105.518.000	2,14
Banca Popolare di Cremona	253	838.300	6.442.453.000	1,94
Banca Agricola Mantovana	253	66.425	6.340.345.000	1,91
Banca del Friuli	253	347.825	6.276.930.100	1,89
Banca Picc. Cred. Valtellinese	253	409.825	5.953.426.675	1,79

segue: Tav. a/1/23

Titoli	Numero sedute 1988	Azioni trattate	Controvalore in lire	% sul controvalore totale
Banca Provincia di Napoli	253	1.097.250	5.910.974.750	1,78
Banca Popolare di Intra	253	580.200	5.524.608.150	1,66
Ital. Inc. Vita Rischi Div.	253	21.650	3.807.111.500	1,15
Citibank Italia	253	744.400	3.402.622.850	1,02
Banca Tiburtina	253	608.800	3.300.734.300	,99
Banca Subalpina	253	589.300	2.900.184.400	,87
Banca Provincia Lombarda Ord.	253	496.400	2.144.694.050	,65
Creditwest	253	210.950	1.596.547.000	,48
Bieffe-Biochimici Firenze	253	310.900	1.591.972.500	,48
Zerowatt	253	598.000	1.469.029.000	,44
Banco di Perugia	253	1.320.400	1.424.711.500	,43
Aviatour Italia	253	486.500	1.302.512.000	,39
Banca Cred. Popolare Siracusa	253	164.100	1.208.107.200	,36
Banca Industr. Gallaratese	253	62.625	1.000.636.750	,30
Frette	253	116.500	901.521.000	,27
Banca Briantea	253	57.750	715.558.150	,22
Banca Prov. Lombarda Priv.	146	236.100	609.093.000	,18
Vittoria Assicurazioni	9	23.850	550.042.000	,17
Finance Ord.	253	15.100	372.040.000	,11
Finance Priv.	253	20.400	252.131.000	,08
TOTALE		45.824.600	332.013.081.925	100,00



segue: Tav. a/I/23

Titoli	Numero sedute 1988	Azioni trattate	Controvalore in lire	% sul controvalore totale
<i><u>Mercato Ristretto di ROMA</u></i>				
Banca Popolare di Bergamo	252	25.800	424.913.000	86,76
Aviatour Italia	203	15.000	43.760.000	8,94
Citibank	252	3.000	11.940.000	2,44
Banca Tiburtina	252	1.500	8.650.000	1,77
Banco di Perugia	252	500	490.000	,10
Banca Popolare di Novara	252	—	—	,00
Acque e Terme di Bognanco	252	—	—	,00
Banca Popolare di Milano	252	—	—	,00
Creditwest	252	—	—	,00
Banca Popolare di Spoleto	sospesa	—	—	,00
<b>TOTALE</b>		<b>45.800</b>	<b>489.753.000</b>	<b>100,00</b>
<i><u>Mercato Ristretto di TORINO</u></i>				
Bofina	23	120.000	195.615.000	49,08
Banca Popolare di Novara	253	6.175	114.357.500	28,69
Banca Subalpina	253	15.900	81.432.000	20,43
Banca Popolare di Milano	253	700	7.130.000	1,79
Citibank	253	—	—	,00
<b>TOTALE</b>		<b>142.775</b>	<b>398.534.500</b>	<b>100,00</b>

segue: Tav. a/1/23

Titoli	Numero sedute 1988	Azioni trattate	Controvalore in lire	% sul controvalore totale
<u>Mercato Ristretto di GENOVA</u>				
Banca Popolare di Bergamo	253	47.150	782.849.000	93,90
Banca Popolare di Novara	253	3.050	50.840.000	6,10
Citibank	253	—	—	,00
TOTALE		50.200	833.689.000	100,00
<u>Mercato Ristretto di FIRENZE</u>				
Banca Popolare di Novara	253	—	—	—
Citibank	253	—	—	—
Banco di Perugia	253	—	—	—
TOTALE		—	—	—
<u>Mercato Ristretto di NAPOLI</u>				
Banca Provincia di Napoli	253	442.925	2.374.422.500	93,10
Citibank	253	37.400	163.551.500	6,41
Banca Popolare di Novara	253	750	12.500.000	,49
TOTALE		481.075	2.550.474.000	100,00

Tav. a/I/24

**Mercato Ristretto: scambi azionari**  
(controvalore medio per seduta in milioni di lire)

Titoli	Milano	Roma	Torino	Firenze	Napoli	Genova
Banca Popolare di Lecco	202	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Novara	158	—	—	—	—	—
Credito Bergamasco	121	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Crema	96	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Bergamo	89	2	—	—	—	3
Banca Credito Agrario Bresciano	85	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Milano	75	—	—	—	—	—
Vittoria Assicurazioni	61	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Lodi	39	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Luino-Varese	38	—	—	—	—	—
Banca Popolare Comm. e Industria	34	—	—	—	—	—
Banca di Legnano	31	—	—	—	—	—
Banca Popolare dell'Emilia	30	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Brescia	28	—	—	—	—	—
Acque e terme di Bognanco	28	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Cremona	25	—	—	—	—	—
Banca Agricola Mantovana	25	—	—	—	—	—
Banca del Friuli	25	—	—	—	—	—
Banca Picc. Credito Valtellinese	24	—	—	—	—	—

segue: Tav. a/I/24

Titoli	Milano	Roma	Torino	Firenze	Napoli	Genova
Banca Provincia di Napoli	23	—	—	—	9	—
Banca Popolare di Intra	22	—	—	—	—	—
Ital. Inc. Vita Rischi Div.	15	—	—	—	—	—
Citibank Italia	13	—	—	—	1	—
Banca Tiburtina	13	—	—	—	—	—
Banca Subalpina	11	—	—	—	—	—
Banca Prov. Lombarda Ord.	8	—	—	—	—	—
Creditwest	6	—	—	—	—	—
Bieffe-Biochimici Firenze	6	—	—	—	—	—
Zerowatt	6	—	—	—	—	—
Banco di Perugia	6	—	—	—	—	—
Aviatour Italia	6	—	—	—	—	—
Banca Credito Pop. Siracusa	5	—	—	—	—	—
Banca Industr. Gallaratese	4	—	—	—	—	—
Frette	4	—	—	—	—	—
Banca Prov. Lombarda Priv.	4	—	—	—	—	—
Banca Briantea	3	—	—	—	—	—
Finance Ord.	1	—	—	—	—	—
Finance Priv.	1	—	—	—	—	—
Bofina	—	—	9	—	—	—

---

**Società fiduciarie che hanno depositato nel 1988**

---

AGOS GESTIONI PATRIMONIALI  
AMBROFID  
CITITRUST  
COFINA  
COFINDI  
COGESTA FIDUCIARIA (già FIDUCIARIA ARMORARI)  
COMINVEST GESTIONI  
EPTAFID SOCIETÀ FIDUCIARIA  
EURAMERICA FIDUCIARIA DI REVISIONE  
FEI FIDUCIARIA E DI REVISIONE  
F.F. FINANZIARIA FIDUCIARIA  
FIDBROKERS SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE  
FIDELTA  
FIDEUR  
FIDIMO  
FIDUCIARIA BANKNORD  
FIDUCIARIA DEL SEMPIONE  
FIDUCIARIA DUOMO  
FIDUCIARIA INDOSUEZ  
FIDUCIARIA LOMBARDA

*segue: Tav. a/IV/1*

---

FIDUCIARIA OREFICI

FIDUCIARIA VONWILLER

FIDUCIARIA WORMS

FIGEROMA

FIMEDIT FIDUCIARIA

FINEUROP

FININVEST FIDUCIARIA

FI.RE.CO

F.R.T. FIDUCIARIA RISPARMIO TORINO

GALLA PLACIDIA

GARDA PROGRAM

GEFIDI

GESFID

GREIF FIDUCIARIA

IFIGEST

INCAPITAL FIDUCIARIA

INTERFID

INTERFIDAM

INTERGEST

INTERMOBILIARE FIDUCIARIA

ITALFIDER

ITALIA FIDUCIARIA

*segue: Tav. a/IV/1*

---

LA COMPAGNIA FINANZIARIA - SERVIZI FIDUCIARI

LA COMPAGNIE FIDUCIAIRE

NAGRAFIN FIDUCIARIA

NAZIONALE FIDUCIARIA

NORD FIDUCIARIA

PASFID GESTIONI

POLO FIDUCIARIA

PRIME FIDUCIARIA

PROMOFINAN FIDUCIARIA

SAF SOCIETÀ AZIONARIA FIDUCIARIA

SANPAOLOGEST FIDUCIARIA

SERVIZI FIDUCIARI MILANESI

SESAMO

SFIRMI SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE

SIGE FIDUCIARIA

SOGEFI

SVILUPPO FIDUCIARIA

S.T.G. SOCIETÀ ATESINA FIDUCIARIA E DI REVISIONE

UNIONE FIDUCIARIA

**Prospetti informativi, relativi ad operazioni di sollecitazione  
del pubblico risparmio, di cui è stata deliberata la pubblicazione  
mediante deposito presso l'apposito Archivio-Consob nell'anno 1988**

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
4.1.1988	874/296/C (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CORONA FERREA.
4.1.1988	875/297/C (*)	Offerta di programmi di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CORONA FERREA con copertura assicurativa facoltativa.
5.1.1988	876	Offerta di n. 9.000.000 di obbligazioni MEDIOBANCA 7,5% 1988-94 serie speciale FIDENZA VETRARIA convertibili in azioni ordinarie FIDENZA VETRARIA, riservate in opzione agli azionisti FIDENZA VETRARIA a lire 6.000 cd. (v.n. lire 6.000 cd.).
5.1.1988	877	Offerta di n. 4.500.000 azioni ordinarie FIDENZA VETRARIA al prezzo di lire 5.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
12.1.1988	878	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla SAF - SOCIETÀ AZIOMARIA FIDUCIARIA S.p.A.
13.1.1988	879	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FINEUROP FIDUCIARIA S.p.A.
14.1.1988	880/63/C (*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla AGOS GESTIONI PATRIMONIALI S.p.A.
15.1.1988	881	Offerta di n. 2.400.020 azioni ordinarie CORTINA TRE CROCI al prezzo di lire 5.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) e di n. 1.135 convenzioni per l'utilizzazione delle unità alberghiere del Grand Hotel Tre Croci al prezzo di lire 10.000 cd. per posto letto e per giorno.
18.1.1988	882	Offerta in pubblica sottoscrizione di n. 300.000 quote del fondo di risparmio della CASSA DI RISPARMIO DI CUNEO al prezzo di lire 180.000 cd. (v.n. lire 100.000 cd.).
18.1.1988	883/144/B (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CAPITALGEST con assicurazione gratuita sugli infortuni.
18.1.1988	884/145/B (*)	Offerta di piani rateali di accumulo in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CAPITALGEST con abbinata polizza di assicurazione sulla vita RLSPEVI.
18.1.1988	885	Offerta di programmi di accumulazione finanziaria in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CAPITALGEST.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.



segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
19.1.1988	886	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDUCIARIA OREFICI S.p.A.
20.1.1988	887	Offerta di n. 5.500.000 azioni ordinarie FATA al prezzo di lire 9.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
22.1.1988	888	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CENTRALE CAPITAL.
22.1.1988	889	Offerta di piani di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CENTRALE CAPITAL.
22.1.1988	890	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla PASFID GESTIONI S.p.A.
25.1.1988	891/114/C (*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla COMINVEST GESTIONI S.p.A.
29.1.1988	892	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare LA-GEST AZIONARIO.
29.1.1988	893	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare LA-GEST OBBLIGAZIONARIO.
29.1.1988	894	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare LAIF CAPITAL.
29.1.1988	895	Offerta di piani di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare LAIF CAPITAL con abbinata polizza vita LATINA ASSICURAZIONI.
29.1.1988	896	Offerta di piani di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare LAIF CAPITAL con abbinata polizza vita AUSONIA ASSICURAZIONI.
29.1.1988	897	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare LAIF OBBLIGAZIONARIO.
29.1.1988	898	Offerta di piani di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare LAIF OBBLIGAZIONARIO con abbinata polizza LATINA ASSICURAZIONI.
29.1.1988	899	Offerta di piani di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare LAIF OBBLIGAZIONARIO con abbinata polizza vita AUSONIA ASSICURAZIONI.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
4.2.1988	900/559/A (*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIMEDIT FIDUCIARIA S.p.A.
4.2.1988	901	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla INTERFIDAM S.p.A.
4.2.1988	902/684/A (*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla INCAPITAL FIDUCIARIA S.p.A.
4.2.1988	903/684/A (*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla INCAPITAL FIDUCIARIA S.p.A.
5.2.1988	904	Offerta di n. 10.000.000 di azioni ordinarie ITALIA ASSICURAZIONI al prezzo di lire 4.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
10.2.1988	905	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla EURAMERICA FIDUCIARIA E DI REVISIONE S.p.A.
11.2.1988	906	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CASHBOND.
11.2.1988	907	Offerta di piani previdenziali in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CASHBOND.
16.2.1988	908	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare INVESTIRE AZIONARIO.
16.2.1988	909	Offerta di piani di accumulazione del capitale in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare INVESTIRE AZIONARIO.
16.2.1988	910	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare INVESTIRE BILANCIATO.
16.2.1988	911	Offerta di piani di accumulazione del capitale in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare INVESTIRE BILANCIATO.
17.2.1988	912/504/A (*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla SOGEFI S.p.A.
17.2.1988	913	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDUCIARIA ARMORARI S.p.A.
18.2.1988	914	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOVARFUND B.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
18.2.1988	915	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOVARFUND B.
18.2.1988	916	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOVARMASER AZIONARIO.
18.2.1988	917	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOVARMASER AZIONARIO.
18.2.1988	918	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOVARMULTIBOND.
18.2.1988	919	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOVARMULTIBOND.
19.2.1988	920	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PROMOFONDO 1.
19.2.1988	921	Offerta di piani di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PROMOFONDO 1.
19.2.1988	922	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOGESFIT DOMANI con copertura assicurativa gratuita e con abbinata polizza facoltativa di assicurazione sulla vita.
19.2.1988	923	Offerta di programmi di versamenti periodici in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOGESFIT DOMANI con copertura assicurativa gratuita e con abbinata polizza di assicurazione sulla vita.
23.2.1988	924	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla F.F. FINANZIARIA FIDUCIARIA S.p.A.
25.2.1988	925/44/C (*)	Offerta di programmi di accumulazione finanziaria in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare IMICAPITAL.
9.3.1988	926	Offerta di n. 30.000.000 di azioni ordinarie EDITORIALE al prezzo di lire 1.100 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
9.3.1988	927	Offerta di n. 40.000.000 di azioni ordinarie POLIGRAFICI EDITORIALE al prezzo di lire 1.050 cd. (v.n. lire 500 cd.).

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
11.3.1988	928	Offerta di n. 100.000.000 di obbligazioni FINANZIARIA ERNESTO BRED A 7% 1987-92 con diritto di acquisto di azioni ordinarie OTOBREDA FINANZIARIA (v.n. lire 1.000 cd.).
14.3.1988	929	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FUTURO FAMIGLIA con abbinata polizza facoltativa di assicurazione sulla vita.
16.3.1988	930/259/C (*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla PRIME FIDUCIARIA S.p.A.
18.3.1988	931	Costituzione della MURRI PIAZZA D'EUROPA S.p.A. mediante pubblica sottoscrizione di n. 200 azioni ordinarie (v.n. lire 1.000.000 cd.).
18.3.1988	932	Offerta di n. 3.350.000 quote di risparmio della CASSA DI RISPARMIO DI PUGLIA al prezzo di lire 12.500 cd. (v.n. lire 10.000 cd.).
21.3.1988	933	Offerta di certificati di associazione in partecipazione emessi dalla SETECNA S.p.A.
22.3.1988	934	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDELTA S.p.A.
23.3.1988	935	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla INTERFID S.p.A.
25.3.1988	936/125/B (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FONDINVEST 1.
25.3.1988	937/126/B (*)	Offerta di piani di accumulo in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FONDINVEST 1.
25.3.1988	938/127/C (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FONDINVEST 2 con copertura assicurativa gratuita e con abbinata polizza vita temporanea facoltativa.
25.3.1988	939/128/C (*)	Offerta di piani di accumulo in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FONDINVEST 2 con copertura assicurativa gratuita e con abbinata polizza vita temporanea facoltativa.
25.3.1988	940	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare AUREO PREVIDENZA con copertura assicurativa gratuita.
25.3.1988	941	Offerta di programmi di accumulazione finanziaria in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare AUREO PREVIDENZA con copertura assicurativa gratuita.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
25.3.1988	942	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare AUREO RENDITA con copertura assicurativa gratuita.
25.3.1988	943	Offerta di programmi di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare AUREO RENDITA con copertura assicurativa gratuita.
28.3.1988	944	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla GREIF FIDUCIARIA S.p.A.
28.3.1988	945/147/C (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare RISPARMIO ITALIA BILANCIATO.
28.3.1988	946/148/C (*)	Offerta di programmi di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare RISPARMIO ITALIA BILANCIATO.
28.3.1988	947/149/C (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare RISPARMIO ITALIA REDDITO.
28.3.1988	948/150/C (*)	Offerta di programmi di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare RISPARMIO ITALIA REDDITO.
29.3.1988	949	Offerta di n. 2.500 obbligazioni DITTA FRATELLI LOMBARDI - DIVISIONE PREFABBRICATI a tasso variabile (v.n. lire 1.000.000 cd.).
29.3.1988	950	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CENTRALE GLOBAL.
29.3.1988	951	Offerta di piani di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CENTRALE GLOBAL.
30.3.1988	952	Offerta di n. 45.500.000 azioni ordinarie e di n. 45.500.000 azioni privilegiate AUTOSTRADE al prezzo di lire 1.025 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
31.3.1988	953	Offerta di n. 500.000.000 di obbligazioni IRI 1988-95 a tasso variabile al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
31.3.1988	954	Offerta di n. 2.000.000 di azioni GEWESS al prezzo di lire 5.450 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
1.4.1988	955	Offerta di n. 75.000.000 azioni ordinarie SAIPEM al prezzo di lire 2.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
7.4.1988	956	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare INTERMOBILIARE FONDO con coperture assicurative gratuite.
7.4.1988	957	Offerta di piani di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare INTERMOBILIARE FONDO con copertura assicurativa gratuita.
7.4.1988	958	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOGEFIT DOMANI con abbinata polizza vita facoltativa denominata RENDITA VITALIZIA.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

Prospetti		Operazioni
ta posito	Numero d'ordine	
8	959	Offerta di programmi di versamenti periodici in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOGESFIT DOMANI con abbinata polizza vita facoltativa denominata RENDITA VITALIZIA.
1	960	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla COFINDI FIDUCIARIA S.p.A.
8	961	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla ITALIA FIDUCIARIA S.p.A.
1	962	Offerta pubblica di acquisto di tutte le azioni ordinarie BIRRA WÜHRER in circolazione (n. 98.617.476, pari al 9,93% delle azioni emesse) al prezzo di lire 35 cd. (v.n. lire 21 cd.).
	963/67/C (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIME CASH con abbinata polizza di assicurazione facoltativa.
	964/68/C (*)	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIME CASH con abbinata polizza di assicurazione facoltativa.
	965/69/C (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIME REND con abbinata polizza vita facoltativa.
	966/70/C (*)	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIME REND con abbinata polizza vita facoltativa.
	967/71/C (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIME CAPITAL con abbinata polizza vita facoltativa.
	968/72/C (*)	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIME CAPITAL con abbinata polizza vita facoltativa.
	969/476/A (*)	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIME CAPITAL con abbinata polizza vita obbligatorie.
	970/707/A (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIMECLUB AZIONARIO con abbinata polizza vita facoltativa.
	971/708/A (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIMECLUB OBBLIGAZIONARIO con abbinata polizza vita facoltativa.

i informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
20.4.1988	972	Offerta di n. 7.000.000 azioni ordinarie AVIR FINANZIARIA al prezzo di lire 6.000 cd. (v.n. lire 500 cd.).
4.5.1988	973/665/A (*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla GESFID S.p.A.
4.5.1988	974	Offerta di n. 58.500.000 azioni di categoria «A» e di n. 58.500.000 azioni di risparmio ALITALIA al prezzo di lire 1.800 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
4.5.1988	975	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GIALLO.
4.5.1988	976	Offerta di piani pluriennali di risparmio in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GIALLO.
9.5.1988	977	Costituzione del BANCO DI TORINO S.p.A. mediante pubblica sottoscrizione di n. 50.000.000 di azioni ordinarie (v.n. lire 500 cd.).
9.5.1988	978/690/A (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare IMINDUSTRIA.
9.5.1988	979/691/A (*)	Offerta di piani di versamenti programmati in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare IMINDUSTRIA con abbinata polizza di assicurazione sulla vita.
13.5.1988	980	Offerta di n. 49.852.800 obbligazioni ATTIVITÀ IMMOBILIARI 7,5% 1988-95 del v.n. di lire 1.000 cd. convertibili in azioni ordinarie ATTIVITÀ IMMOBILIARI.
16.5.1988	981	Offerta di n. 23.471.910 azioni ordinarie UNIONE MANIFATTURE al prezzo di lire 3.100 cd. (v.n. lire 3.055 cd.).
17.5.1988	982/368/A (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PHENIXFUND con copertura assicurativa gratuita.
17.5.1988	983/369/A (*)	Offerta di piani pluriennali d'investimento in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PHENIXFUND con abbinata polizza obbligatoria di assicurazione sulla vita.
17.5.1988	984	Offerta di piani di accumulo in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PHENIXFUND con abbinata polizze facoltative di assicurazione sulla vita.
17.5.1988	985	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CISALPINO BILANCIATO.
17.5.1988	986	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CISALPINO BILANCIATO con abbinata polizze facoltative di assicurazione.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
17.5.1988	987	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CISALPINO REDDITO.
17.5.1988	988	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CISALPINO REDDITO con abbinate polizze facoltative di assicurazione.
24.5.1988	989	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla AMBROFID S.p.A.
25.5.1988	990	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FBI - FIDUCIARIA E DI REVISIONE S.p.A.
31.5.1988	991/199/B (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare BN MULTIFONDO.
31.5.1988	992/200/B (*)	Offerta di piani pluriennali d'investimento in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare BN MULTIFONDO.
31.5.1988	993/201/B (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare BN RENDIFONDO.
31.5.1988	994/202/B (*)	Offerta di piani pluriennali d'investimento in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare BN RENDIFONDO.
1.6.1988	995	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDUCIARIA BANK-NORD S.p.A.
7.6.1988	996/603/B (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare COMMERCIO TURISMO.
7.6.1988	997/604/B (*)	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare COMMERCIO TURISMO.
7.6.1988	998/76/E (*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FONDO PROFESSIONALE.
7.6.1988	999/741/A (*)	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FONDO PROFESSIONALE con abbinata polizza di assicurazione emessa dalla LATINA VITA COMPAGNIA DI ASSICURAZIONI S.p.A.
7.6.1988	1000	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FONDO PROFESSIONALE con abbinata polizza di assicurazione emessa dalla AUSONIA S.p.A.
9.6.1988	1001	Offerta di n. 80.000.000 di obbligazioni SIFA 1988-93 9% del v.n. di lire 1.000 cd., convertibili in azioni privilegiate AUTOSTRADE.
10.6.1988	1002	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare RENDIRAS.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.



segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
15.6.1988	1003	Offerta di n. 6.059.354 azioni ordinarie e di n. 2.694.634 azioni di risparmio n.c. TRIPCOVICH al prezzo di lire 2.050 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
16.6.1988	1004/477/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare IMI 2000 con abbinata polizza di assicurazione sulla vita.
16.6.1988	1005/478/A(*)	Offerta di piani di previdenza personali con sottoscrizione di quote del fondo comune d'investimento mobiliare IMI 2000 abbinata alla stipula di una polizza di assicurazione sulla vita.
16.6.1988	1006	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla AMBROFID S.p.A.
16.6.1988	1007/693/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ROLOMIX.
16.6.1988	1008/694/A(*)	Offerta di piani pluriennali di accumulo in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ROLOMIX.
16.6.1988	1009/695/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ROLOGEST.
16.6.1988	1010/696/A(*)	Offerta di piani pluriennali di accumulo in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ROLOGEST.
16.6.1988	1011	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare RISPARMIO ITALIA AZIONARIO.
16.6.1988	1012	Offerta di programmi di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare RISPARMIO ITALIA AZIONARIO.
20.6.1988	1013	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ADRIATIC GLOBAL FUND.
20.6.1988	1014	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ADRIATIC GLOBAL FUND.
20.6.1988	1015	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ADRIATIC BOND FUND.
20.6.1988	1016	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ADRIATIC BOND FUND.
20.6.1988	1017/41/F(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GESTIRAS.
20.6.1988	1018/42/F(*)	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GESTIRAS.
20.6.1988	1019/111/F(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MULTIRAS.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
20.6.1988	1020/112/F(*)	Offerta di piani sistematici di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MULTIRAS.
20.6.1988	1021/317/C(*)	Offerta di piani flessibili di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GESTIRAS con abbinate polizze di assicurazione sulla vita (distributore: RAS S.p.A.).
20.6.1988	1022/318/C(*)	Offerta di piani flessibili di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MULTIRAS con abbinate polizze di assicurazione sulla vita (distributore: RAS S.p.A.).
20.6.1988	1023/338/C(*)	Offerta di piani flessibili di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GESTIRAS con abbinate polizze di assicurazione sulla vita (distributore: UNIONE SUBALPINA DI ASSICURAZIONI S.p.A.).
20.6.1988	1024/339/C(*)	Offerta di piani flessibili di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MULTIRAS con abbinate polizze di assicurazione sulla vita (distributore: UNIONE SUBALPINA DI ASSICURAZIONI S.p.A.).
20.6.1988	1025/340/C(*)	Offerta di piani flessibili di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GESTIRAS con abbinate polizze di assicurazione sulla vita (distributore: LAVORO & SICURTÁ S.p.A.).
20.6.1988	1026/341/C(*)	Offerta di piani flessibili di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MULTIRAS con abbinate polizze di assicurazione sulla vita (distributore: LAVORO & SICURTÁ S.p.A.).
20.6.1988	1027/342/C(*)	Offerta di piani flessibili di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GESTIRAS con abbinate polizze di assicurazione sulla vita (distributore: L'ITALICA VITA S.p.A.).
20.6.1988	1028/343/C(*)	Offerta di piani flessibili di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MULTIRAS con abbinate polizze di assicurazione sulla vita (distributore: L'ITALICA VITA S.p.A.).
20.6.1988	1029/634/B(*)	Offerta di piani flessibili di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GESTIRAS con abbinate polizze di assicurazione sulla vita.
20.6.1988	1030/635/B(*)	Offerta di piani flessibili di accumulazione in quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MULTIRAS con abbinate polizze di assicurazione sulla vita.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
20.6.1988	1031	Offerta di n. 30.000.000 di azioni ordinarie ENICHEM AUGUSTA al prezzo di lire 1.250 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
21.6.1988	1032	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni denominato CITITEAM FOREIGN offerto dalla CITITRUST S.p.A.
22.6.1988	1033	Offerta fino ad un massimo di n. 35.000 azioni di risparmio SAI riservata ai dirigenti della Società ed alle controllate SIAT S.p.A. e SAIAGRICOLA S.p.A. per la successiva vendita ai rispettivi dirigenti e funzionari al prezzo minimo di lire 2.100 e massimo di lire 4.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
23.6.1988	1034	Offerta di n. 500.000.000 di obbligazioni IRI 1988-95 a tasso variabile del v.n. di lire 1.000 cd.
27.6.1988	1035	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDUCIARIA VON-WILLER S.p.A.
2.6.1988	1036	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare NORD-MIX (con pagamento in unica soluzione o con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione).
30.6.1988	1037/95-96/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare NORD-FONDO (con pagamento in unica soluzione o con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione).
30.6.1988	1038/479-480/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare NORD-CAPITAL (con pagamento in unica soluzione o con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione).
7.7.1988	1039/198/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla COFINA S.p.A.
7.7.1988	1040/852/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla COFINA S.p.A.
8.7.1988	1041	Offerta di n. 30.000.000 di azioni ordinarie CREDITO COMMERCIALE al prezzo di lire 1.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
8.7.1988	1042	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOGESFIT BLUE CHIPS (acquistabili con pagamento in unica soluzione o con versamenti periodici per adesione a piani d'investimento).
11.7.1988	1043	Offerta di n. 141.960.000 azioni ordinarie UNIPAR al prezzo di lire 1.050 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
12.7.1988	1044	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SPIGA D'ORO (acquistabili con pagamento in unica soluzione o con versamenti periodici per adesione a piani di risparmio programmato).

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
14.7.1988	1045	Offerta di n. 12.746.584 azioni ordinarie EUROMOBILIARE al prezzo di lire 5.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
20.7.1988	1046	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla SVILUPPO FIDUCIARIA S.p.A.
21.7.1988	1047	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla INTERGEST S.p.A.
21.7.1988	1048/133-134/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare REDDITOSE TTE (acquistabili con pagamento in unica soluzione o con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali d'investimento).
21.7.1988	1049/878/A (*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla SAF S.p.A.
21.7.1988	1050/43/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare IMI-CAPITAL (acquistabili con pagamento in unica soluzione).
21.7.1988	1051/44/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare IMI-CAPITAL (acquistabili con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione, mediante conferimento di mandato con rappresentanza alla FIDEURAM società incaricata del collocamento).
21.7.1988	1052/45/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare IMI-REND (acquistabili con pagamento in unica soluzione).
21.7.1988	1053/46/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare IMI-REND (acquistabili con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione, mediante conferimento di mandato con rappresentanza alla FIDEURAM società incaricata del collocamento).
25.7.1988	1054	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla PROMOFINAN FIDUCIARIA S.p.A.
26.7.1988	1055/666/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDUCIARIA LOMBARDA S.p.A.
28.7.1988	1056/475/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla NORD FIDUCIARIA S.p.A.
3.8.1988	1057/721/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla SANPAOLOGEST FIDUCIARIA S.p.A.
4.8.1988	1058/853/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla GARDA PROGRAM S.p.A.
5.8.1988	1059	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune di investimento mobiliare PROFESSIONALE con abbinato obbligazioni ENEL 9,70% 1986-93, 3ª emissione.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
9.8.1988	1060	Offerta di n. 1.500.000 quote di partecipazione nominative BANCA DEL MONTE DI BOLOGNA E RAVENNA al prezzo di lire 22.000 cd. (v.n. lire 10.000 cd.).
9.8.1988	1061/144-885/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CAPITALGEST (acquistabili con pagamento in unica soluzione e con assicurazione gratuita ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione finanziaria).
9.8.1988	1062/145/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CAPITALGEST (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani rateali di accumulo con abbinata polizza di assicurazione sulla vita RI.SPE.VI.).
9.8.1988	1063/60/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ARCA BB (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione).
9.8.1988	1064/61/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ARCA RR (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione).
9.8.1988	1065/662-663/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ARCA 27 (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione con assicurazioni gratuite).
9.8.1988	1066/929/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FUTURO FAMIGLIA con abbinata polizza di assicurazione sulla vita.
11.8.1988	1067/674/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SALVADANAIO.
22.8.1988	1068	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CAPITALGEST RENDITA (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione finanziaria).
22.8.1988	1069	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CAPITALGEST AZIONI (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione finanziaria).
24.8.1988	1070/368/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PHENIXFUND (acquistabili con pagamento in unica soluzione con copertura assicurativa gratuita).

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
24.8.1988	1071/369/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PHENIXFUND (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di investimento con abbinata polizza di assicurazione sulla vita).
24.8.1988	1072/984/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PHENIXFUND (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani di accumulo con abbinata polizza di assicurazione sulla vita).
26.8.1988	1073	Offerta di n. 3.341.000 azioni di risparmio non convertibili SILOS DI GENOVA al prezzo di lire 446 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
2.9.1988	1074	Offerta di n. 220.000.000 di azioni ordinarie BENI STABILI al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
5.9.1988	1075	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare IMIBOND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione).
5.9.1988	1076	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FIDEURAM MONETA (acquistabili con pagamento in unica soluzione e con facoltà di adesione ad un servizio denominato MONETA ATTIVA).
5.9.1988	1077	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOGESFIT BLUE CHIPS (acquistabili con versamenti periodici per adesione a programmi con abbinata polizza di assicurazione).
9.9.1988	1078	Offerta di n. 110.000.000 di azioni ASSICURAZIONI GENERALI al prezzo di lire 10.000 cd. (v.n. lire 2.000 cd.) di cui n. 5.000.000 offerte in sottoscrizione, ai sensi dell'art. 2441 c.c., ultimo comma, ai dipendenti della Società.
9.9.1988	1079/108/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FONDICRI 1.
9.9.1988	1080/380-381/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FONDICRI 2 (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di investimento pluriennali).
9.9.1988	1081	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FONDICRI 2 (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani d'investimento pluriennali con abbinato pacchetto di garanzie assicurative).
12.9.1988	1082/801-802/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MONEY TIME (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione del tipo rendita vitalizia differita).

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
12.9.1988	1083/801-802/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MONEY TIME (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione del tipo mista rivalutabile).
12.9.1988	1084/803-804/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare VENTURE TIME (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione del tipo rendita vitalizia differita).
12.9.1988	1085/803-804/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare VENTURE TIME (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione del tipo mista rivalutabile).
12.9.1988	1086/454/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GEPOREND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione con abbinata copertura assicurativa gratuita).
12.9.1988	1087/455/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GEPOREINVEST (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione con abbinata copertura assicurativa gratuita).
12.9.1988	1088	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare EURO ALDEBARAN (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di investimento).
12.9.1988	1089	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare EURO ALDEBARAN (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di investimento mediante conferimento di mandato con rappresentanza alla SAN PAOLO INVEST S.p.A.).
12.9.1988	1090/327-328/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare EURO MOBILIARE CAPITAL FUND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione).
12.9.1988	1091/817-818/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare EURO MOBILIARE REDDITO (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione).

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
12.9.1988	1092	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare AGRI-FUTURA (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani con abbinata polizza di assicurazione del tipo rendita vitalizia differita).
12.9.1988	1093	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare AGRI-FUTURA (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani con abbinata polizza di assicurazione dei tipi rendita vitalizia differita e temporanea caso morte).
13.9.1988	1094	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIMEBOND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione).
13.9.1988	1095	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIMEMONETARIO.
13.9.1988	1096/67-68/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIMECASH (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione).
13.9.1988	1097/69-70/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIMEREND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione).
13.9.1988	1098/71-72/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIMECAPITAL (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione).
13.9.1988	1099/476/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIMECAPITAL (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione del tipo rendita vitalizia differita).
13.9.1988	1100/476/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIMECAPITAL (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione con abbinata polizza dei tipi mista e temporanea caso morte).
13.9.1988	1101/707/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIME CLUB AZIONARIO.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.



segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
13.9.1988	1102/708/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PRIME CLUB OBBLIGAZIONARIO.
15.9.1988	1103	Offerta di n. 2.444.653 azioni ordinarie UNIPOL al prezzo di lire 8.000 cd. (v.n. lire 2.000 cd.) e di n. 1.588.931 azioni privilegiate UNIPOL al prezzo di lire 8.000 cd. (v.n. lire 2.000 cd.).
15.9.1988	1104	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDUCIARIA DUOMO S.p.A.
15.9.1988	1105	Offerta di n. 21.000.000 di azioni ordinarie FIRS ITALIANA DI ASSICURAZIONI al prezzo di lire 840 cd. (v.n. lire 500 cd.) e di n. 21.000.000 di azioni di risparmio FIRS ITALIANA DI ASSICURAZIONI al prezzo di lire 840 cd. (v.n. lire 500 cd.).
19.9.1988	1106	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare EUROMOBILIARE STRATEGIC FUND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione).
19.9.1988	1107	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare EUROMOBILIARE RISK FUND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione).
20.9.1988	1108/906-907/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CASH BOND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani previdenziali).
20.9.1988	1109/261-262/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CASH MANAGEMENT FUND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani previdenziali).
20.9.1988	1110	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CHASE MANHATTAN AMERICA (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione).
20.9.1988	1111	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CHASE MANHATTAN INTERCONTINENTALE (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione).
21.9.1988	1112	Offerta di n. 90.000 certificati di partecipazione da lire 100.000 cd. riventi dal contratto di associazione in partecipazione tra RADICI CHIMICA S.p.A. e FINPROGETTI S.p.A.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
21.9.1988	1113	Offerta di n. 90.000 certificati di partecipazione da lire 100.000 cd. rivenienti dal contratto di associazione in partecipazione tra TEXTILE PRODUKTE S.p.A. e FIN-PROGETTI S.p.A.
22.9.1988	1114	Offerta di n. 45.000 obbligazioni SAGIF 1988-93 a tasso variabile del v.n. di lire 100.000 cd.
23.9.1988	1115	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla POLO FIDUCIARIA S.p.A.
23.9.1988	1116/136-137/E(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare NAGRAREND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di investimento).
23.9.1988	1117/138-139/E(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare NAGRACAPITAL (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di investimento).
23.9.1988	1118	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SAN PAOLO-HAMBROS INDUSTRIAL MUTUAL FUND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di investimento).
23.9.1988	1119	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SAN PAOLO-HAMBROS INDUSTRIAL MUTUAL FUND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali d'investimento mediante conferimento di mandato con rappresentanza alla SAN PAOLO INVEST S.p.A.).
23.9.1988	1120	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SAN PAOLO-HAMBROS INTERNATIONAL FUND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di investimento).
23.9.1988	1121	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SAN PAOLO-HAMBROS INTERNATIONAL FUND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali d'investimento mediante conferimento di mandato con rappresentanza alla SAN PAOLO INVEST S.p.A.).
26.9.1988	1122	Offerta di n. 21.329.220 azioni ordinarie SOPAF al prezzo di lire 2.300 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
26.9.1988	1123	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GRI-FOCAPITAL (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani rateali di accumulo).
26.9.1988	1124	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GRI-FOCAPITAL (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione).
26.9.1988	1125	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GRI-FOREND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani rateali di accumulo).
26.9.1988	1126	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GRI-FOREND (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione).
27.9.1988	1127	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GE-POCAPITAL (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione con abbinata copertura assicurativa gratuita).
27.9.1988	1128/892/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare LA-GEST AZIONARIO con abbinata polizza di assicurazione.
27.9.1988	1129/893/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare LA-GEST OBBLIGAZIONARIO con abbinata polizza di assicurazione.
28.9.1988	1130/666/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla GEFIDI S.p.A.
30.9.1988	1131	Offerta di n. 13.000.000 di azioni ordinarie CREDITO LOMBARDO al prezzo di lire 1.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
4.10.1988	1132	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare AGOS BOND.
5.10.1988	1133	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MI-DA BILANCIATO (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi d'investimento).
5.10.1988	1134	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MI-DA BILANCIATO (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi d'investimento con abbinata polizza di assicurazione vita della L'ABEILLE VIE).

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
5.10.1988	1135	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MI-DA BILANCIATO (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi d'investimento con abbinata polizza di assicurazione vita della MGF VITA ITALIA).
5.10.1988	1136	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MI-DA OBBLIGAZIONARIO (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi d'investimento).
5.10.1988	1137	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MI-DA OBBLIGAZIONARIO (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi d'investimento con abbinata polizza di assicurazione vita della LABELLE VIE).
5.10.1988	1138	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare MI-DA OBBLIGAZIONARIO (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi d'investimento con abbinata polizza di assicurazione vita della MGF VITA ITALIA).
6.10.1988	1139	Offerta di n. 34.650.000 azioni ordinarie CARTIERE BINDA DE MEDICI al prezzo di lire 1.100 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
6.10.1988	1140	Offerta di n. 365.123.835 azioni ordinarie FERRUZZI FINANZIARIA al prezzo di lire 2.680 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
7.10.1988	1141	Offerta di n. 65.000.000 di buoni di acquisto SPAFID validi per l'acquisto di n. 65.000.000 di azioni ordinarie FERRUZZI FINANZIARIA al prezzo di lire 500 cd.
7.10.1988	1142	Offerta di n. 14.000.000 di azioni ordinarie SOGEFI al prezzo di lire 3.140 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
10.10.1988	1143/296/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CORONA FERREA (acquistabili con pagamento in unica soluzione).
10.10.1988	1144/297/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CORONA FERREA (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione vita).
13.10.1988	1145/81/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GENERCOMIT (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di risparmio con abbinata polizza vita GESAV).
13.10.1988	1146/901/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla INTERFIDAM S.p.A.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
17.10.1988	1147	Offerta di n. 22.950.000 azioni ordinarie PERLIER al prezzo di lire 400 cd. (v.n. lire 400 cd.).
20.10.1988	1148	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GESTICREDIT AZIONARIO (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione con abbinata copertura assicurativa gratuita).
20.10.1988	1149	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare GESTICREDIT FINANZA (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione con abbinata copertura assicurativa gratuita).
21.10.1988	1150	Offerta di massimo n. 116.706 azioni ordinarie al portatore SOLVAY, riservate ai dipendenti della società e del gruppo, al prezzo di 7.000 F.B. cd.
21.10.1988	1151/995/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDUCIARIA BANK-NORD S.p.A.
25.10.1988	1152/140-141/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare RENDIFIT (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di investimento).
25.10.1988	1153/234-235/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CAPITALFIT (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di investimento).
25.10.1988	1154/706/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla AMBROFID GESTIONI FIDUCIARIE S.p.A.
25.10.1988	1155/989/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla AMBROFID GESTIONI FIDUCIARIE S.p.A.
25.10.1988	1156/1006/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla AMBROFID GESTIONI FIDUCIARIE S.p.A.
25.10.1988	1157	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDBROKERS SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE S.p.A.
25.10.1988	1158	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto da LA COMPAGNIA FINANZIARIA - SERVIZI FIDUCIARI S.p.A.
26.10.1988	1159	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FI.RE.CO. S.p.A.
27.10.1988	1160/849/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla F.R.T. FIDUCIARIA RISPARMIO TORINO S.p.A.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
27.10.1988	1161	Offerta di n. 500.000.000 di obbligazioni IRI 1988-95 a tasso variabile v.n. lire 1.000 c.d.
27.10.1988	1162/913/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla COGESTA FIDUCIARIA S.p.A.
27.10.1988	1163	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PROFESSIONALE INTERNAZIONALE (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di investimento).
27.10.1988	1164	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PROFESSIONALE REDDITO.
27.10.1988	1165/208/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla UNIONE FIDUCIARIA S.p.A.
28.10.1988	1166/125-126/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FONDINVEST 1 (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulo con abbinata copertura assicurativa gratuita).
28.10.1988	1167/127-128/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare FONDINVEST 2 (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulo con abbinata copertura assicurativa gratuita e polizza di assicurazione sulla vita).
28.10.1988	1168/767/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla EPTAFID SOCIETÀ FIDUCIARIA PER AZIONI.
28.10.1988	1169/259/D(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla PRIME FIDUCIARIA S.p.A.
28.10.1988	1170/717/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla SERVIZI FIDUCIARI MILANESI S.p.A.
28.10.1988	1171/739/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla SIGE FIDUCIARIA S.p.A.
28.10.1988	1172	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla SIGE FIDUCIARIA S.p.A.
28.10.1988	1173/990/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FEI FIDUCIARIA E DI REVISIONE S.p.A.
28.10.1988	1174/295/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto da LA COMPAGNIE FIDUCIAIRE S.p.A.
3.11.1988	1175/267/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla GALLA PLACIDIA S.p.A.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
3.11.1988	1176/63/D(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla AGOS GESTIONI PATRIMONIALI S.p.A.
4.11.1988	1177	Offerta di n. 17.500.000 azioni ordinarie AUSONIA ASSICURAZIONI al prezzo di lire 2.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
7.11.1988	1178/549/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla SESAMO S.p.A.
7.11.1988	1179/321/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla ST.G. S.p.A.
7.11.1988	1180/163/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FININVEST FIDUCIARIA S.p.A.
7.11.1988	1181	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDIMO S.p.A.
7.11.1988	1182	Offerta di n. 40.000.000 di azioni ordinarie POLIGRAFICI EDITORIALE al prezzo di lire 3.650 cd. (v.n. lire 500 cd.).
9.11.1988	1183/684/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla INCAPITAL FIDUCIARIA S.p.A.
9.11.1988	1184/944/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla GREIF FIDUCIARIA S.p.A.
10.11.1988	1185	Offerta di n. 27.126.440 azioni ordinarie MEDIOBANCA al prezzo di lire 19.150 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
11.11.1988	1186	Offerta di n. 11.200.000 azioni ordinarie NAPOLETANA GAS al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
11.11.1988	1187/273/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIGEROMA S.p.A.
11.11.1988	1188/273/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIGEROMA S.p.A.
14.11.1988	1189/879/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FINEUROP FIDUCIARIA S.p.A.
14.11.1988	1190/114/D(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla COMINVEST GESTIONI S.p.A.
14.11.1988	1191	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla INTERMOBILIARE FIDUCIARIA S.p.A.
16.11.1988	1192/924/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla F.F. FINANZIARIA FIDUCIARIA S.p.A.
17.11.1988	1193	Offerta di azioni ordinarie BANCA POPOLARE DI SASSARI al prezzo di lire 23.000 cd. (v.n. lire 2.000 cd.).
21.11.1988	1194/623/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDUCIARIA INDO-SUEZ S.p.A.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
22.11.1988	1195/312/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla SFIRMI - SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE DI MILANO S.p.A.
23.11.1988	1196/514/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDUCIARIA DEL SEM-PIONE S.p.A.
23.11.1988	1197/703/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla COFINDI FIDUCIARIA S.p.A.
24.11.1988	1198	Offerta di n. 120.554.973 obbligazioni convertibili CIGA 9% 1988-95 al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
25.11.1988	1199/1047/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla INTERGEST S.p.A.
28.11.1988	1200/905/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla EURAMERICA FIDUCIARIA E DI REVISIONE S.p.A.
30.11.1988	1201	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare INDICE (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani previdenziali).
1.12.1988	1202/766/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla NAZIONALE FIDUCIARIA S.p.A.
1.12.1988	1203	Offerta di n. 87.225.000 azioni ordinarie SME al prezzo di lire 2.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
3.12.1988	1204	Offerta di n. 2.000.000 di azioni ordinarie COMPAGNIE GENERALE D'ELECTRICITÉ al prezzo di F.F. 215 cd. (v.n. F.F. 40 cd.) riservate ai dipendenti della Società e del Gruppo.
5.12.1988	1205	Offerta di n. 500.000 azioni ordinarie FAEMA al prezzo di lire 1.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) riservate ai dipendenti della Società.
6.12.1988	1206/881/A(*)	Offerta di n. 2.400.020 azioni ordinarie CORTINA TRE CROCI al prezzo di lire 5.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) e di n. 1.135 convenzioni per l'utilizzazione delle unità alberghiere del GRAND HOTEL TRE CROCI al prezzo di lire 10.000 cd. per posto letto e per giorno.
7.12.1988	1207/559/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIMEDIT FIDUCIARIA S.p.A.
9.12.1988	1208	Offerta di n. 3.559.780 azioni ordinarie GIM al prezzo di lire 3.000 cd. (v.n. lire 2.000 cd.).

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.



segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
13.12.1988	1209	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDUCIARIA WORMS S.p.A.
13.12.1988	1210/303/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla NAGRAFIN FIDUCIARIA S.p.A.
14.12.1988	1211	Offerta di azioni ordinarie e obbligazioni convertibili EUROPA METALLI - LMI al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
14.12.1988	1212	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare PHENIXFUND 2.
14.12.1988	1213	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOGESFIT DOMANI (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi con abbinate coperture assicurative gratuite).
14.12.1988	1214	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SOGESFIT BLUE CHIPS (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani con abbinate polizze di assicurazione sulla vita e copertura assicurativa gratuita).
16.12.1988	1215/173/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CENTRALE.
16.12.1988	1216/638/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CENTRALE (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione con abbinate polizza di assicurazione sulla vita).
16.12.1988	1217/639/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CENTRALE REDDITO.
16.12.1988	1218/640/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare CENTRALE REDDITO (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione con abbinate polizza di assicurazione sulla vita).
19.12.1988	1219/799/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla ITALFIDER S.p.A.
20.12.1988	1220/421/B(*)	Offerta di azioni della società d'investimento a capitale variabile di diritto lussemburghese ITALFORTUNE INTERNATIONAL FUND.

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

segue: Tav. a/IV/2

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
21.12.1988	1221/934/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDELTA S.p.A.
21.12.1988	1222	Offerta di n. 690.000 e n. 3.200.000 azioni di risparmio n.c. COMPAGNIA LATINA DI ASSICURAZIONI rispettivamente al prezzo di lire 2.650 cd. e lire 4.100 cd. (v.n. lire 1.000 cd.), riservate ai dipendenti ed agenti della Società e delle sue controllate dirette e indirette.
21.12.1988	1223	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SALVADANAIO AZIONARIO (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione).
21.12.1988	1224	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare SALVADANAIO OBBLIGAZIONARIO (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione).
21.12.1988	1225/762/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla FIDEUR FIDUCIARIA EUROPA S.p.A.
21.12.1988	1226/588/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla ITALIA FIDUCIARIA S.p.A.
22.12.1988	1227	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ARCA TE - TITOLI ESTERI (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani d'accumulazione).
23.12.1988	1228	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ITALMONEY.
23.12.1988	1229/797/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla IFIGEST FIDUCIARIA S.p.A.
28.12.1988	1230	Offerta di n. 30.000.000 di azioni ordinarie EDITORIALE S.p.A. al prezzo di lire 2.050 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
30.12.1988	1231/105/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare ALA (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione).
30.12.1988	1232/106/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare LIBRA (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione).

(\*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito dei prospetti iniziali; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

Tav. a/IV/3

**Prospetti informativi relativi ad operazioni di sollecitazione  
del pubblico risparmio finalizzate alla creazione del flottante  
in vista della quotazione in Borsa, pubblicati mediante deposito  
presso l'apposito Archivio-Consob nell'anno 1988**

<i>Prospetti</i>		<i>Operazioni</i>
<i>Data del deposito</i>	<i>Numero d'ordine</i>	
20.1.1988	887	Offerta di n. 5.500.000 azioni ordinarie FATA al prezzo di lire 9.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
31.3.1988	954	Offerta di n. 2.000.000 azioni ordinarie GEWISS al prezzo di lire 5.450 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).
20.4.1988	972	Offerta di n. 7.000.000 azioni ordinarie AVIS FINANZIARIA al prezzo di lire 6.000 cd. (v.n. lire 500 cd.).
20.6.1988	1031	Offerta di n. 30.000.000 azioni ordinarie ENICHEM AUGUSTA al prezzo di lire 1.250 cd. (v.n. lire 1.000 cd.).

Tav. a/IV/4

**Operazioni di fusione per incorporazione  
deliberate nel 1988 da società quotate**

Società incorporante	Società da incorporare
ARNOLDO MONDADORI EDITORE (maggio)	SAPE S.p.A. (già controllata al 100%)
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO (dicembre)	SOCIETÀ IMMOBILIARE QUADRIFOGLIO a r.l. (già controllata al 100%) LOMBAREGIO S.p.A. (già controllata al 100%)
CIR (giugno)	SABAUDIA FINANZIARIA S.p.A. (già controllata al 61,19%)
CIR (ottobre)	INDUSTRIALFIN S.p.A. (già BUITONI) (già controllata al 68,11%) ULTRAFIN S.p.A. (già PERUGINA) (già controllata all'86,59%)
COTONIFICIO CANTONI (settembre)	IN.PRO.DI. S.p.A.
DANIELI & C. (novembre)	DAN.FIN. S.r.l. (già controllata al 100%)
EUROPA METALLI - LMI (maggio)	BARRE ITALIA S.p.A. (già controllata al 100%) TUBI ITALIA S.p.A. (già controllata al 100%)
FERRUZZI AGRICOLA FINANZIARIA (maggio)	SILOS DI GENOVA S.p.A. (già controllata al 69,47%) PAFINVEST S.p.A. (già controllata al 50,85%)
FERRUZZI FINANZIARIA (maggio)	INIZIATIVA META. S.p.A.

GILARDINI S.p.A. (novembre)	AGES S.p.A. (già controllata al 100%) GILARDINI SUD S.p.A. (già controllata al 100%) TECNOCAR S.p.A. (già controllata al 100%) IMOS INDUSTRIALE S.p.A. (già controllata al 100%) VITALON S.r.l. (già controllata al 100%)
ITALCEMENTI (luglio)	CEMENTERIE APUANE - C.A.S.A. S.p.A. (già controllata al 100%) CEMENTIFERA FIBRONIT S.p.A. (già controllata al 100%)
ITALGAS (giugno)	ADOLFO BENEDETTO & C. S.p.A. (già controllata al 100%) PANTAGAS S.p.A. (già controllata al 100%) ETTORE GIUNTINI & C. S.p.A. (già controllata al 100%)
JOLLY HOTELS (settembre)	GRASICOTTO S.p.A. (già controllata al 100%) CENTRO ALBERGHIERO MILANOFIORI S.r.l. (già controllata al 100%)
MARZOTTO (settembre)	LEBOLEMODA S.p.A. (già controllata al 100%)
PARTECIPAZIONI (dicembre)	PARTECIPAZIONI IMMOBILIARI S.p.A. (già controllata al 100%)
SIRTI (luglio)	IPE S.p.A. (già controllata al 100%)
S.I.S.A. (luglio)	S.I.F.I.S. S.p.A. (già controllata al 100%)
TECNOMASIO ITALIANO BROWN BOVERI (ora ABB. TECNOMASIO) (gennaio)	ERCOLE MARELLI N.E.M.G.
TORO ASSICURAZIONI (giugno)	SAN BABILA S.p.A. (già controllata al 100%) IMMOBILIARE S. CHIARA S.p.A. (già controllata al 100%)
UNIPOL (giugno)	EDILCOMMERCIALE S.r.l. (già controllata al 100%) SIMM S.r.l. (già controllata al 100%) UNIEDII S.r.l. (già controllata al 100%)

Tab. a/V/I

**Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti (ai sensi del d.p.r. 31.3.1975, n. 136) da società con azioni quotate in Borsa ed approvati dalla Consob nell'anno 1988**

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
ACQUEDOTTO DE FERRARI GALLIERA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	RIA Società Nazionale di Certificazione S.p.A.
ACQUEDOTTO NICOLAY	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
AEDES	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
AERITALIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. S.a.s.
ALIVAR	1988; 1989; 1990 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
ALLEANZA ASSICURAZIONI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. S.a.s.
ANSALDO TRASPORTI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	1988; 1989; 1990 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
ASSICURAZIONI GENERALI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langelo Rondelli & C.
ASSITALIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
ATTIVITÀ IMMOBILIARI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
AUSCHEM (già R.O.L.)	1988; 1989; 1990 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
AUSONIA ASSICURAZIONI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langelo Rondelli & C.
AUTOSTRADE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR YOUNG & COMPANY

AUTOSTRADA TORINO-MILANO	1988; 1989; 1990 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
AUTOSTRADE MERIDIONALI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR YOUNG & COMPANY
BANCA CATTOLICA DEL VENETO	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
BANCA MERCANTILE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co./ITALAUDIT S.p.A.
BENI STABILI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
BERTIO-LAMET - IMPES	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
BIRRA WÜHRER (I)	1987/88; 1988/89; 1989/90 (III triennio)	BOMPANI AUDIT di Bruno Dei & C. Società in accomandita semplice.
BOERO BARTOLOMEO	1988; 1989; 1990 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
BONIFICHE TERRENI FERRARESI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR YOUNG & COMPANY
BORGOSIESA	1987/88; 1988/89; 1989/90 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
BROGGI IZAR	1988; 1989; 1990 (III triennio)	CZ Revisione S.a.s. di Paolo Martinotti & C.
BUTON	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
CAFFARO	1988; 1989; 1990 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.

Società conferente l'incarico	la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
CALCESTRUZZI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
CALZATURIFICIO VARESE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
CANTIERI METALLURGICI ITALIANI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
CASTAGNETTI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langelo Rondelli & C.
CEMENTIR	1988; 1989; 1990 (III triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (b).
CIGA	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
COGEFAR COSTRUZIONI GENERALI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
COMAU FINANZIARIA	1988/89; 1989/90; 1990/91 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
COMPAGNIA NAPOLETANA DI ILLUMINAZIONE E SCALDAMENTO COL GAS	1988; 1989; 1990 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
COTONIFICIO CANTONI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
COTONIFICIO OLCESE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
CREDITO FONDARIO	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
CREDITO VARESINO	1988; 1989; 1990 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langelo Rondelli & C.
CUCIRINI CANTONI COATS	1988; 1989; 1990 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (b).



DALMINE	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
DE ANGELI FRUA	1988; 1989; 1990 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (c).
ENICHEM AUGUSTA (2)	1987; 1988; 1989	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
EUROPA METALLI - LMI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (b).
FABBRICA MILANESE CONDUTTORI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
FAEMA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
FERROVIE NORD MILANO	1988; 1989; 1990 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
FERRUZZI AGRICOLA FINANZIARIA	1988; 1989; 1990 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
FERRUZZI FINANZIARIA (2a)	1987; 1988; 1989	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
FIAR	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
FIAT	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
FIDIS - FINANZIARIA DI SVILUPPO	1988; 1989; 1990 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
FINANZIARIA E. BREDA	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. S.a.s.
FINMARE (3)	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR YOUNG & COMPANY
FIRS	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
FISAC	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).

segue: Tav. a/V/1

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
FISCAMBI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
FILIPPO FOCHI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
FRANCO TOSI	1988/89; 1989/90; 1990/91 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
GARBOLI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
GEWISS (2)	1987; 1988; 1989	SALA SCELSI FARINA - Binder Dijker Otte & Co. Società di Revisione di Revisione di Paolo Seelsi, Giorgio Farina & C. S.a.s.
GILARDINI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
IFI	1988/89; 1989/90; 1990/91 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
IFIL	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
INDUSTRIE SECCO	1988; 1989; 1990 (II triennio)	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice.
INIZIATIVA M.E.T.A. (4)	1988; 1989; 1990 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
I.P.I.	1988; 1989; 1990 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
ITALCABLE	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.

ITALJOLLY - COMPAGNIA ITALIANA DEI JOLLY HOTELS	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
ITALIA ASSICURAZIONI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
KERNEL ITALIANA	1988; 1989; 1990 (III triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (b).
LA FONDIARIA	1988; 1989; 1990 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
LA GAIANA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ITALAUDIT S.p.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione.
LA MAGONA D'ITALIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
LA PREVIDENTE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
MAGNETI MARELLI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Iangelo Rondelli & C.
MANIFATTURA LANE GAETANO MARZOTTO E FIGLI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
MANULI CAVI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (b).
MEDIOBANCA	1988/89; 1989/90; 1990/91 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
MILANO ASSICURAZIONI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
MIRALANZA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
NECCHI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (b).

Società conferente l'incarico	la durata dell'incarico	
NUOVA EDIFICATRICE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	CONSULAUDIT S.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
NUOVO BANCO AMBROSIANO	1988; 1989; 1990 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
PERLIER	1987/88; 1988/89; 1989/90 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
PERUGINA (ora: ULTRA) (5)	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR YOUNG & COMPANY
POZZI GINORI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
PREMUDA	1989; 1990; 1991 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
R.A.S.	1988; 1989; 1990 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
RIVA FINANZIARIA	1988/89; 1989/90; 1990/91 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
SAFFA	1988; 1989; 1990 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
SAES	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
S.A.I.	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
SANTAVALERIA FINANZIARIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.

SERFI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
SASIB	1988; 1989; 1990 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langelo Rondelli & C.
SELM - SERVIZI ELETTRICI MONTEDISON	1988; 1989; 1990 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
SIFA	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR YOUNG & COMPANY
SILOS DI GENOVA (6)	1988; 1989; 1990 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
SIRTI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
SINGEST	1988; 1989; 1990 (II triennio)	CONSULAUDIT S.a.s. di Dott. A. Ariotti & C.
SIP	1988; 1989; 1990 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
SME - SOCIETÀ MERIDIONALE FINANZIARIA	1988; 1989; 1990 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
SMI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (b).
SOCIETÀ ITALIANA PER CONDOTTE D'ACQUA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR YOUNG & COMPANY
SOCIETÀ NORDELETTRICA SONDEL	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. S.a.s.
SOCIETÀ PEL RISANAMENTO NAPOLI	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
SOCIETÀ PER L'INDUSTRIA DELL'OSSIGENO E DI ALTRI GAS	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. S.a.s.
SOCIETÀ TALCO E GRAFITE VAL CHISONE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
SORIN BIOMEDICA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (b).

segue: Tav. a/V/1

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
SO.PA.F.	1987/88; 1988/89; 1989/90 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (b)
STET	1988; 1989; 1990 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
TEKNECOMP	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
TORO ASSICURAZIONI	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
UNIONE MANIFATTURE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
UNIPOL	1988; 1989; 1990 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
WABCO WESTINGHOUSE	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR YOUNG & COMPANY
WORTHINGTON	1988/89; 1989/90; 1990/91 (IV triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.

**Note:**

- (a) Ragione sociale al 31.12.1988 diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato. Incarico deliberato alla PEAT MARWICK MITCHELL S.n.c. di Giuseppe Angiolini, Giorgio Loli & C. che a seguito della fusione per incorporazione della KMG FIDES CERTIFICAZIONE S.a.s. ha assunto l'attuale ragione sociale.
- (b) Ragione sociale al 31.12.1988 diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.
- (c) Ragione sociale attuale, diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato. Incarico era stato deliberato alla KMG FIDES CERTIFICAZIONE di H. Glogg & C. S.a.s., cancellata dall'Albo Speciale a far data dall'1 ottobre 1989, a seguito della fusione per incorporazione nella PEAT MARWICK MITCHELL S.n.c. di Giuseppe Angiolini, Giorgio Loli & C.
- (1) Le azioni della BIRRA WÜHRER sono state cancellate dal listino di Borsa con delibera n. 3655 del 7.9.1988.
- (2) Incarico approvato dalla Commissione nella fase di sollecitazione del pubblico risparmio, successivamente ammessa alla quotazione ufficiale.
- (2a) Incarico approvato precedentemente alla quotazione ufficiale di Borsa, vedi comunicazione n. 87/07150 del 29.4.1987.
- (3) Le azioni della FINMARE sono state cancellate dal listino di Borsa con delibera n. 3702 del 13.10.1988.
- (4) Le azioni della INIZIATIVA M.E.T.A. sono state cancellate dal listino di Borsa con delibera n. 3617 del 4.8.1988.
- (5) Le azioni della ULTRA (ex PERUGINA) sono state cancellate dal listino di Borsa con provvedimento urgente n. 25 del 14.12.1988.
- (6) Le azioni della SILOS DI GENOVA sono state cancellate dal listino di Borsa con delibera n. 3668 del 13.9.1988.

**Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti  
(ai sensi della legge 5.8.1981, n. 416 e del d.p.r. 8.3.1983, n. 73)  
da imprese editoriali approvati dalla Consob nel 1988**

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
ATHENA 2001 COOPERATIVA a r.l.	1987; 1988; 1989	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice.
BLITZ	1988; 1989; 1990 (II triennio)	HODGSON LANDAU BRANDS S.a.s. di Dr. Rosario L. Calogero e C.
CENTRO DI PRODUZIONE	1988; 1989; 1990	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice.
COOPERATIVA LIBERA STAMPA a r.l. EDITRICE DI NOI DONNE	1987; 1988; 1989	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
COOPERATIVA EDITRICE NUOVA ALBA	1987; 1988; 1989	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
COOPERATIVA OLIMPICO a r.l.	1987; 1988; 1989	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice.
EDITORIALE PORDENONE	1988; 1989; 1990	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
EDITRICE IL MESSAGGERO	1988; 1989; 1990 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
EDITRICE LA STAMPA	1988; 1989; 1990 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
EDIZIONI ABETE	1987; 1988; 1989	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
GIORNALISTI E POLIGRAFICI COOPERATIVA a r.l.	1987; 1988; 1989	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. S.a.s.

segue: Tav. a/V/2	Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
IL MANIFESTO COOPERATIVA EDITRICE a r.l.		1987; 1988; 1989	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
L'UNIONE SARDA		1988; 1989; 1990 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
L'UMANITÀ		1987; 1988; 1989	DELOUTTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (b).
N.E.T. NUOVA EDITRICE TRENTEINA		1987; 1988; 1989	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
E.A.G. «LA PROVINCIA PAVESE»		1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
NUOVA ERI		1988; 1989; 1990	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
PAESE SERA - CONSORZIO EDITORIALE SOC. COOP. a r.l.		1987; 1988; 1989	SOCIETÀ GENERALE DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE S.a.s. di Mario Augusto Barranco e C.
S.E.M. SOCIETÀ EDITORIALE MERIDIONALE S.r.l.		1987; 1988; 1989	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
SECOLO D'ITALIA		1986; 1987; 1988	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele langelo Rondelli & C.
SEDINT		1987; 1988; 1989	ARTHUR YOUNG & COMPANY.
SELPI - SOCIETÀ EDITRICE LIGURE PIEMONTESE		1987; 1988; 1989	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
S.E.P.I. - SOCIETÀ EDITRICE PERIODICI ILLUSTRATI		1987; 1988; 1989	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice.
SILVIO BERLUSCONI EDITORE		1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.



SOCIETÀ EDITRICE ESEDRA	1987; 1988; 1989	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice.
SOCIETÀ EDITRICE SICILIANA	1989; 1990; 1991	ARTHUR YOUNG & COMPANY.
SOCIETÀ EDITRICE TIPOGRAFICA ATESENA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.

*Note:*

(a) Regione/denominazione al 31.12.1988 diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato. Incarico deliberato alla PEAT MARWICK MITCHELL S.n.c. di Giuseppe Angiolini, Giorgio Loli & C. che a seguito della fusione per incorporazione della KMG FIDES CERTIFICAZIONE S.a.s. ha assunto l'attuale ragione sociale.

(b) Attuale ragione sociale diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.

Tab. a/V/3

**Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti (a seguito di assoggettamento alle disposizioni del d.p.r. 31.3.1975, n. 136 in applicazione dell'art. 1/18 quater della legge 7.6.1974, n. 216) da parte di società ed enti sollecitanti il pubblico risparmio ed approvati dalla Consob nel 1988**

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
AGOS	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
AGOS GESTIONI PATRIMONIALI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
AZIMUT CONSULENZA PER INVESTIMENTI	1988; 1989; 1990	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
BANCA DEL MONTE DI BOLOGNA E RAVENNA	1988; 1989; 1990	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
BANCA DI TRENTO E BOLZANO	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
BANCA POPOLARE DI SASSARI	1988; 1989; 1990	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co./ITALAUDIT S.p.A.
BIEFFE SERVIZI FINANZIARI	1988; 1989; 1990	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (b).
BOFINA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (b).
CASSA DI RISPARMIO DI PISA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (c).
CASSA DI RISPARMIO DI VITERBO	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
CENTRO SVILUPPO LEASING	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ORGA REVISIONE S.a.s. di Andrea Trevese e C.
CISE (1)	1988; 1989; 1990 (II triennio)	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice.
CITISERVICE	1989; 1990; 1991	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).

COFINA - COMPAGNIA FINANZIARIA INVESTIMENTI AZIONARI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
CONFIDA SERVIZI FINANZIARI	1988/89; 1989/90; 1990/91	ITALAUDIT S.p.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione.
CORDUSIO - SOCIETÀ FIDUCIARIA PER AZIONI	1988; 1989; 1990	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
DESIO CONSULENTI	1988/89; 1989/90; 1990/91 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
DIMA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
DISTRIBUZIONE VALORI DIVAL	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
EFIBANCA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. S.a.s.
ENICHEM AUGUSTA (2)	1987; 1988; 1989	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
EURCO	1988; 1989; 1990 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
EVERY CARD	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
F.E.I. FIDUCIARIA E DI REVISIONE	1987; 1988; 1989	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice.
FIDEURAM	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
FIDIMO	1987; 1988; 1989	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice.
FIDIESSE FIDELSERVIZI	1987; 1988; 1989	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
FIDUCIARIA BANKNORD	1988; 1989; 1990	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).

segue: Tav. a/V/3

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
FIDUCIARIA DEL SEMPIONE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
FIDUCIARIA GRUPPO 2000	1988; 1989; 1990	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
FIDUCIARIA VONWILLER	1987; 1988; 1989	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
FINANZIARIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR YOUNG & COMPANY.
FINANZIARIA D'INVESTIMENTO FININVEST	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
FINANZIARIA SAN ZENO	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. S.a.s.
FININVEST FIDUCIARIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
FINMANAGEMENT	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ORGA REVISIONI S.a.s. di Andrea Trevese e C.
FORTUNE - COMPAGNIA FINANZIARIA DEL GRUPPO GADOLLA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
GEFIDI - GENERALE FIDUCIARIA DI DISTRIBUZIONE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ORGA REVISIONI S.a.s. di Andrea Trevese e C.
GENERCOMIT DISTRIBUZIONE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
GESTIFONDI	1988; 1989; 1990	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
GESTIONI WORMS	1987; 1988; 1989	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
GEWISS (2)	1987; 1988; 1989	SALA SCELISI FARINA - Binder Dijker Orte & Co. Società di Revisione di

IFB - ISTITUTO FIDUCIARIO ITALO BRITANNICO	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
I.F.R. ISTITUTI FINANZIARI RIUNITI SERVICE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
INDUSTRIE PIRELLI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (b).
INTERMOBILIARE	1987; 1988; 1989	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
INTERBANCA MAA - ASSICURAZIONI SERVIZI FINANZIARI	1987/88; 1988/89; 1989/90	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
INTERMONETARIA BROKERS TEAM	1988/89; 1989/90; 1990/91 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (c).
INTERBANCARIA INVESTIMENTI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ITALAUDIT Sp.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione.
ISTITUTO ITALO BRITANNICO DI CONSULENZA FINANZIARIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
ISTUTUTO MILANESE FIDUCIARIO	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (b).
ITALICA DIVAL - VITA (L)	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
ITALINVEST	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (b).
ITALIA FIDUCIARIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (b).
LA COMPAGNIA FINANZIARIA SERVIZI FIDUCIARI	1988; 1989; 1990	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.

segue: Tav. a/V/3

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
LA COMPAGNIA FINANZIARIA DISTRIBUZIONE	1988/89; 1989/90; 1990/91	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
LA COMPAGNIE FIDUCIAIRE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
LAVORO E SICURTÁ	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
LEADER FIN	1988; 1989; 1990	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
MAMBRINI COSTRUZIONI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	HODGSON LANDAU BRANDS S.a.s. di Dott. Rosario L. Calogero e C.
MEDIOFIN	1988; 1989; 1990 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
MILAN ASSOCIAZIONE CALCIO	1986/87; 1987/88; 1988/89	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
MONTEVALORI	1988; 1989; 1990 (II triennio)	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice
NAGRAFIN FIDUCIARIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
NUOVI PRODOTTI FINANZIARI	1988; 1989; 1990	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
PIEMONTE FINLEASING	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
PRIME FIDUCIARIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
PRIMECONSULT	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
PROMOFINAN FIDUCIARIA	1987/88; 1988/89; 1989/90	FRNET & WHITNEY di Maria Verdiana & C. S.a.s.

PROGRAMMA ITALIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
RADICI CHIMICA	1987; 1988; 1989	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (c).
REMOSA	1987; 1988; 1989	HODGSON LANDAU BRANDS S.a.s. di Dott. Rosario L. Calogero e C.
S.A.G.I.F.	1988; 1989; 1990	ARTHUR YOUNG & COMPANY.
SAIFOND	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
SELEA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (b).
SERFIN	1988; 1989; 1990	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
SERVIZIO ITALIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
SETECNA	1987; 1988; 1989	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
SFRMI - SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE DI MILANO	1988/89; 1989/90; 1990/91 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
SINGEST SERVIZI FINANZIARI (già SERVIZI FINANZIARI EUROGEST)	1988; 1989; 1990 (II triennio)	CONSULAUDIT S.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
SOCIETÀ RIUNIONE ITALIANA CAUZIONI E CARTE DI CREDITO	1988; 1989; 1990 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
SOGEFI SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE	1988; 1989; 1990 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
SVILUPPO FIDUCIARIA	1988; 1989; 1990	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (c).
IFM SERVIZI FINANZIARI	1988; 1989; 1990	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (b).

segue: Tav. a/V/3

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
TEXTILE PRODUKTE	1987; 1988; 1989	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (c).
UNIFID FIDUCIARIA	1988; 1989; 1990	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
UNIONE FIDUCIARIA	1988; 1989; 1990 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
UNIONE SPORTIVA LECCE	1988/89; 1989/90; 1990/91 (II triennio)	ITALAUDIT S.p.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione.
ZETA SERVICE	1988; 1989; 1990	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).

**Note:**

- (a) Ragione sociale al 31.12.1988 diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato. Incarico deliberato alla PEAT MARWICK MITCHELL S.n.c. di Giuseppe Angiolini, Giorgio Loli & C. che a seguito della fusione per incorporazione della KMG FIDES CERTIFICAZIONE di H. Glogg & C. S.a.s. ha assunto l'attuale ragione sociale.
- (b) Ragione sociale attuale diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato. L'incarico era stato deliberato alla KMG FIDES CERTIFICAZIONE di H. Glogg & C. S.a.s., cancellata dall'Albo Speciale a far data dall'1° ottobre 1989 a seguito della fusione per incorporazione nella PEAT MARWICK MITCHELL S.n.c. di Giuseppe Angiolini, Giorgio Loli & C.
- (c) Ragione sociale al 31.12.1988 diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato. L'incarico (1) La certificazione legale cesserà con il rilascio della relazione di certificazione reattiva all'esercizio 1988.  
(2) Società successivamente ammessa alla quotazione ufficiale.



**Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti (ai sensi del d.p.r. 31.3.1975, n. 136, in applicazione dell'art. 1/18 quater della legge 7.6.1974, n. 216) da parte di società ed enti che intendono procedere ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio (\*) ed approvati dalla Consob nel 1988**

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
AGRIFIN	1987/88; 1988/89; 1989/90	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
BIPIEMME SERVIZI	1989; 1990; 1991	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a).
BNL - SEZIONE SPECIALE PER IL CREDITO INDUSTRIALE (1)	1987; 1988; 1989	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. S.a.s.
CASSA DI RISPARMIO DI ALESSANDRIA	1988; 1989; 1990	CONSULAUDIT S.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE	1988; 1989; 1990	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
CASSA DI RISPARMIO DI FOSSANO	1988; 1989; 1990	CONSULAUDIT S.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
CASSA DI RISPARMIO DI TORTONA (1)	1988; 1989; 1990	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
CASSA DI RISPARMIO DI TRENTO E ROVERETO	1988; 1989; 1990	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
CASSA DI RISPARMIO DI VOLTERRA	1988; 1989; 1990	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (b).
C.F.I. COMPAGNIA FINANZIARIA ITALIANA	1987; 1988; 1989	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
CLASA FINANZIARIA E COMMISSIONARIA (1)	1988; 1989; 1990	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.

segue: Tav. a/V/3a

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
COFIBA	1988/89; 1989/90; 1990/91	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
COFINTUR GARDAZZURRO	1988; 1989; 1990	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
CONERO GOLF CLUB	1988; 1989; 1990	CONSULAUDIT S.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
CONFIDA FIDUCIARIA	1988; 1989; 1990	ITALAUDIT S.p.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione.
CREFID	1988; 1989; 1990	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
FIDAR	1988; 1989; 1990	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rongello & C.
FIDECO	1988; 1989; 1990	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (c).
FIDEREVEUROPA	1987; 1988; 1989	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
FIDIN	1988; 1989; 1990	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
FINGEMMA	1988; 1989; 1990	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (b).
GARDAZZURRO UNO	1988; 1989; 1990	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.
GESTIBAN	1988; 1989; 1990	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
MITOFIN FIDUCIARIA	1988; 1989; 1990	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (b).
MITO INTERMEDIAZIONI	1988; 1989; 1990	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.

PORTO TURISTICO RIVA DI TRAIANO  
 SALIMARK  
 SAROGEST FIDUCIARIA

1987; 1988; 1989  
 1988; 1989; 1990  
 1988; 1989; 1990

ARTHUR YOUNG & COMPANY.  
 ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.  
 CONSULAUDIT S.a.s. di Dott. A. Arietti e C.

*Note:*

(\*) Vedi comunicazione n. 87/07150 del 29.4.1987.

(1) Incarico trasformato in volontario.

(a) Ragione sociale al 31.12.1988 diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.

(b) Ragione sociale al 31.12.1988 diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato. Incarico deliberato alla PEAT MARWICK MITCHELL S.n.c. di Giuseppe Angiolini, Giorgio Lori & C. che a seguito della fusione per incorporazione della KMG FIDES CERTIFICAZIONE S.a.s. ha assunto l'attuale ragione sociale.

(c) Ragione sociale attuale diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato. L'incarico era stato deliberato alla KMG FIDES CERTIFICAZIONE di H. Glogg & C. S.a.s., cancellata dall'Albo Speciale a far data dall'1° ottobre 1989 a seguito della fusione per incorporazione nella PEAT MARWICK MITCHELL S.n.c. di Giuseppe Angiolini, Giorgio Lori & C.

Tav. a/V/4

**Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti (ai sensi del d.p.r. 31.3.1975, n. 136)  
da società che intendono richiedere l'ammissione in Borsa  
dei propri titoli azionari (\*) approvati dalla Consob nell'anno 1988**

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
COSTA CROCIERE	1989; 1990; 1991	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
GIOVANNI CRESPI	1988; 1989; 1990	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (a).
FERRUZZI FINANZIARIA (1)	1987; 1988; 1989	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
ITALDESIGN	1988; 1989; 1990	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
RATTI	1989; 1990; 1991	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.

Note:

(\*) Vedi comunicazione n. 87/07150 del 29.4.1987.

(a) Ragione sociale al 31.12.1988 diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.

(1) Società ammessa alla quotazione ufficiale di Borsa nel 1988.

Tav. a/V/5

**Designazioni di società di revisione per la redazione della relazione di stima di cui all'art. 7 del d.l. 30.9.1983 n. 512, convertito con modificazioni nella legge 25.11.1983 n. 649, effettuate dalla Consob nell'anno 1988**

Delibera		Soggetto	Operazione	Società di revisione incaricata	Data di riferimento
Numero	Data				
3446	3.5.88	EUROPROGRAMME FIDUCIARIA S.p.A.	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune estero immobiliare aperto denominato EUROPROGRAMME INTERNATIONAL emesso da IFI-INTERFININVEST S.A.	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a)	31.12.88 31.12.89 31.12.90
3445	3.5.88	EUROPROGRAMME FIDUCIARIA S.p.A.	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune estero immobiliare aperto EUROPROGRAMME INTERNATIONAL Serie 1969 emesso da IFI-INTERFININVEST S.A.	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini e C. (a)	31.12.88 31.12.89 31.12.90
3535	14.6.88	ITALSWISS S.p.A. Compagnia Finanziaria Italo Svizzera di Milano	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune di diritto lussemburghese di investimento mobiliare aperto «MEDOLANUM SELECTIVE FUND» emesso da MEDIOLANUM MANAGEMENT COMPANY S.A.	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s.	31.12.88 31.12.89 31.12.90
3294	3.3.88	PROMEDIL S.r.l.	Certificati emessi in relazione al contratto di associazione in partecipazione con la FINDAL-FINANZIARIA D'Aleramo S.r.l. che regola l'operazione denominata «RESIDENCE HORIZZONTI».	ITALAUDIT S.p.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione	31.12.87

**Note:**

(a) Ragione sociale attuale diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato. L'incarico era stato affidato alla KMG FIDES CERTIFICAZIONE di H. Glogg & C. S.a.s., cancellata dall'Albo Speciale a far data dal 1° ottobre 1988 a seguito della fusione per incorporazione nella PEAT MARWICK MITCHELL S.n.c. di Giuseppe Angiolini, Giorgio Loli & C.

Tav. a/V/6

**Albo Speciale delle società di revisione al 31.12.1988**

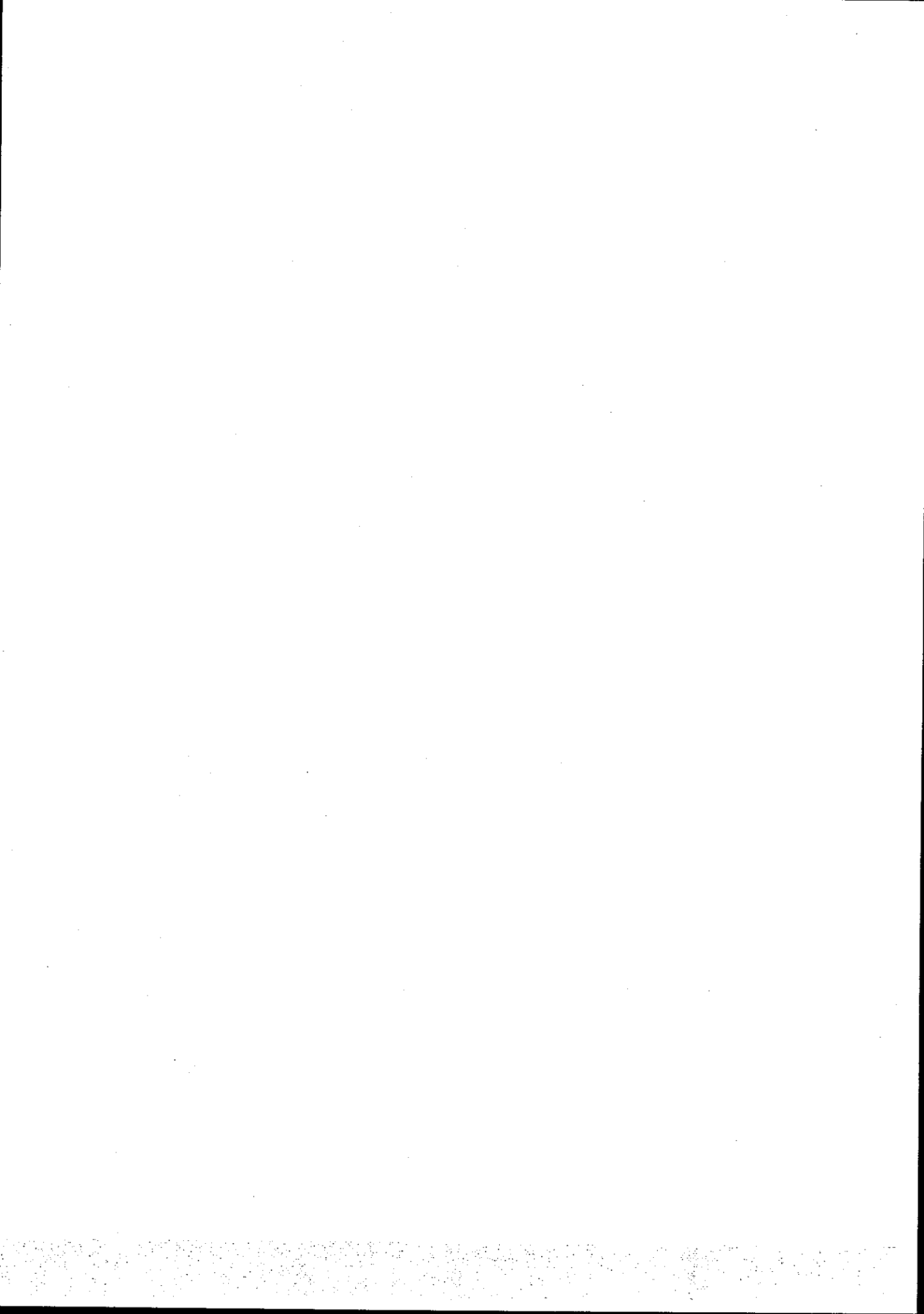
N. d'ord.	Delibera Consob (*)		Ragione/denominazione sociale e sede	Note
	Numero	Data		
1	1423 (687)	26.1.1984 (26.4.1980)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s., con sede in Roma	
2	688	26.4.1980	ARTHUR YOUNG & COMPANY, con sede in Londra, per la stabile organizzazione italiana in Roma	
3	2262	18.6.1986	AUDIREVI S.a.s. di Mario Rendina e C. con sede in Roma	
4	781	23.10.1980	BOMPANI AUDIT di Bruno Dei & C. Società in accomandita semplice con sede in Firenze	
5	1134 (689)	23.9.1982 (26.4.1980)	CONSULAUDIT S.a.s. di Dott. A. Arietti e C., con sede in Torino	
6	1136 (694)	23.9.1982 (26.4.1980)	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C., con sede in Milano	
7	1496 (883)	21.6.1984 (6.5.1981)	CZ Revisione S.a.s. di Paolo Martinotti & C., con sede in Milano	
8	1572 (1482) (690)	8.11.1984 (23.5.1984) (26.4.1980)	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Alan Richard Murray & C., con sede in Milano	Ragione sociale al 31.12.1988: DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
9	2176 (691)	20.5.1986 (26.4.1980)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. S.a.s., con sede in Milano	

10	1534 (1135) (698)	11.9.1984 (23.9.1982) (26.4.1980)	HODGSON LANDAU BRANDS S.a.s. di Dott. Rosario L. Calogero e C., con sede in Milano
11	696	26.4.1980	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice con sede in Roma
12	697	26.4.1980	ITALAUDIT S.p.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione, con sede in Milano
13	2379 (1116)	9.9.1986 (7.7.1982)	MOORE, STEPHENS & Co. REVISIONI CONTABILI di Giancarlo Rossi & C. S.a.s., con sede in Milano
14	3670 (1685) (1339) (716)	20.9.1988 (17.4.1985) (5.7.1983) (7.5.1980)	ORGA REVISIONI S.a.s. di Andrea Trevese e C., con sede in Milano
15	3677 (699)	27.9.1988 (26.4.1980)	PEAT MARWICK MITCHELL S.n.c. di G. Angiolini, G. Loli e C. con sede in Milano
16	829	27.1.1981	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Giuseppe De Carolis, Roberto Matteo Dunatov, Andrea Gargiulo, Renzo Latini, Denis O'Kelly, Paul McMahon, Emilio Palma, Marko Rus, Terry Peter Ryan e Benito Dino Soave, e in forma abbreviata: PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co., con sede in Milano
17	1442 (701)	13.3.1984 (26.4.1980)	RECONTA TOUCHÉ ROSS di Bruno Gimpel & C. S.a.s. con sede in Milano
18	1337 (702)	5.7.1983 (26.4.1980)	RIA Società Nazionale di Certificazione S.p.A. con sede in Milano
19	1317 (715)	25.5.1983 (7.5.1980)	SALA SCELISI FARINA - Binder Dijker Otte & Co. Società di Revisione di Paolo Scelsi, Giorgio Farina & C. S.a.s., con sede in Milano
20	824	22.1.1981	S.E.R.C.A. Studio e Revisioni Contabili e Aziendali S.n.c. di Brondi Dr. Carlo e dr. Giovanni, con sede in Brescia
21	782	23.10.1980	SOFTRESA - Società di Revisione di Vittorio Salvi & C. S.a.s., con sede in Milano
22	1133 (703)	23.9.1982 (26.4.1980)	Società Generale di Revisione e Certificazione S.a.s. di Mario Augusto Barranco e C., con sede in Milano
23	3718	18.10.1988	SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE - ORGANIZZAZIONE E CERTIFICAZIONE CONTABILE di Marco Busalini & C. S.a.s., con sede in Milano

Ragione sociale al 31.12.1988: KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C., con sede in Milano

*Nota:*

(\*) In parentesi sono indicati gli estremi delle delibere concernenti l'originaria iscrizione all'Albo Speciale con diversa ragione/denominazione sociale e/o sede nonché le successive variazioni.





**INDICE**



SOMMARIO .....	Pag.	3
LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO DELLA COMMISSIONE .....	»	6
1. L'evoluzione del quadro normativo .....	»	7
2. L'impulso comunitario .....	»	9
3. La disciplina dell'intermediazione mobiliare .....	»	14
4. Indirizzi di politica fiscale in favore della quotazione di borsa .....	»	20
5. I fondi mobiliari chiusi .....	»	21
6. I fondi di investimento immobiliare .....	»	23
7. L'adeguamento della disciplina dei fondi mobiliari aperti .....	»	26
8. La trasparenza della proprietà azionaria .....	»	27
9. L'impugnativa dei bilanci certificati .....	»	29
10. L'insider trading .....	»	33
11. Il mercato dei futures .....	»	38
IL QUADRO MACROECONOMICO E L'ATTIVITÀ FINANZIARIA ...	»	45
L'ATTIVITÀ SVOLTA NELL'ANNO 1988 .....	»	57
Capitolo I: <u>Borse Valori e Mercati Ristretti</u> .....	»	59
1. Borse Valori .....	»	59
1.1 Quadro generale .....	»	59
1.2 Andamento delle quotazioni .....	»	62
1.3 Volume degli scambi .....	»	65
1.4 Mercato dei premi .....	»	69
1.5 Riporti e anticipazioni .....	»	71
1.6 Operazioni sul capitale .....	»	72
1.6.1 Emissioni di azioni di risparmio .....	»	73
1.7 Emissioni di obbligazioni .....	»	73

2. Mercati Ristretti .....	Pag.	74
2.1 Quadro generale .....	»	74
2.2 Andamento delle quotazioni .....	»	75
2.3 Volume degli scambi .....	»	76
2.4 Aumenti di capitale .....	»	76
Capitolo II: <u>Sviluppo e controllo del mercato</u> .....	»	77
1. Ammissione alla quotazione .....	»	77
1.1 Nuove società ammesse in Borsa o al Mercato Ristretto .....	»	77
1.2 Altre ammissioni .....	»	78
1.3 Ammissioni di diritto alla quotazione .....	»	79
2. Interventi sulla quotazione dei titoli .....	»	80
2.1 Provvedimenti di sospensione e di ripristino della quotazione ...	»	80
2.2 Provvedimenti di revoca della quotazione .....	»	81
3. Funzionamento della Monte Titoli S.p.A. ....	»	81
4. Rilevazione delle consistenze dei «buoni di cassa» al 31 marzo 1988 ..	»	84
5. Disciplina e attività dei commissionari di Borsa .....	»	85
6. Attività relativa al funzionamento e al controllo delle Borse Valori ...	»	92
Capitolo III: <u>La riforma della Borsa</u> .....	»	95
1. I primi sviluppi delle proposte della Consob .....	»	95
2. I lavori per la realizzazione del sistema telematico di Borsa .....	»	96
3. Il mercato secondario dei titoli di Stato .....	»	98
4. Il disegno di legge n. 953 .....	»	100
5. Gli andamenti al d.d.l. n. 953 .....	»	102
6. Gli aspetti generali della riforma .....	»	105
Capitolo IV: <u>Informazione societaria</u> .....	»	108
1. Sollecitazione del pubblico risparmio .....	»	108
1.1 Sollecitazioni del pubblico risparmio effettuate mediante attività, anche di carattere promozionale, svolte in luogo diverso da quello adi-		

---

bito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento	Pag.	108
1.2 Attività della Consob afferente il settore dei fondi comuni di investimento mobiliare .....	»	109
1.2.1 Prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di quote di fondi comuni d'investimento mobiliare di diritto italiano	»	109
1.2.2 Prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di quote/azioni di fondi comuni d'investimento mobiliare di diritto estero .....	»	111
1.2.3 Direttiva CEE n. 85/611 del 20 dicembre 1985 .....	»	113
1.2.4 Dati statistici .....	»	114
1.3 Servizi di amministrazione fiduciaria di beni offerti mediante sollecitazione del pubblico risparmio .....	»	114
1.4 Offerta al pubblico di certificati di associazione in partecipazione	»	116
1.5 Offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione di azioni, di obbligazioni e di titoli rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti l'attività bancaria .....	»	117
1.6 Offerte pubbliche di acquisto e di scambio .....	»	119
1.7 Attività di vigilanza sui soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	»	119
1.8 Dati statistici .....	»	120
2. Divulgazione di dati e notizie .....	»	120
3. Bilancio consolidato di gruppo .....	»	125
4. Relazione semestrale .....	»	126
5. Riunioni dell'assemblea ordinaria .....	»	127
6. Riunioni dell'assemblea straordinaria .....	»	128
6.1 Aumenti di capitale .....	»	128
6.2 Operazioni di fusione .....	»	129
6.3 Modifica dell'oggetto sociale .....	»	130

7. Informativa concernente le partecipazioni rilevanti in società con azioni quotate in Borsa o ammesse alle negoziazioni nel Mercato Ristretto ..	Pag.	130
Capitolo V: <u>Attività delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale</u> ....	»	133
1. Principali provvedimenti adottati e linee direttrici in materia di controllo contabile e certificazione dei bilanci .....	»	133
1.1 Questioni interpretative .....	»	133
1.2 Comunicazioni di carattere generale da parte della Consob .....	»	136
2. Incarichi di revisione e certificazione .....	»	137
2.1 Incarichi conferiti da società con azioni quotate in Borsa .....	»	137
2.2 Incarichi conferiti da imprese editoriali .....	»	138
2.3 Incarichi conferiti a seguito di assoggettamento alle disposizioni del d.p.r. n. 136 del 1975 in applicazione dell'art. 1/18-quater della legge n. 216 del 1974 .....	»	139
2.4 Incarichi conferiti da società che intendono richiedere l'ammissione in Borsa dei propri titoli azionari .....	»	141
3. Designazione di società di revisione ai sensi della legge n. 649 del 1983	»	141
4. Esame di idoneità ex art. 13 del d.p.r. n. 136 del 1975 .....	»	142
5. Albo Speciale delle società di revisione .....	»	142
6. Relazione di certificazione ex art. 4 del d.p.r. n. 136 del 1975 .....	»	143
7. Pareri di congruità emessi ai sensi dell'art. 7 del d.p.r. n. 136 del 1975	»	145
8. Vigilanza sull'attività delle società iscritte nell'Albo Speciale .....	»	146
Capitolo VI: <u>Attività ispettiva</u> .....	»	149
1. L'attività ispettiva nei confronti dei soggetti che fanno appello al risparmio diffuso: società o enti con titoli quotati in Borsa o negoziati al Mercato Ristretto e soggetti che effettuano operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio .....	»	151

2. L'attività ispettiva nei confronti degli intermediari in titoli quotati . . . .	Pag.	152
3. L'attività ispettiva nei confronti delle società di revisione e certificazione iscritte nell'Albo Speciale . . . . .	»	154
Capitolo VII: <u>Rapporti alla Magistratura - Contenzioso</u> . . . . .	»	156
1. Inoltro di rapporti all'Autorità Giudiziaria . . . . .	»	156
2. Contenzioso . . . . .	»	157
Capitolo VIII: <u>Attività internazionale</u> . . . . .	»	159
1. La cooperazione nell'ambito della Comunità Economica Europea . . . .	»	160
1.1 Direttive e proposte di direttiva . . . . .	»	160
1.1.1 Direttiva del 12 dicembre 1988 relativa alle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto o della cessione di una partecipazione importante in una società quotata in Borsa (88/627/CEE) . . . . .	»	160
1.1.2 Direttiva sulle modalità di redazione, di controllo e di diffusione del prospetto da pubblicare in caso di offerta pubblica di valori mobiliari (88/298/CEE) . . . . .	»	161
1.1.3 Proposta di direttiva sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni riservate . . . . .	»	162
1.1.4 Proposta di direttiva sui servizi di investimento nell'ambito dei valori mobiliari . . . . .	»	163
1.1.5 Proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto e di scambio . . . . .	»	165
1.1.6 Direttiva sulla completa liberalizzazione dei movimenti di capitale . . . . .	»	166
1.2 Partecipazione della Consob ai Comitati CEE . . . . .	»	167
1.3 Gruppo di contatto informale . . . . .	»	168
2. L'Organizzazione Internazionale delle Commissioni di Valori (O.I.C.V.) . . . . .	»	168
2.1 La Conferenza annuale . . . . .	»	168
2.2 Il Comitato tecnico . . . . .	»	169
2.3 Lo scambio di informazioni . . . . .	»	170

3. Gruppo di Wilton Park .....	Pag.	171
4. Partecipazione all'attività dell'O.C.S.E. ....	»	171
 Capitolo IX: <u>Personale - Gestione finanziaria - Sistema informativo</u> .....	»	173
1. Informativa afferente il personale e l'organizzazione .....	»	173
2. La gestione finanziaria .....	»	176
3. Il sistema informativo .....	»	177
3.1 Scelte hardware .....	»	177
3.2 Scelte software .....	»	178
3.3 Archivi elettronici .....	»	178
3.4 Le procedure elettroniche .....	»	179
 ALLEGATI (tavole e grafici) .....	»	183
 Capitolo I: <u>Borse Valori e Mercati Ristretti</u> .....	»	183
— Elaborazione Consob su indice MIB corrente anni 1987 e 1988 - Graf. 1	»	185
— Variazioni indici azionari (anni solari 1985-1986-1987-1988) - Tav. a/I/1	»	186
— Andamento degli indici delle principali Borse estere nel 1988 - Graf. 2	»	187
— Andamento degli indici delle principali Borse estere nel 1987-1988 - Graf. 3	»	188
— Raccolta lorda dei fondi comuni di investimento italiani (anno 1988) Tav. a/I/2 .....	»	189
— Composizione del patrimonio netto dei fondi comuni di investimento (anno 1988) - Tav. a/I/3 .....	»	190
— Andamento del rapporto Price/Earnings nei principali mercati - Tav. a/I/4	»	191
— Andamento indice MIB anno 1988 - Graf. 4 .....	»	192
— Volatilità dei mercati nell'anno 1988: un confronto internazionale - Tav. a/I/5	»	193
— Variazione percentuali giornaliere dell'indice MIB 1987-1988 - Graf. 5	»	194
— Performance delle azioni di risparmio nel 1988 - Tav. a/I/6 .....	»	195



— Classificazione delle azioni di risparmio in base allo scostamento delle quotazioni rispetto alle azioni ordinarie - Tav. a/I/7 .....	Pag.	196
— Società ammesse alla quotazione nel 1988: variazione percentuale tra il prezzo del primo giorno di quotazione ed i prezzi di collocamento - Graf. 6 ..	»	197
— Società ammesse alla quotazione nel 1988: variazione percentuale tra il prezzo del 30.12.1988 ed il prezzo del primo giorno di quotazione - Graf. 7 ...	»	198
— Media giornaliera degli scambi azionari presso le dieci Borse italiane Graf. 8 .....	»	199
— Scambi azionari complessivi nel 1988 presso tutte le Borse Valori italiane Tav. a/I/8 .....	»	200
— Scambi azionari complessivi nel 1988 alla Borsa Valori di Bologna Tav. a/I/8a .....	»	201
— Scambi azionari complessivi nel 1988 alla Borsa Valori di Firenze Tav. a/I/8b .....	»	202
— Scambi azionari complessivi nel 1988 alla Borsa Valori di Genova Tav. a/I/8c .....	»	203
— Scambi azionari complessivi nel 1988 alla Borsa Valori di Milano Tav. a/I/8d .....	»	204
— Scambi azionari complessivi nel 1988 alla Borsa Valori di Napoli Tav. a/I/8e .....	»	205
— Scambi azionari complessivi nel 1988 alla Borsa Valori di Palermo Tav. a/I/8f .....	»	206
— Scambi azionari complessivi nel 1988 alla Borsa Valori di Roma Tav. a/I/8g .....	»	207
— Scambi azionari complessivi nel 1988 alla Borsa Valori di Torino Tav. a/I/8h .....	»	208
— Scambi azionari complessivi nel 1988 alla Borsa Valori di Trieste Tav. a/I/8i .....	»	209
— Scambi azionari complessivi nel 1988 alla Borsa Valori di Venezia Tav. a/I/8l .....	»	210

— Controvalore scambiato: media giornaliera 1988 - Tav. a/I/9 .....	Pag.	211
— Composizione percentuale del mercato per classi di controvalore scambiato giornalmente - Graf. 9 .....	»	212
— Controvalore scambiato: media giornaliera 1988 - Tav. a/I/10 .....	»	213
— Controvalore scambiato: media giornaliera 1988 - Tav. a/I/11 .....	»	214
— Contratti a premio alla Borsa Valori di Milano - Tav. a/I/12 .....	»	215
— Riporti su titoli azionari quotati (anni 1980-1988) - Tav. a/I/13 .....	»	216
— Riporti su titoli azionari quotati (anno 1988) - Tav. a/I/14.....	»	217
— Titoli azionari quotati costituiti in garanzia (anni 1980-1988) - Tav. a/I/15 .....	»	218
— Titoli azionari quotati costituiti in garanzia (anno 1988) - Tav. a/I/16 ..	»	219
— Indice MIB, Indice IMR, Rilevazioni settimanali e giornaliere - Graf. 10 .....	»	220
— Operazioni sul capitale deliberate nel 1988 da società con azioni quotate in Borsa (sintesi) - Tav. a/I/17 .....	»	221
— Operazioni sul capitale deliberate nel 1988 da società con azioni quotate in Borsa - Tav. a/I/17a .....	»	222
— Operazioni sul capitale deliberate da società con azioni quotate in Borsa (sintesi 1983-1988) - Tav. a/I/17b .....	»	228
— Operazioni sul capitale eseguite nel 1988 da società con azioni quotate in Borsa (sintesi) - Tav. a/I/18 .....	»	229
— Operazioni sul capitale eseguite nel 1988 da società con azioni quotate in Borsa - Tav. a/I/18a .....	»	230
— Operazioni sul capitale eseguite nel 1988 da società con azioni quotate in Borsa (sintesi 1983-1988) - Tav. a/I/18b .....	»	233
— Emissioni di azioni di risparmio deliberate nel 1988 da società quotate in Borsa - Tav. a/I/19 .....	»	234
— Emissioni di azioni di risparmio deliberate da società quotate in Borsa Tav. a/I/19a .....	»	235
— Emissioni di obbligazioni deliberate da società con azioni quotate in Borsa Tav. a/I/20 .....	»	236
— Scambi azionari nei Mercati Ristretti (anni 1987-1988) - Tav. a/I/21 ..	»	237
— Indice IMR, Indice MIB, Variazioni settimanali - Graf. 11 .....	»	238
— Indice IMR, Indice MIB, Variazioni giornaliere - Graf. 12 .....	»	239

---

— Volume complessivo degli affari trattati presso i Mercati Ristretti nell'anno 1988 - Tav. a/I/22 .....	Pag.	240
— Volume complessivo degli affari trattati presso il Mercato Ristretto di Firenze nell'anno 1988 - Tav. a/I/22a .....	»	241
— Volume complessivo degli affari trattati presso il Mercato Ristretto di Genova nell'anno 1988 - Tav. a/I/22b .....	»	242
— Volume complessivo degli affari trattati presso il Mercato Ristretto di Milano nell'anno 1988 - Tav. a/I/22c .....	»	243
— Volume complessivo degli affari trattati presso il Mercato Ristretto di Napoli nell'anno 1988 - Tav. a/I/22d .....	»	244
— Volume complessivo degli affari trattati presso il Mercato Ristretto di Roma nell'anno 1988 - Tav. a/I/22e .....	»	245
— Volume complessivo degli affari trattati presso il Mercato Ristretto di Torino nell'anno 1988 - Tav. a/I/22f .....	»	246
— Titoli per controvalore trattato nei sei Mercati Ristretti (anno 1988) Tav. a/I/23 .....	»	247
— Mercato Ristretto: scambi azionari - Tav. a/I/24 .....	»	251
 Capitolo IV: <u>Informazione societaria</u> .....	»	253
— Società fiduciarie che hanno provveduto alla pubblicazione del prospetto informativo - Tav. a/IV/1 .....	»	253
— Prospetti informativi, relativi ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio, di cui è stata deliberata la pubblicazione mediante deposito presso l'apposito Archivio-Consob nell'anno 1988 - Tav. a/IV/2 .....	»	256
— Prospetti informativi relativi ad operazioni di sollecitazione al pubblico risparmio finalizzate alla creazione del flottante in vista della quotazione in Borsa, pubblicati mediante deposito presso l'apposito Archivio-Consob nell'anno 1988 - Tav. a/IV/3 .....	»	283
— Operazioni di fusione per incorporazione deliberate nel 1988 da società quotate - Tav. a/IV/4 .....	»	284

	Pag.	
Capitolo V: <u>Attività delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale</u> . . . .	286	
— Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti (ai sensi del d.p.r. 31.3.1975, n. 136) da società con azioni quotate in Borsa ed approvati dalla Consob nell'anno 1988 - Tav. a/V/1 . . . . .	»	286
— Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti (ai sensi della legge 5.8.1981, n. 416 e del d.p.r. 8.3.1983, n. 73) da imprese editoriali ed approvati dalla Consob nell'anno 1988 - Tav. a/V/2 . . . . .	»	295
— Incarichi di revisione e certificazione conferiti (a seguito di assoggettamento alle disposizioni del d.p.r. n. 136 del 1975 in applicazione dell'art. 1/18-quater della legge n. 216 del 1974) da parte di società ed enti sollecitanti il pubblico risparmio ed approvati dalla Consob nell'anno 1988 Tav. a/V/3 . . . . .	»	298
— Incarichi di revisione e certificazione conferiti (a seguito di assoggettamento alle disposizioni del d.p.r. n. 136 del 1975 in applicazione dell'art. 1/18-quater della legge n. 216 del 1974) da parte di società ed enti che intendono procedere ad operazioni di sollecitazioni del pubblico risparmio ed approvati dalla Consob nell'anno 1988 - Tav. a/V/3a . . . . .	»	305
— Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti (ai sensi del d.p.r. 31.3.1975, n. 136) da società in relazione all'eventuale ammissione in Borsa dei propri titoli azionari ed approvati dalla Commissione nell'anno 1988 Tav. a/V/4 . . . . .	»	308
— Designazioni di società di revisione per la redazione della relazione di stima di cui all'art. 7 del d.l. 30.9.1983, n. 512, convertito con modificazioni nella legge 25.11.1983, n. 649, effettuate dalla Consob nell'anno 1988 Tav. a/V/5 . . . . .	»	309
— Albo Speciale delle società di revisione al 31.12.1988 - Tav. a/V/6 . . . . .	»	310