



CONSOB

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

**RELAZIONE
PER L'ANNO
1989**

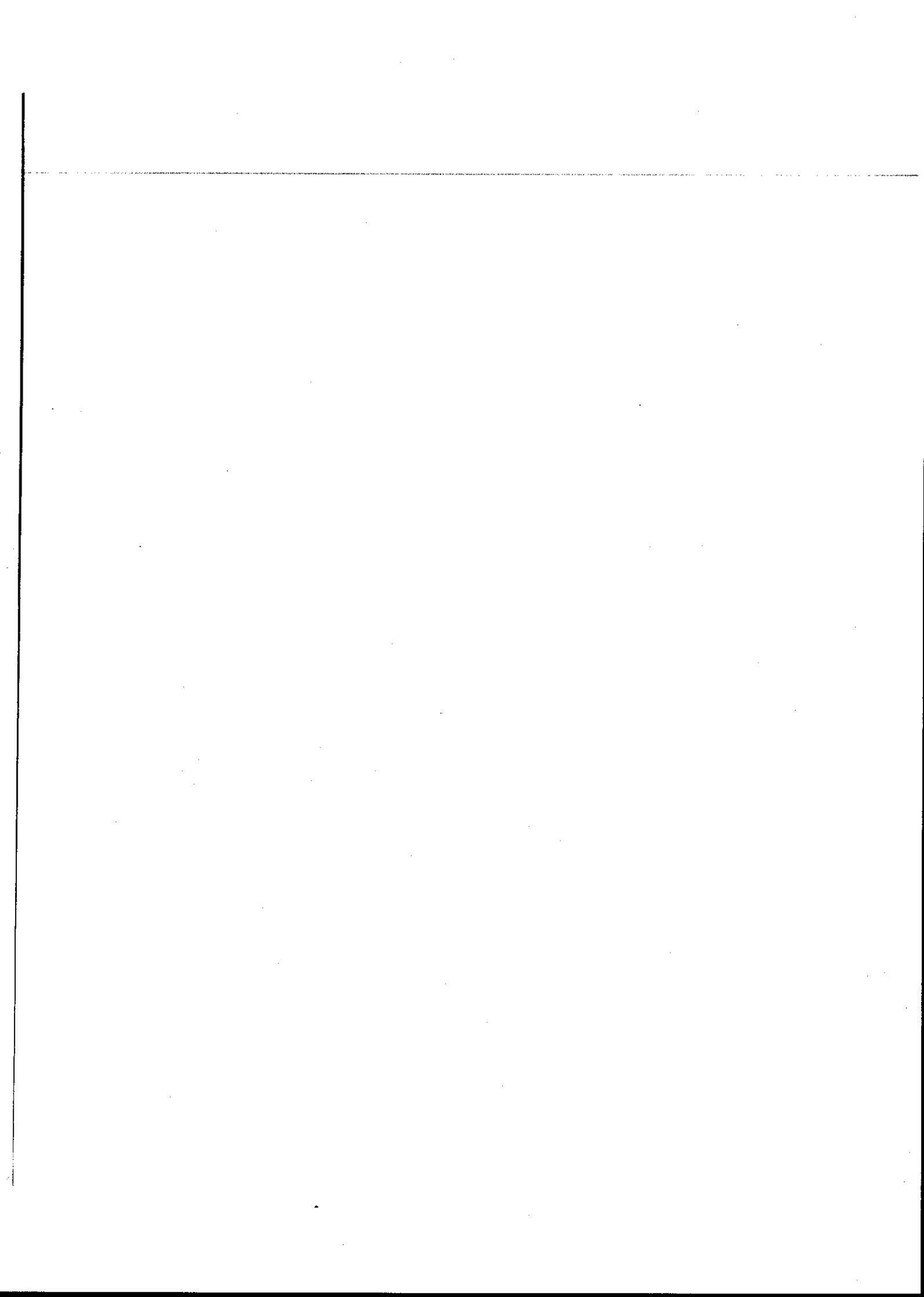
Roma 1990

**RELAZIONE
PER L'ANNO 1989**

S O M M A R I O

— Le questioni in corso e le linee di indirizzo della Commissione	Pag.	7
— I mercati azionari internazionali e il quadro macroeconomico nel 1989	»	59
— L'attività svolta nell'anno 1989	»	121
— Allegati (tavole e grafici)	»	253
— Indice	»	375

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



PREMESSA

Quindici anni fa, a coronamento di un dibattito lungo e travagliato ma insieme ricco di fermenti culturali e denso di istanze di rinnovamento, veniva istituita, con la legge n. 216 del 1974, la Commissione nazionale per le società e la borsa.

Il legislatore da una parte disciplinava, in un'ottica di parziale riforma, l'organizzazione ed il funzionamento della borsa valori accentrando i poteri di vigilanza in un organo di nuova istituzione, dall'altra affidava al medesimo organo controlli esterni sulle società ed enti con titoli quotati, innovando nel contempo parte della disciplina societaria del codice civile attraverso l'introduzione di istituti nuovi e la revisione di regole inadeguate.

Le successive integrazioni dell'ordinamento hanno esteso le competenze della Consob all'intero mercato mobiliare e ne hanno definito e rafforzato i poteri ed i tratti istituzionali.

Da sempre la Consob intende la relazione che essa rende annualmente al Ministro del tesoro non solo come l'adempimento di un obbligo di legge ma anche come un importante momento di riflessione sui temi e sui problemi di propria competenza e come l'occasione per rendere noti orientamenti e valutazioni che ne ispirano il lavoro quotidiano e ne sostanziano i contributi dati nelle sedi politiche e tecniche.

Nell'anno trascorso la Consob ha ulteriormente rafforzato la propria convinzione, peraltro di comune accoglimento, secondo la quale il processo di integrazione internazionale dei mercati ha ormai raggiunto un punto di non ritorno. E ciò sia dal punto di vista dell'ordinamento, in virtù degli obblighi assunti dal nostro paese in ordine alla propria partecipazione al processo di unificazione del mercato unico europeo, sia nei fatti, dove sempre più stretti sono i rapporti che coinvolgono oltre i confini nazionali operatori economici ed intermediari finanziari.

Ne consegue che il campo d'azione delle autorità di controllo non può rimanere circoscritto alle giurisdizioni nazionali.

La Consob, pertanto, ha nell'ultimo anno accentuato il proprio impegno verso il coordinamento e la cooperazione con le Autorità di altri paesi competenti in materia finanziaria.

La XIV conferenza dell'Organizzazione internazionale delle Commissioni di Valori OICV, tenutasi a Venezia nel settembre del 1989, ed a cui hanno partecipato i rappresentanti degli organismi di controllo di oltre 50 paesi, è stato il momento saliente di questa riflessione sulle esigenze di una regolamentazione dei mercati che tenga conto, nel segno della cooperazione e del coordinamento, della crescente vocazione all'integrazione internazionale di operatori, intermediari e prodotti finanziari.

Il discorso introduttivo del Ministro del tesoro, Sen. Guido Carli, ha avuto larga eco sì da accompagnare i lavori in tutto il loro svolgimento.

Nella Relazione per l'anno 1988 la Consob aveva assunto precisi impegni in ordine all'esercizio delle proprie competenze al fine di regolamentare alcuni fondamentali settori del mercato mobiliare. Tali impegni sono stati adempiuti. Il Regolamento di ammissione a quotazione del maggio 1989 e le disposizioni generali sulla redazione dei prospetti informativi del luglio 1989 sono innovazioni di portata realmente ampia.

Quanto al nuovo Regolamento di ammissione a quotazione, è possibile affermare che, portati alla luce alcuni principi che trasparivano nella precedente normativa, il nostro ordinamento conosce ora una disciplina organica della società quotata. I requisiti richiesti per l'ammissione alla quotazione e gli oneri informativi posti a carico delle società che si rivolgono ad un vasto pubblico di risparmiatori, seppure non lievi, sono in linea con le indicazioni comunitarie e non alterano il funzionamento di un meccanismo ancora regolato, nelle sue parti essenziali, dal codice civile.

Il raccordo della nuova disciplina con le innovazioni riguardanti la Monte Titoli S.p.A., pure introdotte dalla Consob nel corso del 1989, hanno consentito ulteriori, significativi progressi in ordine alla possibile ammissione a quotazione di titoli esteri presso le borse valori italiane. La Consob sta peraltro riflettendo su problemi complessi, che, specie in tema di applicabilità alle società estere di alcune parti della disciplina nazionale, esigono soluzioni originali ed equilibrate.

Le disposizioni sull'applicazione dell'art. 18 della legge n. 216 del 1974, le quali dettano una più precisa scansione temporale nello svolgimento dei procedimenti e nell'adozione degli atti, introducono elementi di certezza e circoscrivono la discrezionalità dell'Autorità di controllo. La piena trasparenza delle operazioni, imposta dalla legge ad un livello generale, è coordinata con le specifiche soluzioni richieste dalle singole fattispecie.

In virtù dell'emanazione delle disposizioni citate il controllo della Consob sul prospetto informativo viene accentuando la sua natura preventiva e di riscontro del rispetto delle regole generali. Sempre più importanza, per converso, è destinata ad assumere la vigilanza sulla correttezza dei comportamenti e delle operazioni, da esercitarsi anche successivamente al deposito del prospetto. I testi richiamati, dopo una prima fase di applicazione, hanno ricevuto od attendono qualche modifica, nel senso di ulteriori snellimenti e semplificazioni. Ciò non

deve stupire: le peculiarità di una disciplina regolamentare si rinvengono proprio nella sua flessibilità, nel consentire cioè continui e calibrati aggiustamenti del modello normativo al dato di fatto.

La Commissione ha inoltre deliberato il testo del nuovo Regolamento sulle sollecitazioni svolte con tecniche c.d. di porta a porta, di cui è prossima la definitiva approvazione; nella prossima Relazione se ne esporrà il contenuto.

Con la deliberazione del settembre 1989, di natura essenzialmente programmatica, la Consob ha inoltre posto le basi per una regolamentazione della liquidazione delle operazioni in valori mobiliari, che non solo l'esperienza italiana, ma tutte le indicazioni provenienti dalle più varie ed accreditate sedi internazionali individuano come forse il più serio problema di funzionalità dei mercati.

Confortanti progressi si sono verificati, in questi ultimi mesi, anche sul piano dell'apprestamento delle infrastrutture volte a consentire l'utilizzo della tecnologia informatica nella contrattazione dei titoli; al riguardo, la Consob può affermare di aver svolto un'azione di impulso e coordinamento di assoluto rilievo.

Oltre ad interventi di natura, per così dire, strutturale, la Consob è stata impegnata in un diuturno lavoro di vigilanza sul mercato. Ciò si è tradotto in continue misure volte a garantire al mercato stesso l'informazione dovuta e ad assicurare la regolarità e la correttezza delle contrattazioni di borsa.

I poteri di richiesta sono stati esercitati con puntualità, gli strumenti ispettivi attivati con grande frequenza, la collaborazione con le altre istituzioni è stata piena, un elevato numero di rapporti è stato indirizzato all'Autorità giudiziaria. Le ricorrenti cadute del mercato di borsa, ed in particolare quella dell'ottobre 1989, hanno consentito di sperimentare con efficacia nuove forme di intervento volte non solo al contenimento delle punte speculative ed alla garanzia della correttezza e trasparenza delle negoziazioni, ma anche a far fronte a manifestazioni di emotività che andavano diffondendosi nel mercato, con conseguenze rilevanti sui prezzi che si traducevano talora in situazioni di vera e propria emergenza.

L'azione della Consob è stata costantemente ispirata a quei principi di assoluta neutralità e di osservanza scrupolosa della legge che sono intimamente connessi alla sua autonomia ed alla stessa effettività dei suoi poteri.

Ciò nonostante essa si è con frequenza sentita disarmata, astretta ai limiti di un ordinamento lacunoso e carente, oggetto di critiche talora ingenerose se non assolutamente infondate.

Nel corso dell'ultimo anno il mercato mobiliare è stato, e continua ad essere, il teatro dove si sono succedute operazioni che per il mercato italiano sono risultate di rilevanza eccezionale, tali da investire in profondità le stesse strutture portanti del sistema economico del paese.

Tali operazioni sono intrinsecamente regolate da norme, là dove esistenti, obsolete, sono poste in essere in un contesto parimenti privo di regole, sono affidate al controllo di Autorità sprovviste di poteri adeguati.

Il governo del mercato e delle rilevanti operazioni di concentrazione economica in corso, dai travolgenti effetti finanziari, non può essere lasciato oltre ad interpretazioni evolutive di istituti irrimediabilmente superati, ai comportamenti ed alle prassi che vengono consolidandosi nei larghi vuoti normativi, ad un ordinamento quindi opaco ed inadeguato, specie rispetto a quelli degli altri principali paesi comunitari.

Questa Relazione giunge in un momento in cui un lungo processo di riforma sembra giunto ad un punto di maturazione, anzi forse di maturazione estrema.

Le linee portanti dei tre progetti legislativi, riguardanti l'istituzione delle società di intermediazione mobiliare, la disciplina delle OPA e quella dell'insider trading sono state più volte riassunte e commentate nelle precedenti Relazioni della Consob, e lo saranno ancora nelle pagine che seguono.

Qui preme soprattutto sottolineare che il disegno di riforma è nei suoi capisaldi coerente con le indicazioni comunitarie, nonché con le valutazioni ripetutamente espresse dal Parlamento in sede di indagini conoscitive.

Si consideri inoltre che, per la complessità del regime transitorio e la necessità di una normativa secondaria di applicazione, fra l'emanazione di queste leggi e la loro piena operatività è destinato a trascorrere un tempo non breve. Ciò acuisce l'urgenza di una legiferazione immediata, tanto più che perfezionamenti ulteriori saranno sempre possibili dopo l'emanazione e la prima applicazione della normativa, purché il quadro di riferimento, sin dall'inizio, sia coerente con la realtà europea e non si presti a equivoci.

Nelle pagine seguenti è esposta l'evoluzione del quadro normativo e sono delineate soluzioni sui principali problemi ancora aperti. Sono inoltre dettagliatamente analizzati gli interventi della Consob ed è tracciato un ampio quadro sull'andamento dei mercati azionari nel 1989.

La legittima speranza è che nella prossima Relazione annuale della Consob trovino posto commenti e riflessioni su un mercato munito di nuove regole e di nuovi strumenti di garanzia per il pubblico dei risparmiatori.

1. L'internazionalizzazione dei mercati e la cooperazione tra le Autorità di vigilanza

La globalizzazione dei mercati, l'impetuoso avanzare dell'innovazione finanziaria e la necessità per le autorità di vigilanza di secondare e guidare, offrendo regole chiare e valide per tutti, questo processo economico hanno rappresentato i temi centrali dei lavori della XIV Conferenza annuale dell'Organizzazione internazionale delle Commissioni di Valori (OICV), organizzata dalla Consob e svoltasi nel settembre scorso a Venezia. Nel suo intervento il Ministro

del tesoro Guido Carli ha voluto dare una indicazione chiara sul ruolo che le autorità di vigilanza sui valori mobiliari devono svolgere: «vigilare affinché le regole volte ad assicurare il corretto gioco dei partecipanti siano rispettate non solo nei confini nazionali, ma anche al di fuori di essi».

I lavori della Conferenza OICV hanno permesso di sviluppare una riflessione molto ampia sulla internazionalizzazione dei mercati finanziari e mobiliari oggi in atto e sulle scelte che le autorità di vigilanza nazionali dovranno effettuare. L'evoluzione delle economie dei principali paesi industriali mostra la crescente sintonia tra i cicli e le fluttuazioni economiche. A questa sintonia contribuiscono in maniera rilevante le interrelazioni tra i vari segmenti che compongono il mercato internazionale dei capitali dando un contributo determinante ai flussi globali delle bilance dei pagamenti. In particolare, appaiono sempre più strettamente collegati: il mercato delle valute, il mercato internazionale delle obbligazioni e il mercato internazionale delle azioni. Sono soprattutto questi ultimi due, il mercato azionario ed obbligazionario internazionale, che, costituendo lo scenario entro il quale si esercita l'attività di regolazione dei mercati nazionali dei valori mobiliari, interessano ed influenzano le riflessioni della Consob.

Il processo di integrazione del mercato mobiliare internazionale, pur avendo subito una indiscutibile accelerazione, è ancora incompleto. Si stanno ormai delineando tre livelli concentrici di integrazione: internazionale, regionale e nazionale. Il mercato finanziario statunitense mantiene, per il momento, il tradizionale ruolo dominante, come è stato del resto confermato anche in occasione del recente crollo dell'ottobre 1989. Nel medio termine potrà però rafforzarsi la tendenza, già oggi avvertibile, al saldarsi di blocchi regionali — America del Nord, Europa, Asia — con caratteristiche omogenee al loro interno e andamenti strettamente collegati. D'altro canto la divisione in blocchi si delinea anche nel processo di determinazione dei tassi di cambio, fissi all'interno dei blocchi ma flessibili tra i blocchi. Proprio grazie ai cambi fissi, l'integrazione dei mercati mobiliari all'interno dei singoli blocchi viene ulteriormente accelerata.

Finora lo sviluppo molto importante delle transazioni mobiliari internazionali, avvenuto a seguito di mutamenti tecnologici e della progressiva liberalizzazione dei movimenti dei capitali, non ha avuto una crescita ordinata e organica, tale da assicurare in prospettiva l'affermazione di mercati efficienti e sicuri. Per perseguire questa prospettiva è infatti necessaria l'adozione di regole internazionali che siano esplicitamente finalizzate ad uno sviluppo ordinato dei mercati.

Il passaggio indispensabile per la creazione di un vero mercato mobiliare internazionale richiede la definizione di una serie di norme internazionali che assicurino: a) l'adeguata informazione del pubblico da parte degli emittenti; b) la rapida diffusione dei dati di mercato; c) l'esistenza di regole prudenziali per gli intermediari; d) il controllo dei comportamenti di

mercato e degli intermediari; e infine e) la vigilanza sulle regole.

La direzione seguita dagli organismi internazionali è stata caratterizzata dalla ricerca di una sostanziale uguaglianza tra il trattamento degli operatori esteri e degli operatori nazionali. Si tratta evidentemente di una strada che non può condurre alla soluzione di tutti i problemi. Assicurare agli operatori esteri le stesse condizioni operative degli operatori nazionali, in molte situazioni, può infatti risultare perfino limitativo ed antieconomico, poiché esige la ripetizione di tutte le procedure di autorizzazione e di tutti i vincoli di capitalizzazione.

La Commissione CEE ha recentemente adottato il principio del mutuo riconoscimento. Si tratta di una strategia che permette di procedere più rapidamente verso l'obiettivo di un mercato interno della Comunità. In particolare, il mutuo riconoscimento supera alla radice il difficile nodo della duplicazione autorizzativa, dando così efficacia e concretezza all'idea del mercato unico dei servizi finanziari.

Restano però aperte alcune importanti questioni. Inevitabilmente il principio del mutuo riconoscimento favorisce gli operatori dei paesi con minore regolamentazione e porta al sovrapporsi nello stesso paese di diversi sistemi di regole. Inoltre una applicazione estensiva del principio tende ad avviare una concorrenza alla semplificazione tra le regolamentazioni che non sempre è positiva, o che può talvolta ledere interessi dei risparmiatori.

Una strategia complementare a quella del mutuo riconoscimento, nel ridurre gli ostacoli all'integrazione tra i mercati, è la deregolamentazione. Anch'essa però spinge verso la rinuncia ad una serie di esigenze di tutela alle quali si ispirano le regolamentazioni esistenti.

La strategia più valida in linea di principio, anche se indubbiamente la più impegnativa e la più difficile da realizzare, è quella della armonizzazione delle regolamentazioni dei diversi mercati nazionali. Essa potrebbe essere ispirata ad alcune linee direttrici globali sulle quali proprio la Conferenza dell'OICV di Venezia ha permesso di avviare un proficuo dibattito. Un importante punto di riferimento in questa direzione è stato rappresentato dalla dichiarazione di intenti della SEC del novembre 1988 sui principi e gli obiettivi generali che dovrebbero guidare una azione di regolamentazione armonizzata dei mercati. In pratica, si tratterebbe di riferirsi ai seguenti quattro principi fondamentali: completezza del sistema informativo, efficienza strutturale del mercato mobiliare, equità ed onestà del mercato, supervisione internazionale sulle regole concordate.

Alcune tematiche rispetto alle quali l'evoluzione della regolamentazione e dell'attività di coordinamento tra le autorità di vigilanza potrebbe contribuire a tradurre in azione concreta questi principi fondamentali sono accennate di seguito. L'esigenza di ricondurre l'attività di intermediazione mobiliare, e soprattutto i servizi di negoziazione, nell'ambito di mercati ufficialmente riconosciuti e regolamentati, è particolarmente sentita in paesi come l'Italia in cui la gran parte delle contrattazioni oggi si svolge fuori mercato. Il principio comunitario della libera prestazione dei servizi finanziari non dovrebbe contrastare lo sforzo, nel quale è impe-

gnato il legislatore italiano, per la costituzione di un mercato mobiliare efficiente e sicuro. Le ragioni della trasparenza e della sicurezza richiedono infatti che i servizi di negoziazione di valori mobiliari vengano prestati nell'ambito di mercati organizzati, e non dispersi nei molteplici canali della trattativa privata privi delle garanzie tipiche di una contrattazione aperta e pubblica.

Appare quindi opportuno imporre agli intermediari comunitari l'obbligo di svolgere i servizi di negoziazione sui mercati riconosciuti, mentre al contempo si garantisce loro la più ampia libertà di accesso agli stessi mercati dei vari paesi. A tal fine, le modalità di contrattazione e le regole di comportamento sui mercati riconosciuti nei paesi della Comunità, nel corso del processo di integrazione in cui siamo tutti impegnati, dovranno essere modificate con la finalità specifica di favorire la più ampia mobilità internazionale degli intermediari.

Una più ordinata internazionalizzazione dei mercati mobiliari attualmente esistenti richiede lo sviluppo della informazione sulle operazioni di mercato: appare necessaria una regolamentazione di informativa obbligatoria sui prezzi e sulle transazioni effettuate nel mercato e fuori mercato per i titoli trattati internazionalmente.

Nel campo del funzionamento delle procedure di contrattazione è molto importante che l'innovazione tecnica delle strutture e dei meccanismi di mercato non sia ingiustificatamente limitata. Gli operatori scelgono i mercati in cui svolgere la propria attività sulla base della loro efficienza relativa, il modo migliore per perseguire una finalità di efficienza appare quindi quello di lasciare che siano i singoli mercati a perseguire il proprio interesse competitivo. Si tratta di favorire la crescita e la sofisticazione dei mercati ricordando però, come ribadito anche da Carli, che «nei mercati moderni, con ampia capacità di accesso ed ampia capacità innovativa, è con molta probabilità necessario integrare l'autoregolamentazione e l'autodisciplina con una forte dose di sorveglianza dei pubblici poteri, per disciplinare i conflitti di interesse effettivi e potenziali».

Un problema importante per l'internazionalizzazione dei mercati deriva dal fatto che le due principali strutture di contrattazione, mercati ad asta e mercati di dealers, possiedono caratteristiche specifiche che rendono impossibile stabilire in assoluto una preferenza. L'internazionalizzazione acuisce il problema, poiché è sempre più frequente che lo stesso valore mobiliare venga trattato su entrambi i tipi di mercato.

È stato sostenuto a Venezia che è possibile nei prossimi anni arrivare ad una convergenza e sovrapposizione tra le due forme. Il mercato degli scambi transnazionali è oggi basato sull'attività di grandi dealers internazionali, ed è presumibile che continui ad esserlo. Tuttavia, quando il volume degli scambi transnazionali sui singoli titoli sarà comparabile con quello interno risulterà probabile che i due sistemi di contrattazione tendano a fondersi in una struttura mista, caratterizzata dalla presenza di numerosi dealers in concorrenza sia tra loro che eventualmente con gli ordini limitati inviati dagli investitori istituzionali.

L'informazione societaria, sia che si tratti di prospetti per il collocamento o la quotazione sia che si tratti di rendiconti periodici, è una delle aree in cui le regolamentazioni nazionali sono più sviluppate e dettagliate, e rischia perciò di rendere più difficile sia la quotazione di titoli nelle borse estere che le offerte pubbliche multinazionali. La strategia del riconoscimento reciproco ha però dimostrato, soprattutto in sede CEE, di poter essere in questo caso particolarmente efficace. Per cui se la linea da seguire appare quella della progressiva convergenza tra i diversi sistemi d'informazione societaria, il primo passo è senz'altro quello della diffusione del principio del riconoscimento dei documenti informativi preparati in conformità ai requisiti del paese di origine.

Per procedere, in seguito, verso la creazione di un sistema contabile integrato sono poi necessarie due difficili tappe: la prima richiede l'armonizzazione dei conti delle società, attraverso l'adozione di standards contabili internazionali completi e dettagliati. La seconda comporta l'individuazione di norme di revisione e di indipendenza dei revisori che permettano un'accettazione reciproca delle procedure di revisione contabile prevalenti nei diversi paesi.

La difesa dell'integrità del mercato è considerata in molti paesi la funzione principale dell'attività pubblica di vigilanza. Poiché essa si svolge in stretta adesione con la tradizione giuridica dei singoli paesi la difficoltà dell'armonizzazione in questo campo è massima. La strategia finora prevalente appare quella di far risalire al paese di origine le regole prudenziali mentre per quanto riguarda le regole di condotta sul mercato esse vengono lasciate al paese ospitante. Nella sostanza questo porta lo stesso intermediario a doversi attenere a regole molto diverse tra paese e paese con tutte le difficoltà che ne conseguono. Uno sforzo internazionale di armonizzazione delle regole di condotta finalizzate alla protezione del mercato e dei risparmiatori appare necessario ma dovrà essere preceduto da una accurata fase di preparazione.

In tema di regole di condotta, la regolamentazione dovrà stabilire alcuni principi deontologici generali. Già oggi, si può osservare la spontanea convergenza tra i principi vigenti in due paesi importanti come la Gran Bretagna e la Francia, che ha portato alla dichiarazione congiunta COB-SIB del marzo 1990 sui principi deontologici fondamentali per la regolamentazione dell'industria dei servizi finanziari.

A titolo di esempio, si possono richiamare i principi fondamentali sui quali si basa la regolamentazione inglese; essi sono il principio dell'integrità ed equità di comportamento, il principio della competenza, attenzione e diligenza nella condotta degli affari e il principio della adeguatezza della struttura organizzativa interna. Il primo principio richiede che tutti gli operatori siano soggetti ad una procedura di autorizzazione, la quale garantisce della serietà ed affidabilità di chi offre un servizio finanziario. Il secondo principio definisce gli obblighi fiduciari degli operatori stessi; poiché tale principio ha carattere di estrema generalità, è solo con la definizione di regole più specifiche, quali per esempio l'obbligo di esecuzione

al meglio, che esso diviene concretamente applicabile. Il terzo principio riguarda soprattutto la creazione di adeguati sistemi interni di verifica della correttezza di comportamento degli intermediari finanziari. Si tratta di un principio meno rilevante in un ordinamento in cui gli intermediari sono organizzati come semplici società di persone, ma che diventa essenziale per intermediari polifunzionali quali saranno le nostre SIM.

Le norme di capitalizzazione, essendo tra le più onerose da osservare, sono quelle che richiedono la più incisiva e coraggiosa iniziativa di armonizzazione internazionale, anche al fine di evitare gravi distorsioni nella concorrenza. Un quadro concettuale di regolamentazione dovrebbe ispirarsi a varie esigenze. Occorre che la liquidità e la solvibilità siano sempre adeguate ai rischi dell'impresa regolamentata. In particolare, il frequente aggiornamento del valore dei titoli e delle posizioni sui mercati a termine dovrà evitare l'accumulazione di perdite senza adeguata copertura. I rischi calcolati dovrebbero individuare specificatamente quelli di posizione e quelli di liquidazione. L'armonizzazione prudenziale delle attività in valori mobiliari dovrebbe applicarsi tanto alle aziende di origine non bancaria che alle aziende di origine bancaria in maniera tale da assicurare condizioni di parità concorrenziale.

In materia di compensazione e liquidazione appare importante che si proceda ad una rapida realizzazione delle raccomandazioni del Gruppo dei Trenta. Ad esse andrebbero aggiunte quelle sulle operazioni internazionali della Federazione internazionale delle borse valori, che suggeriscono il collegamento tra gli istituti di deposito accentrato dei titoli, il non trasferimento fisico dei titoli dal paese di origine e il perfezionamento delle transazioni attraverso la registrazione contabile presso il deposito centralizzato dei titoli del paese di origine.

L'internazionalizzazione rende necessario il coordinamento del lavoro di vigilanza ed in particolare richiede la possibilità di raccogliere, anche in altri ordinamenti, informazioni e prove sulla violazione delle regole di un paese. In particolare, la rapida comunicazione di informazioni tra le autorità di regolamentazione dei diversi paesi è assolutamente essenziale per il funzionamento del principio della vigilanza del paese di origine in tutti i casi in cui esso viene invocato.

Sulla base delle recenti esperienze promosse soprattutto dalla SEC, e dei progressi su questi temi verificati nel dibattito svoltosi a Venezia, si intravede l'inizio di una discussione che dovrebbe affrontare il tema ambizioso, ma ormai maturo, del superamento della fase dei Memoranda of Understanding bilaterali, per passare alla discussione di un possibile progetto multilaterale di assistenza reciproca tra le Autorità di vigilanza. In ogni caso la Commissione non può che sottoscrivere integralmente l'opinione del Ministro del tesoro che «se il mercato si globalizza, la vigilanza non può rimanere vincolata all'angusto territorio nazionale».

2. L'attuazione delle direttive comunitarie

Nel 1989 è stato profuso molto impegno sulla via dell'adeguamento alle direttive della

Comunità Economica Europea delle leggi interne concernenti materie che coinvolgono le competenze della Consob. Purtroppo tanto lavoro non ha prodotto per ora risultati concreti. Ove è stato possibile, la Consob si è sforzata di recepire le prescrizioni comunitarie nell'ordinamento nazionale attraverso lo strumento regolamentare.

Il processo di attuazione in fase di più avanzata definizione è quello promosso dalla legge di «delega al Governo per l'attuazione di direttive comunitarie in materia societaria», che è stata definitivamente approvata dalla Camera il 21 marzo 1990: il Governo ha ora un anno di tempo per esercitare la delega legislativa. Essa è preordinata al recepimento delle direttive n. 660 del 25 luglio 1978 e n. 349 del 13 giugno 1983 (art. 1), relative rispettivamente ai conti annuali delle società di capitali e ai conti consolidati delle imprese facenti parte di un gruppo, nonché a quello delle direttive n. 855 del 9 ottobre 1978 e n. 891 del 17 dicembre 1982 (art. 2), relative rispettivamente alle fusioni e alle scissioni delle società per azioni. Come noto, il ritardo con cui l'Italia sta adempiendo agli impegni derivanti dalle suddette direttive ha provocato la condanna del nostro paese da parte della Corte di Giustizia della CEE per la mancata attuazione della direttiva sui conti societari annuali (sentenza 20 marzo 1986) e la promozione di un ulteriore procedimento d'infrazione con riferimento alle direttive su fusioni e scissioni, che risulta già iscritto a ruolo fin dal 1988 ma che non è ancora approdato ad alcuna decisione.

L'urgenza dell'intervento legislativo non è imposta soltanto dalla necessità di osservare gli obblighi prescritti dal Trattato istitutivo della CEE, ma anche da quella di modificare e integrare la disciplina interna delle materie regolate dalle suddette direttive, che appare carente rispetto alle esigenze di un sistema economico complesso e fortemente integrato sul piano internazionale.

In particolare la Consob è d'avviso che attraverso l'attuazione delle direttive sia possibile dare inizio ad un processo di definizione di regole contabili idonee ad assicurare informazioni più ricche e più chiare di quelle previste dalle vigenti disposizioni legislative, cosicché il mercato sia non solo informato in modo completo e analitico, ma sia agevolato nella lettura dei bilanci, che in virtù della più estesa trasparenza dovrebbero offrire un quadro fedele della situazione patrimoniale ed economica dell'impresa. Di estrema importanza appare altresì la delega a modificare il testo dell'art. 2359 del codice civile al fine di coordinarlo con le disposizioni che individuano i casi in cui sussiste l'obbligo di redigere bilanci consolidati: ciò consentirà infatti di inserire tale intervento in un quadro organico, evitando il rischio di iniziative settoriali.

Di assoluto rilievo sarà anche la nuova disciplina delle fusioni e degli scorpori, che costituiscono ormai strumenti molto diffusi di riorganizzazione aziendale e che spesso interessano società con titoli quotati in borsa. Tali processi diventeranno sempre più frequenti con l'intensificarsi della concorrenza internazionale, trattandosi di atti preordinati al rafforzamen-

to e alla razionalizzazione dei gruppi di imprese.

Anche l'attuazione della direttiva sull'insider trading n. 592 del 13 novembre 1989 potrebbe avvenire in tempi rapidi entro l'anno corrente, nonostante il relativo progetto legislativo sia stato approvato dalla sola Commissione finanze della Camera in sede referente. Infatti i diversi gruppi parlamentari hanno manifestato sul tema opinioni pressoché concordi, la qual cosa fa sperare che la direttiva sia attuata nel nostro paese addirittura con largo anticipo rispetto alla data del 1° giugno 1992, prescritta per il suo recepimento negli ordinamenti nazionali.

Il 1° ottobre 1989 è, invece, scaduto il termine entro cui occorreva attuare le direttive n. 85/611 e n. 88/220 concernenti gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, senza che il nostro paese sia riuscito ad osservare il relativo obbligo apportando le necessarie modifiche ed integrazioni alla legge 23 marzo 1983, n. 77, istitutiva dei fondi comuni d'investimento mobiliare. Il Governo ha ora deciso di avvalersi della «legge comunitaria» per il 1990, recentemente approvata dal Consiglio dei Ministri, per proporre l'attribuzione a suo favore di una delega legislativa al fine di recepire nel nostro ordinamento le suddette direttive. È la prima volta che viene sperimentato il particolare procedimento di adeguamento continuo della legislazione nazionale agli impegni comunitari, che è previsto dalla legge 8 marzo 1989, n. 86, e che dovrebbe evitare i ritardi con cui il nostro paese attua di norma le direttive CEE.

È auspicabile che la strada intrapresa consenta di superare più agevolmente le difficoltà incontrate nell'anno decorso, che hanno impedito all'Italia l'adozione entro il termine stabilito delle misure necessarie per conformarsi alle direttive in questione. La crescente integrazione tra i mercati nazionali della CEE potrebbe, infatti, provocare serie turbative alle condizioni di concorrenza tra gli o.i.c.v.m. e alla uniforme tutela dei partecipanti, in presenza di notevoli differenze tra le legislazioni degli Stati membri.

In applicazione di apposita delega legislativa, contenuta nella «legge comunitaria» per il 1990, verrà anche previsto che gli emittenti di valori mobiliari quotati in borsa mettano a disposizione del pubblico i bilanci e possano essere sottoposti a particolari oneri di informazione con regolamento della Consob. Infatti, sono state sollevate alcune riserve sulla conformità alla direttiva n. 79/279 del potere attribuito alla Consob di richiedere soltanto caso per caso, ai fini della corretta informazione del mercato, la divulgazione di dati e notizie, così come disposto dalla vigente lettera b) dell'art. 1/3 della legge n. 216/1974 e successive modificazioni. Va poi ricordato che l'art. 7 del testo legislativo che disciplina l'insider trading, approvato recentemente dalla Commissione finanze della Camera, impone agli emittenti dei titoli trattati nei mercati regolamentati l'obbligo di immediata informazione del pubblico in ordine a qualsiasi fatto o decisione che siano idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli stessi. Tali misure completeranno il processo di attuazione delle direttive comunita-

rie in materia di notizie relative a società ed enti con titoli quotati e assicureranno la trasparenza del mercato attraverso una tempestiva e completa informazione del pubblico.

Risultano pure inapplicate diverse disposizioni della direttiva CEE n. 89/298 del 17 aprile 1989 concernente i prospetti per l'offerta pubblica di valori mobiliari. I limiti posti ai poteri regolamentari della Consob non hanno infatti consentito di realizzare la completa attuazione delle prescrizioni comunitarie, ma in tal caso non è ancora scaduto il termine per il recepimento da parte degli Stati membri, che deve avvenire entro il 17 aprile 1991. La Consob, alla fine del 1989, ha provveduto a segnalare al Ministero del tesoro le disposizioni della direttiva che richiedono l'adozione di modifiche alle leggi vigenti.

Non risulta scaduto nemmeno il termine per l'attuazione della direttiva n. 88/627 del 12 dicembre 1988, concernente le informazioni da pubblicare in caso di acquisto e cessione di partecipazioni importanti in società quotate in borsa. Il recepimento di tale direttiva comporterà la modifica dell'art. 1/5 della legge n. 216/1974, che impone la trasparenza della proprietà azionaria nei confronti della Consob e delle società partecipate, a cui devono essere comunicate le partecipazioni rilevanti. Le prescrizioni comunitarie impongono anche la tempestiva informazione del pubblico, al fine di migliorare la tutela degli investitori e rinforzare la loro fiducia nei mercati dei valori mobiliari: inoltre sono imposti termini di comunicazione più stringenti rispetto ai trenta giorni prescritti dalla legge italiana.

Il citato art. 1/5 viene modificato dal d.d.l. sulle offerte pubbliche di acquisto che, seppure approvato dal Senato, sembra essere ancora lontano dalla conclusione dell'iter parlamentare. Peraltro va tenuto presente che il termine per il recepimento della direttiva è molto vicino, dovendo essere attuata entro il 1° gennaio 1991.

3. La riforma legislativa del mercato italiano dei valori mobiliari

Gli anni più recenti sono stati caratterizzati dall'accentuazione della concorrenza tra i mercati finanziari nazionali dei paesi industrializzati sia all'interno che all'esterno della Comunità economica europea. Questo effetto è imputabile anche al processo di completamento del mercato interno, delineato nel Libro bianco della CEE, che si fonda sulla creazione di una base comune minima di armonizzazione normativa, sul riconoscimento reciproco delle discipline nazionali e, per il resto, proprio sul permanere di una situazione di concorrenza tra ordinamenti; ciò genera all'interno dei singoli sistemi squilibri dinamici che hanno indotto ed inducono le autorità ufficiali e gli operatori ad agire per evitare l'allontanamento di risorse verso i mercati con regimi più organizzati ed attraenti.

Si può constatare che, generalmente, si procede con determinazione e tempestività a realizzare progetti di riforma strutturale dei mercati finanziari, che sono diretti in via principale ad incrementarne la competitività e a rinsaldarne l'efficienza. Tali iniziative servono anche a fronteggiare la tendenza internazionale alla cartolarizzazione e quindi all'accresciuta impor-

tanza dei mercati in cui i titoli vengono negoziati. Se in Europa la riforma più spettacolare e conosciuta è certamente quella realizzata nel 1986 nella borsa di Londra, non può essere dimenticato il grande sforzo di rinnovamento che si sta manifestando in Francia e la rapidità con cui la Spagna ha riformato profondamente il proprio mercato borsistico. Seppure con più lentezza anche la Repubblica Federale di Germania si è mossa lungo la via del cambiamento.

Per il nostro paese la riforma del mercato finanziario ha costituito dall'inizio alla fine degli anni '80, e costituisce tuttora, uno dei più frequenti e controversi argomenti di dibattito in sede politica, dottrinale e tecnica. I risultati di tanto discutere sono tuttavia deludenti se si considera che l'Italia, alla vigilia della nascita del mercato unico e quindi della sua completa integrazione finanziaria nell'ambito comunitario, è ancora priva delle leggi idonee ad introdurre una profonda riforma del mercato dei valori mobiliari tale da allinearla agli altri paesi della Comunità, nonostante questa costituisca una esigenza che da molti anni tutti considerano come essenziale e indifferibile.

Si può formulare l'auspicio che entro la fine dell'anno corrente il Parlamento riesca a varare i cinque grandi provvedimenti legislativi in fase di avanzata discussione, riguardanti la trasformazione in società per azioni delle banche pubbliche, la tutela della concorrenza, le società di intermediazione mobiliare, le offerte pubbliche di acquisto e l'insider trading. Tra di essi sussiste un collegamento stretto che giustifica la loro considerazione complessiva e che rende opportuna la loro approvazione in tempi ravvicinati.

In tale prospettiva si può osservare che il disegno di legge sulle banche pubbliche, nell'aprire la struttura societaria ad enti pubblici, potrebbe proiettare le stesse sul mercato borsistico e darà comunque concretezza legislativa al dibattito sui gruppi polifunzionali, al quale la Consob riserva la massima attenzione istituzionale, coinvolgendo i complessi rapporti tra intermediazione bancaria e non bancaria. Anche il provvedimento relativo all'antitrust presenta rilevanti collegamenti con la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e con la tematica dei gruppi di imprese, nonché con le questioni concernenti il segreto d'ufficio cui sono tenute le autorità di controllo; senza considerare poi che problemi di tutela della concorrenza si porranno anche per le istituende SIM e per le società di revisione, con riferimento sia a fenomeni di concentrazione sia alle possibili intese limitative della concorrenza. Infine la normativa sull'insider trading finirà per interferire con i più significativi aspetti affrontati negli altri quattro testi legislativi, suscitando rilevanti problemi di organizzazione e funzionamento del mercato.

Il processo legislativo avviato dai cinque testi di legge sopra considerati ha incontrato molteplici difficoltà di avanzamento, che hanno ampiezza e intensità pari alla consistenza degli interessi suscettibili di disciplina. Il confronto con la realtà di altri paesi e soprattutto gli indirizzi forniti dalla legislazione comunitaria possono favorire il superamento degli ostacoli

posti alla realizzazione di una moderna disciplina del mercato finanziario italiano, dando ispirazione e più forza ai progetti legislativi in discussione, in quanto tale confronto offre criteri di valutazione oggettivi e può evitare l'adozione di misure improvvisate non in armonia con la normativa internazionale.

L'avvicinarsi di scadenze comunitarie, cariche di significati ideali, ma soprattutto di conseguenze assai rilevanti sul piano delle relazioni finanziarie, rende ormai improrogabile la riforma del mercato italiano dei valori mobiliari. Le disposizioni all'esame del Parlamento sono coerenti con gli interventi altrove effettuati al fine di rafforzare la tutela degli investitori, di accrescere l'efficienza delle strutture e di rispondere alla domanda di nuovi mercati e di nuovi strumenti finanziari. L'ulteriore ritardo nella loro approvazione costringerebbe il nostro paese ad affrontare la concorrenza imposta dalle regole del mercato unico con gravi lacune dell'ordinamento per alcuni settori dell'attività finanziaria e con discipline fondate su leggi vetuste per altri segmenti di attività regolata.

Il disegno di legge di maggior rilievo all'esame del Parlamento è certamente quello concernente le SIM (vedi ultra paragrafo 4). Il dibattito in corso alla Camera e nell'opinione pubblica continua a registrare diversità di vedute in merito al ruolo delle società di intermediazione mobiliare e al problema della concentrazione. Si confida che la generale consapevolezza dell'importanza del progetto favorisca il prevalere delle capacità mediatriche e quindi l'individuazione di una strada per superare i residui ostacoli alla sua sollecita approvazione.

Le esigenze di tutela dei risparmiatori richiedono che anche insider trading e OPA siano finalmente regolati. I due fenomeni sono per molteplici aspetti connessi, in quanto negli ordinamenti ove sono regolati costituiscono tasselli fondamentali di una disciplina generale del mercato dei valori mobiliari ed in quanto l'abuso di notizie riservate al fine di speculare su titoli quotati si verifica in prevalenza in occasione di scalate, fusioni ed acquisizioni.

Il testo legislativo in tema di insider trading, approvato in sede referente dalla Commissione finanze della Camera, appare complessivamente equilibrato e coerente con la direttiva comunitaria del 13 novembre 1989. Sembra anche sollevare consensi di massima in sede parlamentare. D'altra parte, la repressione dell'insider trading risponde ad elementari principi di etica nella conduzione degli affari, che impongono la garanzia della parità nelle condizioni di accesso al mercato e il divieto di uso illecito delle informazioni privilegiate comunque acquisite. In caso contrario viene pregiudicata la fiducia nel mercato e di conseguenza il suo buon funzionamento che su di essa si regge.

L'importanza di una rapida approvazione del testo legislativo in esame va ben al di là dell'esigenza di reprimere l'abuso nell'utilizzo delle informazioni riservate, in quanto esso contiene ulteriori disposizioni di grande rilievo per garantire la trasparenza del mercato. In primo luogo, infatti, si provvede a punire con nuove norme prescrittive di sanzioni penali i comportamenti diretti alla manipolazione dei prezzi dei valori mobiliari quotati in borsa o

ammessi al mercato ristretto attraverso la divulgazione di notizie non vere o l'effettuazione di operazioni artificiali (art. 3). Inoltre la Consob è chiamata a disciplinare con proprio regolamento la registrazione elettronica delle operazioni su titoli quotati in borsa o negoziati al mercato ristretto, nonché la comunicazione da parte degli intermediari delle operazioni effettuate fuori borsa sui medesimi titoli (art. 4); società ed enti vengono infine obbligati, secondo disposizioni regolamentari impartite dalla Commissione, ad informare immediatamente il pubblico in merito a fatti o decisioni idonei ad influire sensibilmente sul prezzo dei titoli da essi emessi che sono quotati in borsa o negoziati al mercato ristretto (art. 7).

Il censimento delle operazioni fuori borsa permetterà, tra l'altro, di effettuare una più puntuale analisi dell'operatività del mercato sia da parte della Consob che da parte degli operatori. L'obbligo di pronta informativa del mercato ridurrà poi i tempi per l'utilizzo abusivo delle informazioni privilegiate e dovrebbe quanto meno contribuire a contenere il fenomeno in esame; un simile risultato sarebbe estremamente importante, in quanto i movimenti giornalieri dei prezzi sui mercati azionari sono principalmente collegati alla aspettativa di eventi in corso di evoluzione, piuttosto che ad informazioni certe relative a fatti societari resi di pubblico dominio.

Peraltro il tema maggiormente dibattuto in ordine alla nascente disciplina dell'insider trading è stato quello concernente i doveri di denuncia all'Autorità Giudiziaria e i poteri di accertamento della Consob in materia.

Si ritiene in proposito che sussistano sufficienti ragioni per giustificare la deroga all'art. 331 c.p.p., il quale, come noto, pone a carico dei pubblici ufficiali l'obbligo di procedere senza ritardo a denunciare all'Autorità Giudiziaria tutti i fatti penalmente illeciti di cui abbiano acquisito conoscenza. Conformemente a tale orientamento la Commissione finanze della Camera, con l'approvazione dell'art. 5, ha previsto per i funzionari della Consob l'obbligo di riferire «esclusivamente al presidente» della stessa le risultanze delle verifiche relative ai fatti di insider trading e di manipolazione dei corsi concernenti valori mobiliari quotati o negoziati al mercato ristretto: tale disposizione è analoga a quella prevista dall'art. 10 della legge bancaria, che impone ai funzionari della Banca d'Italia l'obbligo di segnalare le ipotesi di reato al solo Governatore.

Anche con riferimento alle ipotesi delittuose in esame occorre evitare che la divulgazione improvvisata di notizie possa alterare il regolare andamento del mercato dei valori mobiliari e creare così situazioni che non consentano l'adeguata tutela del risparmio del pubblico. Ciò potrebbe verificarsi se ogni funzionario della Consob, venuto a conoscenza dei fatti sopraindicati, fosse tenuto all'immediato rapporto all'Autorità Giudiziaria, senza il preventivo passaggio attraverso un organo che sia in condizione di valutare i fatti stessi e di allestire le misure più idonee ad evitare che la diffusione della notizia criminis per ragioni di giustizia possa pregiudicare gli interessi tutelati dalla Consob.

Inoltre andrebbero riconosciuti alla Consob poteri idonei a favorire l'acquisizione di elementi probatori nei casi di abuso nell'utilizzo di informazioni riservate e di manipolazione dei corsi. A tal fine occorre, innanzitutto, consentirle di esercitare i suoi poteri nei confronti di tutti i soggetti che sono intervenuti nelle operazioni compiute in violazione delle disposizioni repressive in discussione, così come opportunamente previsto al comma primo dell'art. 5 del testo in questione. Ma sarebbe altresì opportuno che i poteri, attribuiti alla Commissione dalle leggi vigenti, fossero estesi fino a ricomprendervi facoltà fondamentali che attualmente sono negate ai funzionari della Consob in sede ispettiva.

Non occorre certo che siano conferite prerogative esclusive dei corpi di polizia, ma è auspicabile che siano attribuiti i poteri normalmente riconosciuti a funzionari pubblici in occasione di ispezioni amministrative ed in particolare quelli che abilitano ad effettuare ricerche ed ogni altra rilevazione utile per l'accertamento degli illeciti. È evidente che in mancanza delle suddette facoltà, e soprattutto senza il potere di ricercare documenti o cose, risulterebbe vana ogni azione di accertamento. Infatti, essa resterebbe condizionata — come oggi in effetti avviene — alla collaborazione dell'inquisito, il quale può avere interesse ad ostacolare le indagini ovvero ad assumere un atteggiamento passivo.

Se i tempi di approvazione della normativa concernente l'insider trading potrebbero essere ragionevolmente brevi, quelli relativi alla disciplina dell'OPA (vedi ultra paragrafo 9) appaiono invece alquanto lontani. Le incertezze che tuttora accompagnano le discussioni in ambito CEE, finalizzate all'adozione della direttiva in materia, possono costituire una giustificazione parziale al ritardo del legislatore nazionale. Nel frattempo le minoranze azionarie continuano ad essere prive di tutela in occasione dei trasferimenti di partecipazioni rilevanti, che consentono ai gruppi di controllo, e solo ad essi, di trarre immediato vantaggio da tali operazioni.

I processi legislativi in atto sono iniziati e stanno avanzando secondo la tecnica della disciplina per segmenti. Il legislatore fino ad ora non si è posto il problema di elaborare una riforma organica del mercato mobiliare. Il procedere in modo frammentario può provocare difetti di coordinamento, favorendo la duplicazione di prescrizioni normative o l'inserimento di disposizioni di dubbia compatibilità. A tutto ciò si dovrà perciò porre rimedio, una volta che sarà completato il disegno legislativo preordinato al rinnovamento della disciplina del mercato finanziario. Infatti i diversi provvedimenti, vecchi e nuovi, potranno essere ricondotti ad unità attraverso il loro accorpamento in un testo unico che potrà eliminare disarmonie e imprecisioni, nonché comporre le incoerenze che l'attuale modo di procedere dell'attività legislativa finirà inevitabilmente per generare.

Gli inconvenienti propri della tecnica legislativa utilizzata sono dunque eliminabili. Irreparabili appaiono invece i danni che potrebbero derivare al nostro mercato finanziario dalla mancata celere approvazione dei progetti riformatori. Essi costituiscono un tentativo necessa-

rio, anche se forse non sufficiente, per resistere all'azione aggressiva di mercati altamente efficienti, organizzati in altri paesi comunitari, che tendono ad estendere sempre più la loro operatività anche su titoli italiani ovvero ad offrire ai residenti italiani servizi finanziari inesistenti nel nostro paese. Tali progetti vogliono, altresì, concorrere ad attribuire al nostro mercato dei valori mobiliari una funzione adeguata alla forza che esprime l'economia reale.

Siamo alla vigilia della piena integrazione dell'Italia nel mercato finanziario della CEE e di una ampia apertura del sistema comunitario verso i paesi terzi. Si avverte la diffusa consapevolezza dell'importanza di simili eventi e dei rischi che essa comporta. Si confida che il Parlamento sappia trarne al più presto le debite conclusioni attraverso l'adozione delle attese realizzazioni legislative.

Le auspiccate misure di normazione primaria non potranno trascurare l'esigenza di incrementare la compagine dei dipendenti della Consob, siano essi a ruolo o assunti con contratto speciale, dal momento che, come noto, la Commissione non è abilitata a determinare autonomamente il numero ottimale dei suoi dipendenti ma ciò è stabilito per legge. I citati testi legislativi accrescono in misura particolarmente significativa i compiti attribuiti alla Consob, ma trascurano il conseguente problema di rafforzamento del suo organico; anzi si sottolinea che nel testo sull'insider trading, approvato in sede referente dalla Commissione finanze della Camera, è stata esclusa proprio la disposizione contenuta nell'art. 5 del testo elaborato in comitato ristretto, che autorizzava la Consob ad assumere venti persone in relazione alle nuove funzioni derivanti del medesimo progetto legislativo.

La reale efficacia dei provvedimenti legislativi in gestazione sarà in buona parte condizionata dall'esistenza di una autorità regolatrice centrale che abbia una struttura organizzativa in grado di svolgere tutti i compiti di controllo rientranti nella sua competenza. I dipendenti che la Consob può inserire nei propri organici in base alla legge vigente, sono appena sufficienti per assicurare l'espletamento delle funzioni attribuite oggi alla Commissione; è certo che l'attuale composizione numerica del personale appare del tutto insufficiente per garantire il completo esercizio di tutte le funzioni che il legislatore sta per attribuire alla Consob.

La legge sulle SIM richiede alla Consob l'approvazione in tempi molto ristretti di atti regolamentari di fondamentale importanza. Data la complessità dei problemi che dovranno essere affrontati, tali compiti saranno svolti dalle migliori forze esistenti presso la Commissione. Ciò indebolirà notevolmente la capacità lavorativa di numerosi uffici, per cui l'efficienza dell'Istituzione potrebbe essere compromessa se non saranno tempestivamente sostituiti i dipendenti incaricati dell'elaborazione normativa. Per affrontare questo periodo di eccezionale lavoro e quello non meno impegnativo di prima applicazione della disciplina concernente le SIM, si ritiene che la Consob abbia necessità di incrementare il proprio organico di almeno quaranta unità.

Le riforme migliori possono fallire per l'insufficienza delle strutture che devono gover-

narle: sarebbe una ben malinconica conclusione del processo innovativo del mercato mobiliare se non potesse realizzarsi pienamente per la mancanza di attenzione riservata dal Parlamento ai problemi di efficienza della Consob.

4. Il dibattito concernente le SIM e l'organizzazione dei mercati mobiliari

Da qualche settimana sono iniziati alla Commissione finanze della Camera i lavori in sede referente relativi al disegno di legge n. 3870 concernente la «disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari», già approvato il 27 aprile 1989 dal Senato presso cui era contraddistinto dal n. 953. L'attualità del dibattito rende opportuno ripercorrerne brevemente le tappe e sottolineare il punto di vista della Commissione sulle difficili e rilevanti tematiche in discussione.

A) Il progetto di riforma del mercato borsistico adottato dalla Consob nel 1987

Nell'aprile del 1987, la Consob pubblicava un proprio documento sulla riforma della borsa in cui era svolta un'ampia analisi delle principali carenze di funzionamento dei mercati e delle lacune del sistema normativo riguardante la disciplina delle attività di intermediazione mobiliare. Venivano formulate concrete ed organiche proposte di riforma con l'obiettivo di garantire una maggiore tutela dei risparmiatori e di eliminare le inefficienze che limitano e condizionano lo sviluppo della borsa italiana.

Partendo dall'osservazione che l'ordinamento vigente disciplina solo la negoziazione in borsa mentre non pone vincoli o regole allo svolgimento di altri fondamentali servizi di intermediazione, la Consob poneva, in primo luogo, il problema dell'individuazione e regolamentazione di tutte le attività costitutive dell'intermediazione mobiliare, siano esse di negoziazione, in ogni sua forma, di consulenza o di gestione. Il presupposto dal quale muoveva la Consob era che prima fosse necessario disciplinare le attività e che, nel quadro dei problemi organizzativi delle attività, occorresse poi disciplinare i soggetti, cioè le imprese autorizzate a svolgere le attività.

La Consob ravvisava la necessità di affidare e riservare l'esercizio di tutta l'attività di intermediazione mobiliare ad un nuovo soggetto polifunzionale — la società di intermediazione mobiliare (SIM) — ad oggetto sociale tipico, indipendente, sottoposto ad un nuovo ed apposito sistema di autorizzazione e di vigilanza (con relativo regime sanzionatorio), cui riservare in esclusiva lo svolgimento delle diverse attività di intermediazione. Ciò allo scopo di:

a) garantire il mercato ed i risparmiatori dai possibili comportamenti scorretti (dovuti a conflitto di interessi o a violazione di regole di condotta) e dalle crisi economico-patrimoniali degli intermediari (regole di stabilità);

b) rendere ragionevolmente semplice il controllo delle attività, in quanto un soggetto ca-

ratterizzato da un oggetto sociale tipico ed esclusivo è più agevolmente controllabile nei comportamenti e negli atti;

c) promuovere lo sviluppo di attività e servizi finanziari che in Italia mancano quasi del tutto e che solo possono essere riservati a soggetti specializzati.

In terzo luogo, anche in attuazione della volontà e dei giudizi ripetutamente e unanimemente espressi dal Parlamento nelle indagini sul tema, si rilevava che il principale motivo di disfunzione del mercato borsistico italiano è costituito dallo scarso livello di concentrazione degli affari nel mercato ufficiale; e ciò nonostante sia proprio e solo il mercato a determinare i prezzi di riferimento per tutte le transizioni eseguite dagli intermediari. La causa immediata di tale situazione doveva essere ricercata nella stessa legge 20 marzo 1913, n. 272, che riserva l'esecuzione delle negoziazioni in borsa ai soli agenti di cambio, escludendo da tali operazioni una pluralità di soggetti che invece sono in possesso di capacità professionali, di organizzazione e di reti commerciali in grado di servire la gran parte degli investitori.

In questa prospettiva parve immediatamente necessario avviare un processo idoneo a concentrare nel mercato non solo le operazioni disposte dagli investitori privati, ma anche quelle degli investitori istituzionali, al fine di contribuire alla massima qualità, profondità e spessore del mercato. Di qui la centralità del tema della concentrazione. Il principio della concentrazione si basa infatti sull'osservazione che ogni transazione eseguita al di fuori del mercato di riferimento comporta per definizione una minor tutela per gli investitori sia perché l'operazione è fatta fuori del meccanismo previsto a loro tutela, sia perché tali negoziazioni riducono la qualità dei prezzi che il mercato stesso è in grado di esprimere, rendendoli meno attendibili e più facilmente manipolabili.

Nel progetto della Consob le competenze di vigilanza sulle SIM, sia in tema di stabilità che di trasparenza e correttezza, erano affidate alla Consob stessa. Poiché in tale proposta tutte le attività erano riservate alle SIM, v'era inoltre coincidenza fra la regolamentazione e la vigilanza inerenti ai soggetti e quelle inerenti ai mercati.

B) Il disegno di legge n. 953 presentato dal Governo nel marzo 1988

Il d.d.l. n. 953, predisposto dall'allora Ministro del tesoro On. Amato, prevedeva originariamente la costituzione di soggetti-persone giuridiche (le cosiddette SIB) specializzati nella prestazione dei soli servizi di consulenza e di negoziazione in borsa e nel mercato ristretto; la vigilanza sulle SIB era affidata alla Consob. Esso lasciava pertanto ancora aperta, in attesa degli ulteriori interventi di riforma, la questione del riconoscimento della polifunzionalità degli intermediari. In questa limitata prospettiva il tema prioritario della disciplina delle attività di intermediazione veniva del tutto ignorato.

Inoltre il d.d.l. non affrontava il tema della concentrazione delle negoziazioni in borsa.

C) Il disegno di legge n. 953 approvato dal Senato il 27 aprile 1989

Il dibattito parlamentare promosso dalla presentazione del d.d.l. n. 953 portava ad ampliare i temi di discussione e quindi ad arricchire la disciplina in esso contenuta.

Il primo comma dell'art. 1 del d.d.l. n. 953, nella versione approvata dal Senato, introduce le società di intermediazione mobiliare, definendole come quelle società aventi come oggetto sociale una o più delle seguenti funzioni in materia di valori mobiliari: negoziazione in borsa, negoziazione in proprio, mediazione, collocamento, gestione e consulenza. Accanto a queste attività le SIM possono svolgere le attività di custodia ed amministrazione «statica» di valori, nonché ogni altra attività connessa e strumentale a quelle descritte, «ivi comprese quelle di finanziamento dei contratti di borsa». Il d.d.l. prevede inoltre che le SIM siano i soli soggetti autorizzati a negoziare in borsa e nel mercato ristretto; al riguardo si consente che esse possano operare nel mercato sia come mediatori che come operatori in proprio secondo gli schemi operativi di Tokyo, New York o Parigi e, laddove il mercato sia organizzato come mercato di dealers (modello di Londra o del NASDAQ), anche da dealers (cfr. art. 1, comma 1, lett. b) e art. 19, comma 1).

Alle SIM è riservato l'esercizio esclusivo nei confronti del pubblico delle attività di intermediazione. Esse operano in concorrenza con le aziende e gli istituti di credito, che possono essere autorizzati allo svolgimento delle medesime attività ad esclusione di quella di negoziazione in borsa e nel mercato ristretto. Manca pertanto una definizione delle attività di intermediazione e la stessa disciplina o quel tanto di regolamentazione che viene introdotta è riferita non alle attività in quanto tali, ma ai soggetti abilitati al loro esercizio.

Da un lato restano pertanto fuori dalla portata di questo disegno di legge vasti settori di attività finanziarie e di intermediazione e dall'altro non si rinvergono norme idonee a regolare le attività che concretano i cosiddetti servizi finanziari, i contenuti e i limiti della funzione di intermediazione, la disciplina interna dei rapporti tra clientela ed operatori. Senza dire che per tutta la vasta gamma delle attività non affidate in esclusiva alle SIM si pongono problemi di organizzazione dei settori, e di disciplina di attività, che sono in un certo senso preliminari o comunque collegati al tema degli investitori in titoli (fiduciarie, commissionarie, sollecitazioni del pubblico risparmio a domicilio, gestione di patrimoni, ecc.).

Per quanto attiene alla concentrazione, il secondo comma dell'art. 4 introduce il principio che le SIM e le banche debbano rispettare le modalità di negoziazione previste per i mercati regolamentati; l'art. 8 ribadisce poi esplicitamente che le SIM e gli altri soggetti autorizzati (le banche) «devono eseguire gli acquisti e le vendite di valori mobiliari negoziati nei mercati regolamentati esclusivamente in detti mercati e con le modalità di negoziazione per essi previste».

L'art. 8 estende gli obblighi di concentrazione all'attività di gestione svolta dalle società di intermediazione mobiliare, dalle aziende ed istituti di credito, dalle società fiduciarie e dal

le società di gestione dei fondi comuni di investimento, nonché alle operazioni effettuate per proprio conto dalle aziende ed istituti di credito, dalle compagnie di assicurazione e dalle società ed enti che hanno quale oggetto sociale esclusivo o principale la compravendita, l'investimento, il possesso e la gestione di valori mobiliari (società finanziarie). Il d.d.l. consente però a tutti questi operatori di costituire una propria SIM; pertanto, la concentrazione non reintroduce il monopolio attualmente esistente a favore degli agenti di cambio, in quanto tutti possono, se solo lo ritengono economicamente conveniente, costituire una SIM.

Con riguardo all'organizzazione ed al funzionamento del mercato il d.d.l. prevede l'introduzione di nuove modalità di negoziazione (anche basate su dealers in concorrenza fra loro) per i titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto e la possibilità di istituire nuovi mercati regolamentati (per i titoli non quotati e per i futures e le options). Gli obblighi di concentrazione si applicano a tutti i mercati.

Le competenze di vigilanza sono affidate a Consob e Banca d'Italia in base al principio di ripartizione dei compiti per finalità, riservando i controlli di correttezza e trasparenza alla Consob e quelli di stabilità alla Banca. Le norme inerenti alla vigilanza ed ai poteri regolamentari delle autorità competenti sono tuttavia inserite senza alcuna distinzione negli artt. da 3 a 6; negli stessi articoli sono altresì introdotte, senza alcun apparente criterio, regole di condotta generali e particolari.

Nel suo contesto il testo legislativo approvato dal Senato appare equilibrato e soddisfacente. Trasformato in legge esso avrebbe consentito di realizzare un primo passo verso il miglioramento del sistema finanziario in atto e di avviare una vasta opera finalizzata alla sua modernizzazione.

D) Il dibattito alla Commissione finanze della Camera

Nel corso del dibattito parlamentare alla Camera è emersa l'opportunità di definire innanzitutto le attività in cui si concreta l'intermediazione finanziaria. Esse, pur costituendo l'oggetto principale del provvedimento, non erano state definite nel testo varato dal Senato, che conservava la struttura dell'originario d.d.l. presentato dal Governo, in cui si delineava lo statuto dei soggetti. È apparsa perciò apprezzabile l'intenzione della Commissione finanze di distinguere l'individuazione delle attività da quella dei soggetti abilitati al loro esercizio, in quanto risulta coerente con il reale oggetto del provvedimento legislativo e risponde a criteri di corretta tecnica legislativa.

Di gran lunga più controverso risulta invece il tema della concentrazione. Secondo autorevoli opinioni la disciplina approvata dal Senato limiterebbe l'attività di dealer e l'autonomia negoziale degli investitori istituzionali. In realtà l'attività degli intermediari nella veste di dealer non risulta affatto limitata nel d.d.l. in esame, ma viene espressamente prevista come modalità di negoziazione regolamentata e concentrata in un apposito segmento del mercato di

borsa, riservato ai dealers, che ai sensi dell'art. 19 del testo suddetto dovrebbe essere istituito con Regolamento della Consob.

Nell'organizzare un mercato (sia ad asta che di dealers) si tende generalmente a identificare la modalità di negoziazione più adatta per la trattazione dei titoli nei tagli più diffusi. Ne deriva che, quando tali tagli assumono dimensioni eccezionalmente grandi o piccole (blocchi o spezzature), dette modalità possono non essere più appropriate ed è quindi necessario disporre altre diverse. Nello stesso mercato e per lo stesso titolo si possono così avere due o anche tre modalità di contrattazione: una per i tagli medi, una per i blocchi ed una per le spezzature. È pertanto frequente che nelle grandi borse che trattano prevalentemente ad asta, come Parigi e New York, nel segmento del mercato di borsa, in cui vengono trattati i blocchi, gli intermediari siano autorizzati ad operare in qualità di mediatori o dealers. Non ha invece senso, per ovvie ragioni di frammentazione, prevedere per lo stesso titolo e lo stesso taglio la contestuale presenza di due diverse modalità di negoziazione. Le esperienze estere insegnano che nei mercati ad asta viene tutt'al più consentita, come previsto al terzo comma dell'art. 1 del suddetto d.d.l., la presenza di operatori in proprio (specialists) che non negoziano con il pubblico e che assolvono la funzione di garantire una maggiore continuità nei prezzi.

La Consob ritiene che attraverso la concentrazione si contribuisce a dare ai mercati il giusto spessore, a rendere i prezzi veramente significativi delle tendenze in atto e a ridurre al contempo la loro volatilità, ponendo fine a quella frammentazione che attualmente impedisce alla borsa di raggiungere un apprezzabile livello di efficacia.

Per conseguire una concentrazione ottimale non è sufficiente incanalare obbligatoriamente verso il mercato ufficiale i soli ordini impartiti dai risparmiatori o dagli operatori non finanziari, ma occorre dettare identica prescrizione per banche e investitori istituzionali, in quanto i volumi di titoli da questi trattati rendono liquido il mercato e impediscono anomale fluttuazioni dei prezzi; in tal modo le possibilità di manipolazione si riducono ed invece risulta accresciuta la stabilità del mercato a tutela degli investitori.

L'inesistenza di limitazioni legislative alla partecipazione al capitale delle società di intermediazione mobiliare consente anche a banche ed investitori istituzionali di promuoverne la costituzione, in modo da evitare il ricorso necessario ad intermediari estranei al gruppo e quindi la formazione di rendite di posizione a favore delle SIM.

E) Il parere della Consob sugli obiettivi del d.d.l. sugli intermediari in valori mobiliari

Dopo un lungo ed impegnato dibattito, la Commissione — perseguendo il fine istituzionale di contribuire all'ordinato sviluppo del mercato finanziario italiano e tenendo conto delle discussioni sviluppatesi in sede parlamentare, nell'opinione pubblica e tra i protagonisti del mercato — ha maturato alcune convinzioni sugli obiettivi che dovrebbero essere raggiunti

attraverso gli attesi provvedimenti legislativi di riforma del mercato mobiliare.

Il disegno di legge sulle SIM persegue sostanzialmente un duplice obiettivo. Da un lato introduce una nuova figura di operatore sul mercato, la società di intermediazione mobiliare, cui riconosce l'esclusiva delle negoziazioni in borsa. Dall'altro introduce le norme che avviano il processo di concentrazione in borsa delle negoziazioni dei titoli quotati nel mercato ufficiale, essenziale ai fini della corretta formazione dei prezzi.

I due obiettivi sono strettamente connessi. Non vi sarebbe ragione di introdurre modifiche all'attuale ordinamento degli operatori di borsa se non vi fosse una prospettiva di potenziamento del mercato, di garanzia di corretta formazione dei prezzi, e di adeguamento a principi e regole comunemente accettati in tutti i paesi del mondo. Solo nei mercati organizzati, quali che siano le modalità dell'organizzazione, le attività di negoziazione dei titoli possono essere svolte in condizioni di trasparenza e correttezza tali da assicurare la tutela degli investitori. In questo senso e con questa finalità il mercato organizzato funge anche da limite alla libertà di negoziazione, almeno per intermediari ed operatori istituzionali.

In un mercato ad asta possono coesistere attività di pura intermediazione e attività di acquisizione in proprio di titoli, solo che le une e le altre attività debbono svolgersi con operazioni tutte effettuate all'asta. L'introduzione di strumenti telematici non innova rispetto alla regola fondamentale, e cioè che ciascuna operazione di acquisto o di vendita deve svolgersi secondo le regole del mercato nel quale si opera.

Come si è detto, questo non significa che la negoziazione dei titoli debba avvenire soltanto nei mercati ad asta ad opera di brokers; anzi appare evidente che dovranno essere creati e disciplinati mercati di dealers con proprie regole, nei quali opereranno imprenditori autorizzati, ovvero che nel mercato ad asta potranno operare anche soggetti che acquistano in nome proprio e nel proprio interesse (specialists).

È in questo quadro ricco ed articolato di riorganizzazione complessiva del mercato mobiliare italiano che si pone l'esigenza della concentrazione in borsa delle contrattazioni dei titoli quotati.

La concentrazione, come regola di comportamento, costituisce garanzia per l'investitore che l'intermediario esegua correttamente le operazioni disposte dalla clientela con le modalità e nei termini più appropriati perché regolamentati e controllati. Ma la concentrazione è anche una necessità di mercato perché è l'unico mezzo per garantire al mercato stesso quello spessore e quella liquidità che lo rendono sicuro e attraente per i risparmiatori.

Se dovessero essere introdotte consistenti eccezioni alla regola della concentrazione ne deriverebbero spinte verso attività fuori mercato di tale consistenza da ridurre il mercato ufficiale ad un ruolo marginale, senza spessore, e perciò esposto a pericoli di manipolazioni a causa della sua stessa fragilità ed illiquidità.

Si deve infine aver presente che, qualunque evoluzione possa subire il d.d.l. sulle SIM,

esso rimane un progetto di revisione soltanto parziale del sistema finanziario italiano che non deve pregiudicare né il disegno istituzionale delineato dalla legge n. 216/1974 e successive modificazioni ed integrazioni, che ha posto la Consob al vertice del mercato mobiliare, né tantomeno le attribuzioni che il legislatore intese assegnarle nel quadro della riforma del mercato stesso, che deve essere inteso nella accezione più estesa, fino a ricomprendervi ogni transazione su titoli quotati nella quale intervenga almeno un operatore professionale.

5. L'attività normativa della Consob

Uno dei principali obiettivi perseguiti dalla Consob nell'ultimo biennio è stato quello di esercitare con la massima forza espansiva ed in tutte le aree riservate al suo intervento i poteri di normazione secondaria di cui è titolare. In tal modo la Consob intende partecipare al processo di rinnovamento del sistema finanziario italiano.

Certamente l'attività regolamentare della Consob non è in grado di realizzare quella profonda riforma che appare indispensabile per consentire al nostro paese di sostenere la competizione imposta dalla internazionalizzazione dei mercati; solo adeguate misure legislative possono, infatti, fornire gli strumenti necessari allo scopo, essendo alquanto circoscritta e meritevole di opportuni perfezionamenti la cornice entro cui tale attività regolamentare si esplica. Ciò non toglie che l'attuazione del disegno riformatore per via regolamentare permette in qualche misura di porre l'ordinamento in maggior sintonia con le disposizioni più avanzate deliberate in sede CEE e di delineare un quadro normativo che, pur incompleto, dovrebbe garantire al mercato una vasta serie di informazioni idonee ad illustrare i rischi e la natura dei prodotti finanziari offerti ai risparmiatori.

Inoltre le iniziative normative portate a conclusione nel corso del 1989 realizzano all'interno dell'Istituzione quella trasparenza che essa reclama all'esterno, attraverso un processo di autolimitazione della propria discrezionalità che consente agli uffici di operare con certezza e a chi deve entrare in contatto con la Consob di attivare rapporti più sicuri e di avvalersi di procedure più spedite.

Le competenze regolamentari della Consob si sono venute ampliando nel tempo, trovando sistemazione nella legge 4 giugno 1985, n. 281, che ha delineato più ampi confini al suo potere discrezionale e le ha garantito piena autonomia dal controllo governativo nelle materie rientranti nelle sue prerogative istituzionali. Lo spazio lasciato dalla legge al suo intervento regolatore è stato interamente colmato, talvolta con l'assistenza soltanto dei principi generali dell'ordinamento e dell'interpretazione evolutiva di una disciplina legislativa spesso confusa e contraddittoria.

L'estrema variabilità dei problemi del mercato finanziario mal si presta a rigide schematizzazioni. Pertanto la norma deve prima nascere sulla base di necessità rese evidenti dalla esperienza e, una volta nata, deve trovare applicazione in modo da soddisfare le nuove esi-

genze che la pratica propone. Questo risultato può essere più facilmente ottenuto attraverso l'attività regolamentare di un organo come la Consob che, grazie al controllo esercitato sul mercato dei valori mobiliari, si trova nella privilegiata posizione di coglierne tempestivamente i problemi e, quindi, di adottare la disciplina secondaria idonea a risolverli nei modi tecnicamente più corretti, naturalmente se ed in quanto la legge lo consenta. Ciò è coerente con il processo di delegificazione che sembra realizzarsi a favore di misure regolamentari e che è auspicabile si manifesti anche nei futuri atti legislativi di riforma del mercato finanziario, in considerazione dell'elevato tecnicismo della materia e della notoria mutevolezza delle condizioni che la caratterizzano.

Il miglior esercizio di tale funzione normativa è assicurato dal fatto che l'ordinamento ha affidato alla Consob non solo o non tanto il ruolo di tutore di interessi pubblici contrapposti a interessi privati, ma di garante di interessi comuni alla collettività indistinta dei risparmiatori. Questi ultimi, infatti, assumono la veste di controparte debole nelle transazioni finanziarie e avvertono, quindi, l'esigenza di vedere bilanciata la loro tradizionale posizione di soggezione attraverso la perfetta trasparenza del mercato e la piena regolarità del suo funzionamento, di cui appunto la Consob si rende garante. L'indipendenza di cui gode consente alla Consob di realizzare il giusto equilibrio tra i suoi poteri normativi e l'autonomia dei privati su cui incidono, nella consapevolezza che quest'ultima gode di un'ampia libertà, costituzionalmente riconosciuta, e che la volontà dell'organo regolatore non deve sovrapporsi a quella dei privati, ma deve prendere forma in norme che disciplinino i procedimenti attraverso cui il privato agisce.

Il 24 maggio 1989 la Commissione ha adottato il Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori, entrato poi in vigore l'11 luglio successivo, dopo la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale (supplemento ordinario n. 48 alla G.U. del 26 giugno 1989), in sostituzione del Regolamento approvato con delibera del 19 dicembre 1984. L'esperienza acquisita in un quadriennio, maturata attraverso l'ammissione a quotazione di oltre cinquanta nuove società, aveva consentito di verificare l'insufficienza di alcune delle precedenti disposizioni: inoltre occorre attuare l'art. 20 della legge n. 281/1985, che aveva modificato la precedente norma attributiva di poteri alla Consob con riferimento alla quotazione di titoli in borsa.

Il nuovo Regolamento, dunque, si è posto l'obiettivo di porre rimedio alle carenze esistenti, assolvendo altresì il compito di dare parziale attuazione alle direttive comunitarie concernenti le condizioni per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione di borsa (n. 79/279) e le condizioni relative ai prospetti afferenti tale ammissione (n. 80/390), nonché di recepire la direttiva sul riconoscimento reciproco dei prospetti (n. 87/345). In tal modo la Consob ritiene di aver fatto tutto quanto era nelle sue possibilità per inserire la borsa italiana nel contesto dei mercati finanziari europei: misure rinnovatrici di più ampio respiro richiedono

l'intervento legislativo.

Il Regolamento sull'ammissione a quotazione contiene numerose e importanti novità che s'inseriscono nel processo di riforma del mercato ufficiale dei valori mobiliari, diretto a promuovere la più ampia tutela dei risparmiatori.

Innanzitutto si è estesa la categoria dei titoli oggetto di negoziazione borsistica attraverso la tipizzazione per regolamento dei buoni di acquisto o di sottoscrizione di titoli (cd. warrants), di cui vengono indicate le condizioni per l'individuazione e per cui viene prevista una procedura di ammissione a quotazione, adottando quindi una disciplina sostanziale e formale nonostante la mancanza di una loro previsione legislativa. L'ambito di applicazione del Regolamento è stato esteso, tra l'altro, anche ai titoli esteri e ai titoli rappresentativi di quote di capitale emessi da enti esercenti l'attività bancaria.

Particolarmente significative, poi, sono le scelte effettuate in ordine ai requisiti di ammissibilità degli emittenti e dei titoli. La Consob ha avvertito, innanzitutto, l'esigenza di interpretare in modo innovativo i requisiti di patrimonio e redditività prescritti per la quotazione in borsa, al fine di continuarli ad utilizzare come indicatori rilevanti delle effettive condizioni delle imprese cui fanno capo i titoli. Il risultato delle riflessioni compiute si è tradotto nell'accoglimento di una nozione di redditività inquadrata nel gruppo cui appartiene l'emittente i titoli e fondata su una valutazione oggettiva della situazione aziendale dinamicamente considerata, che viene cioè valutata alla luce dei risultati attuali e di quelli passati, svincolando il giudizio sia da fattori contingenti, come i componenti straordinari di reddito, che da quelli imponderabili, come le prospettive future e le previsioni di mercato. La disciplina nel suo complesso è alquanto articolata ed esprime l'intenzione di limitare il più possibile la discrezionalità della Consob attraverso l'introduzione di regole che diano certezza operativa.

Ugualmente di notevole rilievo è la presunzione di non redditività quando la gestione ordinaria è influenzata da rapporti di gruppo che non sono regolati a condizioni di mercato ovvero quando dipende dal risultato economico di una sola partecipazione in una società i cui titoli sono negoziati in un mercato regolamentato. Si è così cercato di far fronte a diffusi fenomeni che danno luogo alla costituzione di società prive di autonoma capacità reddituale e totalmente asservite alle esigenze della capogruppo, facendone scaturire come normale conseguenza la non ammissione a quotazione dei relativi titoli.

La dimensione assunta dalla concorrenza internazionale richiede uno sforzo costante di rinnovamento delle strutture d'impresa per adeguarle alle mutevoli condizioni del mercato; in tale prospettiva gli atti di riorganizzazione aziendale costituiscono uno strumento necessario per raggiungere livelli competitivi. La Consob si è perciò posta il problema delle società nuove, derivanti dai processi di concentrazione e di scorporo, che possono trovare nella borsa una naturale soluzione ai problemi di finanziamento e alle esigenze di immagine. Il favore per simili fenomeni non ha impedito la previsione di continuare ad esercitare le responsabili-

tà di competenza nella valutazione delle situazioni pregresse. Attraverso un procedimento ricostruttivo la Consob ha così ritenuto di applicare anche in questi casi gli stessi criteri utilizzati per valutare la redditività delle società che non hanno subito modifiche nell'ultimo triennio, in modo da poter formulare un apprezzamento approfondito di quanto confluisce nelle nuove società.

Il nuovo Regolamento disciplina in modo più compiuto rispetto al passato anche i requisiti previsti per i titoli e in particolare per le azioni, affrontando con disposizione generale problemi che avevano impegnato la Consob negli anni passati, come quelli posti dai vincoli concernenti i valori mobiliari, che non riguardavano tanto la loro negoziazione nel mercato quanto l'esercizio dei diritti inerenti alla posizione di socio. Si è così prescritto che il titolo quotato debba essere liberamente trasferibile e idoneo a formare oggetto di liquidazione di borsa; si è dettata, inoltre, una disciplina della diffusione dei titoli tra il pubblico esaustiva e allo stesso tempo flessibile. Nuova è poi la prescrizione secondo cui la quotazione delle azioni privilegiate è ammessa solo se sono quotate le azioni ordinarie; ciò trova il suo fondamento nella convinzione che il socio titolare delle prime, qualora sia posto nell'impossibilità di partecipare alle assemblee ordinarie attraverso l'acquisto sul mercato di titoli ordinari, subisce una grave limitazione nel potere di controllo della gestione sociale e non ha una informazione sulla società così completa come quella riservata al socio ordinario.

Va altresì segnalata l'importanza delle disposizioni concernenti la sospensione e la revoca dei titoli quotati, che hanno un preminente carattere procedurale ma che contengono anche indicazioni sostanziali. La tipizzazione delle fattispecie in cui si rendono applicabili i due istituti è pressoché inattuabile, in quanto la materia, per la eterogeneità dei casi da regolare, non si presta ad essere disciplinata da criteri rigidi. Pertanto non è possibile andare al di là di prescrizioni di carattere generale, riservando la valutazione delle specifiche situazioni alla discrezionalità tecnica della Consob, che, in linea con le esigenze di trasparenza interna, promuove e conduce l'attività istruttoria secondo un preciso iter procedimentale, portato a conoscenza del mercato.

I titoli entrano nelle borse valori quando sono presenti tutte le condizioni volute dall'ordinamento, ma non ne sono automaticamente espulsi quando qualcuno di tali requisiti si deteriora, essendo ciò connaturato all'investimento di rischio compiuto da chi acquista un titolo quotato. Ne consegue che sarebbe eccessivo ritenere i requisiti di permanenza coincidenti con quelli di ammissione. In linea orientativa si può sottolineare che la sospensione, quando è disposta per brevi periodi di tempo, assolve una funzione cautelare in presenza di anomalie nella dinamica dei prezzi, che fanno supporre l'esistenza di circostanze che possono costituire un grave pericolo per il mercato e che richiedono tempestivi accertamenti: la sospensione, inoltre, ben si adatta ai casi in cui elementi essenziali per la permanenza dei titoli in quotazione sono venuti meno, ma la situazione appare reversibile in tempi ragionevolmente brevi.

L'accertata irreversibilità di tale situazione deve portare, invece, alla definitiva cancellazione dal listino.

Infine, gli schemi di prospetto allegati al Regolamento per l'ammissione a quotazione costituiscono un punto di collegamento ideale con l'altro atto avente natura regolamentare, che disciplina la redazione dei prospetti informativi in occasione di sollecitazioni del pubblico risparmio ex art. 1/18 della legge n. 216/1974 e successive modificazioni.

Infatti, le due normative concernenti i prospetti sono caratterizzate dalla comune finalità che le informazioni in essi contenute consentano agli investitori e ai loro consulenti finanziari di valutare con fondatezza la situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'emittente i valori mobiliari destinati alla quotazione ovvero all'offerta pubblica, nonché l'evoluzione della sua attività ed i diritti connessi ai suddetti valori. La Consob non si sostituisce agli investitori nello stabilire la convenienza degli investimenti, ma interviene affinché ogni elemento utile a consentire tale valutazione venga reso pubblico mediante inserzione nei prospetti.

La Consob con delibera del 18 luglio 1989 ha adottato le «disposizioni di carattere generale concernenti la redazione dei prospetti informativi ed i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica relative ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio effettuate ai sensi dell'art. 18 sub art. 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216»; tali norme sono entrate in vigore l'11 gennaio 1990 dopo la pubblicazione nella edizione speciale del Bollettino della Consob avvenuta il 27 dicembre 1989. Esse introducono una disciplina sintetica e flessibile in un'area d'intervento di assoluta delicatezza, nella quale la Consob nei suoi quattordici anni di attività non era riuscita ad attivare strumenti regolamentari, limitandosi a dettare prescrizioni settoriali o a risolvere singole problematiche, talvolta senza il necessario coordinamento con altre misure approvate in precedenza. Nel tempo trascorso i comportamenti si erano venuti consolidando in una prassi operativa, fino a quando l'esigenza di certezza per il mercato e per la stessa Consob ha indotto a ritenere doveroso lo sforzo di dare all'esperienza maturata dignità regolamentare, dettando regole precise all'attività degli operatori finanziari e predeterminando i procedimenti attraverso cui l'Istituzione si muove.

Il risultato ottenuto consente di limitare in misura significativa la discrezionalità della Consob, e di rendere coerenti le disposizioni impartite, garantendo la chiarezza delle regole e la correttezza dei comportamenti. Si è colta l'occasione, altresì, per dare parziale attuazione alla direttiva CEE (n. 89/298) concernente il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari. Rimangono inattuati, tuttavia, alcune prescrizioni che richiedono la modifica della legislazione vigente; in particolare non è stato possibile attuare le prescrizioni della direttiva in tema di relazioni internazionali, le quali prevedono la cooperazione, talvolta la preventiva consultazione e comunque lo scambio di informazioni tra autorità nazionali preposte al con-

trollo dei prospetti relativi ad offerte pubbliche di valori mobiliari, nonché il riconoscimento automatico negli altri Stati membri del prospetto approvato in un paese della CEE.

Inoltre, va sottolineato che la revisione degli schemi di prospetto relativi ad alcune operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio e l'elaborazione di nuovi schemi per altre operazioni sono state ispirate anche dall'esigenza di realizzare una significativa semplificazione dei suddetti documenti senza peraltro nuocere all'efficacia e completezza dell'informazione da essi fornita. Si ritiene che esistano ulteriori spazi in questa direzione e tale convinzione è rafforzata dall'esperienza maturata in occasione della prima applicazione dei nuovi schemi. La qualità dell'informazione non è necessariamente collegata alla quantità e alla ripetitività delle notizie rese pubbliche, ma può essere più efficacemente realizzata attraverso una sapiente operazione di selezione e aggregazione che consenta di individuare le sole notizie veramente necessarie per indirizzare in modo consapevole i risparmiatori nelle scelte di investimento. Future iniziative dirette all'ulteriore semplificazione degli schemi di prospetto in questione avverranno naturalmente nel rispetto delle prescrizioni comunitarie.

L'attività di normazione secondaria, esplicitata dalla Consob nel corso del 1989, è stata diretta anche ad integrare la disciplina contenuta nel regolamento di attuazione della legge 289/1986 concernente la Monte Titoli. In particolare si è provveduto ad ampliare la categoria dei soggetti ammessi al sistema, al fine di ricomprendervi le società commissionarie di borsa, le società fiduciarie, le società e gli enti finanziari di cui all'art. 1/19 della legge n. 216/1974, e i Comitati direttivi degli agenti di cambio. Si è altresì provveduto ad estendere le specie di titoli accettabili in deposito, includendovi i titoli obbligazionari rimborsabili per estrazione a sorte e soprattutto i titoli di emittenti esteri. Rimane ancora irrisolto il problema dell'estensione ai titoli di stato di recente emissione, provvedimento che permetterebbe l'immediata ammissione alla quotazione ufficiale dei titoli stessi, non appena chiuse le operazioni di emissione, con il risultato di evitare la loro trattazione al terzo mercato.

Con delibera del 12 dicembre 1989 la Consob ha poi provveduto a modificare l'art. 13 del Regolamento concernente le società commissionarie ammesse agli antirecinti, al fine di semplificare la procedura di comunicazione agli interessati degli atti di contestazione preordinati alla sospensione o alla revoca dell'autorizzazione rilasciata e di consentire, in relazione alla gravità delle situazioni riscontrate, la revoca dell'autorizzazione stessa senza dover adottare un preventivo provvedimento di sospensione nei casi delineati nel primo comma della norma in esame. Le nuove disposizioni permettono alla Consob di esplicitare interventi più tempestivi e risolutivi.

Nel corso del 1989 è stato pure predisposto il nuovo Regolamento per il collocamento di valori mobiliari al di fuori della sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del collocatore (ex art. 1/18 ter della legge n. 216/1974 e successive modificazioni). Dopo un approfondito esame delle complesse problematiche proprie del

la materia e dopo un intenso e proficuo dibattito con le associazioni di categoria interessate, è stato definito un testo finale che verrà quanto prima sottoposto all'approvazione della Commissione allo scopo di pervenire alla sostituzione del Regolamento adottato nel 1985.

La questione più complessa riguarda la formulazione dell'art. 5 del vigente Regolamento concernente le modalità di conclusione dei contratti; esso ha dato luogo a molteplici discussioni, che hanno anche investito l'esistenza o meno in capo alla Consob del potere di intervenire con lo strumento regolamentare nella disciplina dei contratti dettata dal codice civile. Tra i molti importanti problemi si è valutato, tra l'altro, l'esigenza di definire in modo più puntuale i poteri della Commissione in occasione del rilascio delle autorizzazioni e di indicare con maggiore chiarezza i parametri per individuare la gravità delle violazioni ai fini dell'applicazione delle relative sanzioni. Nella prossima Relazione si provvederà ad illustrare le più rilevanti tematiche affrontate con il nuovo Regolamento di disciplina del cd. «porta a porta».

6. La quotazione in Italia dei titoli esteri

Il nuovo Regolamento sull'ammissione dei titoli alla quotazione in borsa prevede e disciplina anche l'ammissione dei titoli esteri. Ciò non è di per sé sufficiente a dare inizio a contrattazioni borsistiche di titoli emessi all'estero, ma costituisce una necessaria condizione preliminare perché questo risultato possa concretamente realizzarsi, in quanto risolve definitivamente la questione della astratta possibilità per le società estere di vedere quotati i propri titoli nelle borse italiane. Dopo l'adozione del Regolamento in questione si è proficuamente lavorato per superare anche gli ulteriori ostacoli giuridici.

Il primo di essi era rappresentato dalle difficoltà frapposte alla liquidazione delle negoziazioni relative a titoli esteri, derivanti, tra l'altro, dai prevedibili conflitti tra la legge italiana e quella propria degli emittenti esteri, soprattutto per i profili relativi alle forme e agli effetti della girata. La possibilità di avvalersi a tal fine della Monte Titoli ha però consentito di risolvere il problema. Con delibera della Commissione del 29 agosto 1989 è stato così introdotto nel regolamento di attuazione della legge 19 giugno 1986, n. 289, un apposito nuovo capo (II), intitolato «subdeposito accentrato di titoli di emittenti di diritto estero», che è diretto ad assicurare l'agevole esecuzione delle operazioni relative a tali valori grazie al loro accentramento presso la Monte Titoli.

La nuova disciplina individua, innanzitutto, i titoli esteri che possono formare oggetto dell'amministrazione accentrata, includendovi anche i valori mobiliari che vengono collocati tra il pubblico ai fini della loro ammissione alla quotazione nei mercati italiani. Quest'ultima previsione risponde ad inderogabili esigenze di funzionamento del mercato, in quanto il collocamento presso il pubblico comporta la possibilità di immediate negoziazioni, che non potrebbero essere eseguite in modo sicuro e tempestivo senza il preventivo accentramento alla

Monte Titoli dei valori mobiliari in questione

Il nuovo Regolamento ha inteso altresì garantire ai depositanti l'esercizio tramite la Monte Titoli dei diritti patrimoniali relativi ai valori mobiliari esteri accentrati presso di essa, mentre per quanto concerne i diritti di natura amministrativa è prevista soltanto la possibilità per la Monte Titoli di stipulare a tal fine apposita convenzione con soggetti esteri, fermo restando naturalmente la facoltà per il titolare di esercitare direttamente tali diritti. L'impostazione seguita considera i titoli della specie essenzialmente quale mero oggetto di scambio nel mercato, nel presupposto che l'investitore italiano non avrà interesse a partecipare alla vita sociale, ma soltanto vorrà trarre i benefici economici derivanti dall'acquisto dei titoli stessi.

Altra questione di non minor conto era costituita dalla constatazione che in numerosi ordinamenti esteri il regime di circolazione delle azioni era prevalentemente al portatore, mentre la nostra legislazione impone la nominatività per le azioni delle società con sede in Italia (art. 1 della legge 9 febbraio 1942, n. 96, e art. 74 del D.P.R. 29 settembre 1973, n. 600). Si è peraltro rilevato che la lettura strettamente testuale delle norme predette non consente di estendere simile obbligo anche alle azioni di società straniere circolanti in Italia e che né le ragioni di ordine tributario né le esigenze di trasparenza sembrano sufficienti per giustificare un'applicazione delle disposizioni in questione che vada oltre il preciso dato letterale.

Per quanto riguarda le motivazioni fiscali va considerato che da parte dello stesso legislatore vi è stata una sostanziale limitazione dell'ambito applicativo della nominatività obbligatoria.

Innanzitutto le direttive fondamentali che avevano ispirato i provvedimenti legislativi del biennio 1941-1942 sembrano essere sovvertite dalla successiva legge 29 dicembre 1962, n. 1745, che attribuisce la legittimazione alla riscossione del dividendo e all'intervento in assemblea al possessore del titolo di credito in base a una serie continua di girate, instaurando in tal modo un regime di circolazione delle azioni più vicino a quello dei titoli all'ordine che non a quello dei titoli nominativi.

In secondo luogo l'esigenza di imporre la nominatività per assicurare la progressività dell'imposta sui redditi da capitale è stata in pratica ripetutamente smentita dallo stesso ordinamento tributario, che con frequenza ha introdotto forme di ritenuta a titolo d'imposta, come nel caso della cd. «cedolare secca» ovvero della tassazione dei redditi prodotti dalle azioni di risparmio.

In terzo luogo l'accertamento dei percettori di dividendi per fini fiscali non richiede necessariamente la nominatività obbligatoria dei titoli azionari, ma può essere ugualmente realizzato con sistemi alternativi, come giustamente si afferma nel rapporto sulla «Ricchezza finanziaria, debito pubblico e politica monetaria», redatto nel 1987 dalla Commissione di studio istituita presso il Ministero del tesoro.

Per quanto poi riguarda i profili di trasparenza della proprietà azionaria ai fini di disci-

plina dei controlli societari può osservarsi che la nominatività obbligatoria rappresenta uno strumento per un verso insufficiente e per altro verso superato. La nominatività cartolare, infatti, non garantisce una piena trasparenza della proprietà, considerato che l'iscrizione nel libro soci costituisce un onere e non un obbligo, che le partecipazioni indirette sfuggono al vaglio e che la consultazione del libro soci è permessa agli azionisti ma non a tutti gli interessati. Inoltre, con gli artt. 4 bis e 5 della legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modificazioni è stato introdotto, per le società con azioni quotate in borsa, un meccanismo consistente nella comunicazione delle partecipazioni rilevanti alla Consob e alla stessa società partecipata, più efficace dell'istituto in esame e che funziona a prescindere dalla iscrizione nel libro soci.

Per tali ragioni si è pervenuti alla conclusione che la prescrizione della nominatività obbligatoria delle azioni riveste certamente carattere imperativo per le società italiane, ma non assurge a principio generale dell'ordinamento. Ne consegue che l'ammissibilità a quotazione di azioni al portatore di società estere non è impedita da ragioni di ordine pubblico ed anzi è resa necessaria dagli impegni assunti in sede comunitaria, al fine di pervenire alla completa integrazione dei mercati finanziari dei paesi membri della CEE.

Da ultimo la Consob ha approvato, all'inizio del febbraio appena decorso, il nuovo regolamento dei servizi e delle condizioni contrattuali della Monte Titoli, allo scopo di adeguarlo alle modifiche apportate al nuovo Regolamento, approvato il 29 agosto 1989 dalla Commissione. In particolare sono stati introdotti tutti gli adattamenti collegati alla prescritta accentrabilità al sistema dei titoli esteri emessi alla quotazione nelle borse valori italiane.

Numerose società estere di grande prestigio internazionale hanno già manifestato alla Consob il loro concreto interesse ad una possibile quotazione in Italia dei titoli da esse emessi. Peraltro le differenze legislative rispetto agli ordinamenti stranieri creano spesso problemi non facilmente risolvibili e talvolta gli obblighi imposti dalla legge italiana non riscuotono un consenso incondizionato.

La Consob — al fine di superare le difficoltà che gli emittenti esteri potrebbero incontrare nell'osservare le disposizioni italiane — si è riservata la possibilità, nell'art. 7 del Regolamento sull'ammissione a quotazione, di stabilire per gli emittenti stessi modalità e termini speciali per gli adempimenti informativi sanciti dall'art. 1/4 della legge n. 216/1974. Ne consegue che, contestualmente al provvedimento di ammissione, potrà essere dettata una specifica disciplina delle comunicazioni in questione, tenuto conto dei vincoli posti all'emittente estero dall'ordinamento di origine.

Rimane peraltro aperto il problema dell'applicazione agli emittenti esteri dell'art. 1/5 della legge n. 216/1974, nella parte in cui viene imposto alle «società con azioni quotate in borsa» l'obbligo di comunicare le partecipazioni possedute sia in via diretta sia indirettamente, che siano superiori al 10% del capitale di società per azioni non quotate o di società a responsa-

bilità limitata. Infatti questo adempimento informativo non trova riscontro in ordinamenti stranieri, per cui le società con sede all'estero, il più delle volte strutturate in forme molto complesse, non sono organizzate per soddisfare l'obbligo in questione. C'è inoltre da osservare che l'art. 1/5 nella sua formulazione letterale non fa riferimento alle partecipazioni possedute all'estero da società estere quotate nelle borse italiane. Ne deriva un problema interpretativo di particolare difficoltà e complessità, tanto più che la Consob ha ritenuto che l'obbligo di comunicazione vincola le società italiane anche per le partecipazioni acquisite all'estero.

Per favorire l'accesso di titoli esteri alla nostra borsa valori su basi di assoluta certezza normativa, sarebbe pertanto auspicabile che la legge consentisse alla Consob di autorizzare gli emittenti stranieri a derogare alle prescrizioni in materia informativa del citato art. 1/5, tenuto conto del regime giuridico vigente nello stato in cui essi hanno sede e del trattamento riservato in quest'ultimo ordinamento agli emittenti esteri con titoli quotati nelle borse locali. L'importanza e l'attualità dell'obiettivo perseguito da una simile disposizione inducono a ritenere opportuna l'adozione attraverso l'inserimento in uno dei disegni di legge in materia finanziaria all'esame del Parlamento.

Come accennato in precedenza, il problema della quotazione dei titoli esteri nelle borse italiane ha trovato spazio per provvedimenti atti a costituire le condizioni preliminari per la concreta realizzazione.

Poter iscrivere nel listino delle borse italiane anche valori stranieri di indiscusso prestigio costituisce un evento qualificante per il nostro mercato.

L'introduzione sul mercato borsistico nazionale di titoli esteri può avere due momenti operativi:

- un'offerta pubblica di vendita (finalizzata alla quotazione) di titoli già quotati all'estero o non ancora quotati;
- l'iscrizione al listino italiano di titoli esteri già quotati nel loro paese di origine e/o in altre nazioni all'estero.

L'OPV, fatte salve tutte le prerogative concernenti la disciplina prevista dall'art. 18, sub 1, della legge n. 216/1974, avrebbe lo scopo di costituire un «pacchetto italiano» di titoli destinato a creare un flottante locale e, attraverso il loro deposito presso la Monte Titoli S.p.A., ad essere negoziato sui mercati nazionali, con quotazioni che rifletterebero anche l'andamento dei corsi delle altre borse estere di quotazione.

Un altro modo per introdurre valori esteri sul mercato italiano potrebbe essere costituito dalla iscrizione pura e semplice del titolo sul listino, nello spirito di una normale estensione della quotazione da una borsa all'altra, imponendo all'emittente di porre a disposizione del mercato — in lingua nazionale — tutte le informazioni necessarie e lasciando agli operatori, ed ai loro arbitraggi, il ruolo di livellatori-compensatori fra più mercati.

Non sembra tuttavia che, per poter garantire la regolarità del mercato ed il regolare svol-

gimento della liquidazione dei contratti, possa prescindere, almeno in una prima fase, dalla preventiva costituzione sul mercato nazionale di una quantità minima di «flottante» attraverso una operazione di offerta; ciò senza trascurare che i flussi operativi esistenti fra i diversi mercati potranno rendere più agevole il consolidarsi di un grado di diffusione dei titoli adeguato. Questa situazione è stata, del resto, tenuta ben presente nel nuovo Regolamento di ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale, laddove, all'art. 13, si prevede appunto che, per i titoli esteri, il requisito del «flottante» può essere valutato dalla Commissione tenendo conto della quotazione dei titoli stessi presso le altre borse estere.

Un'altra esigenza, anch'essa conseguente alla trattazione dei titoli su più mercati, riguarda l'opportunità di rendere il più possibile omogenei i ritmi delle liquidazioni agli standards del settlement internazionale, assegnando alla Monte Titoli S.p.A. il ruolo di stanza di compensazione in conto titoli, anche per le transazioni che si svolgono fra più mercati.

In questo senso, un altro aspetto critico della quotazione in Italia dei titoli esteri riguarda l'organizzazione del sistema di custodia e amministrazione accentrata presso la Monte Titoli S.p.A. per essi previsto. Le recenti integrazioni ai regolamenti di attuazione della legge n. 289/1986 hanno quindi inteso rendere il più possibile funzionali le modalità di gestione dei titoli esteri, soprattutto per quanto attiene all'esercizio dei diritti da parte degli azionisti interessati. Questo risultato è stato favorito prevedendo la possibilità per la Monte Titoli S.p.A. di stipulare convenzioni con organismi esteri ed altri sistemi esteri di gestione accentrata dei valori mobiliari, per mantenere in deposito presso di essi i titoli quotati in Italia ed evitarne così il trasferimento materiale in occasione del pagamento dei dividendi e dell'esercizio di altri diritti sociali.

La vigente disciplina però non prevede condizioni di reciprocità con gli organismi esteri analoghi alla Monte Titoli S.p.A., nel senso cioè che questi ultimi non sono ancora abilitati a detenere direttamente presso la Monte Titoli stessa i titoli di emittenti nazionali, quotati nelle borse italiane, di pertinenza di investitori esteri. Un'abilitazione in tal senso, che evidentemente favorirebbe l'instaurarsi dei rapporti necessari alla Monte Titoli per l'accentramento dei titoli esteri, presuppone infatti un adattamento dei principi recati dalla legge n. 289/1986 alle situazioni presenti presso i singoli sistemi di accentramento esteri, da attuarsi con apposita disciplina regolamentare emanata dalla Consob d'intesa con la Banca d'Italia. Pertanto, la materia, che riveste grande importanza ai fini dell'ampliamento dei titoli esteri quotati, formerà quanto prima oggetto di apposita regolamentazione.

7. Amministrazione di titoli da parte delle commissionarie ammesse in borsa — La legge 23 novembre 1939 n. 1966 e la riserva di attività a favore delle fiduciarie

Il Regolamento n. 3267, deliberato dalla Consob il 23 febbraio 1988, concernente l'ammissione di società commissionarie negli antirecinti delle borse valori, stabilisce che nell'og-

getto sociale esclusivo di tali società è compresa «l'esecuzione di mandati ad amministrare valori mobiliari» e «la prestazione di consulenze per investimenti in valori mobiliari».

Tale previsione regolamentare è stata sottoposta a considerazioni critiche, in quanto si è osservato che l'esigenza di stabilità del sistema di intermediazione finanziaria deve portare alla più rigorosa interpretazione della legge 23 novembre 1939, n. 1966; ciò imporrebbe di ricondurre alla riserva di attività prevista per le società fiduciarie ogni servizio non occasionale di amministrazione di valori mobiliari per conto altrui, realizzando in pratica il monopolio di una particolare categoria imprenditoriale in un rilevante settore dell'intermediazione mobiliare. Si è inoltre osservato che la consulenza prestata dalle suddette commissionarie si pone in contrasto con l'art. 2 della legge 23 novembre 1939, n. 1815, secondo cui è vietato costituire e gestire società che abbiano lo scopo di effettuare «prestazioni di ... consulenza in materia ... commerciale, amministrativa, contabile o tributaria».

La Consob ha già avuto modo, in ripetute occasioni, di esprimere l'avviso che la «riserva» di cui alla legge n. 1966/1939 deve intendersi limitata alle attività di amministrazione svolte in virtù di un contratto che prevede l'intestazione fiduciaria (*pactum fiduciae*) e legittima l'appartenenza al fiduciante del bene oggetto di negoziazione in proprio nome da parte del fiduciario. Ciò, tra l'altro, è anche più consono alle esigenze di un moderno mercato mobiliare e agli orientamenti emergenti in sede comunitaria, volti a favorire intermediari poli-funzionali e condizioni di concorrenza tra gli operatori.

Nell'istituto della fiducia vi è una scissione tra intestazione da un lato ed effettiva proprietà dall'altro. Tale scissione, non potendosi configurare con certezza per ogni tipo di bene, è comunque ammessa per i titoli di credito, nei quali è individuabile un titolare dei diritti in certi casi distinto dal legittimato (nelle forme cartolari) all'esercizio dei diritti stessi (arg. ex art. 1992 c.c.).

Queste considerazioni sembrano confermate da una serie di interventi legislativi preoccupati di impedire possibili abusi dell'istituto. Si pensi all'art. 1, ultimo comma, del R.D. 29 marzo 1942, n. 239, sulla nominatività obbligatoria dei titoli azionari, laddove dispone che le società fiduciarie «che abbiano intestato a proprio nome titoli azionari appartenenti a terzi sono tenute a dichiarare la generalità degli effettivi proprietari dei titoli stessi»; o ancora agli artt. 4 bis, secondo comma, e 5, terzo comma, n. 3 della legge 7 giugno 1974, n. 216, nonché all'art. 13 della legge 23 marzo 1983, n. 77, volti ad assicurare alla Consob la conoscibilità dei reali assetti azionari.

Può aggiungersi che la fiducia c.d. dinamica ed in particolare l'utilizzazione dello strumento della società fiduciaria per operazioni di compravendita di titoli azionari era del tutto estranea alla legge del 1939. Inoltre al sistema di quella legge era estraneo il principio della riserva alle società fiduciarie della gestione di patrimoni mobiliari, tanto è vero che il problema della riserva di attività veniva da quella legge considerato, ai fini di doverosa eccezione,

solo per l'attività di consulenza, cioè per attività proprie di professionisti e non di società commerciali. La legge del 1939 non si poteva del resto porre un problema, quale quello della negoziazione di titoli, disciplinato in altre leggi ed esercitato fin da allora da altri soggetti e non dalle società fiduciarie.

Le conseguenze dell'accoglimento della tesi illustrata dalla Consob sono in sintonia con l'esigenza di assicurare condizioni di parità e di effettiva concorrenza tra intermediari nel mercato mobiliare. Si avrebbero da un lato le società fiduciarie, cui si rivolgerebbero i risparmiatori interessati ad una gestione di patrimoni che sulla base di accordi interni assicurano la riservatezza della effettiva proprietà attraverso l'intestazione fiduciaria, e dall'altro soggetti diversi (banche in primis, ma anche commissionarie, agenti di cambio ecc.) legittimati a svolgere attività di gestione personalizzata senza ricorrere a detta intestazione, e salva sempre l'applicabilità, ricorrendone i presupposti, della normativa in tema di sollecitazione del pubblico risparmio.

Tale soluzione rispecchia inoltre una realtà consolidata in cui l'attività di gestione di patrimoni mobiliari delle aziende ed istituti di credito è riconosciuta lecita dalla stessa Banca d'Italia che ha impartito istruzioni in proposito.

D'altra parte non possono trascurarsi le obiettive difficoltà che si presentano nell'individuare i casi in cui dall'esecuzione di ordini con margini di discrezionalità per l'intermediario possa sconfinarsi nell'esercizio di un vero e proprio mandato ad amministrare, posto che nella prassi operativa gli ordini vengono per la maggior parte conferiti verbalmente e che l'unico documento scritto, costituito dal fissato bollato, viene intestato direttamente al cliente per ogni singola operazione ed a questi trasmesso tanto nel caso della gestione, quanto in quello della mera esecuzione di un ordine.

Può quindi concludersi che, almeno allo stato della normativa, risulta impossibile distinguere quando intermediari in valori mobiliari, come agenti di cambio, commissionarie ammesse agli antirecinti, commissionarie in titoli e finanziarie di vario tipo, stiano operando sulla base di ordini non scritti che contemplino per loro un certo margine di discrezionalità e quando invece operino in base ad un vero e proprio mandato, anche non scritto, ad amministrare beni.

Quanto poi alla dizione utilizzata nell'art. 2, primo comma, lett. b) del Regolamento ai fini della definizione dell'oggetto sociale delle società commissionarie ammesse agli antirecinti delle borse valori, può rilevarsi che tutti gli intermediari hanno la necessità di custodire e amministrare i titoli acquistati per i loro clienti all'interno di un normale rapporto di commissione, svolgendo un servizio analogo al deposito di titoli in amministrazione di cui all'art. 1838 c.c..

In definitiva «l'esecuzione di mandati ad amministrare valori mobiliari» è da considerarsi strumentale rispetto alla commissione in titoli che costituisce l'oggetto fondamentale dell'at-

tività delle società di cui si discute.

In ragione di quanto esposto la Commissione non richiede, ai fini dell'ammissione di società commissionarie agli antirecinti di borsa, la preventiva autorizzazione del Ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato di concerto con il Ministro di grazia e giustizia, prevista dalla legge 1966/1939.

Anche la prestazione di consulenza per investimenti in valori mobiliari o per l'emissione degli stessi e, più in generale, la prestazione di servizi nel settore della finanza aziendale va considerata attività strumentale al rapporto tipico di commissione. La società commissionaria cui fosse precluso di consigliare il cliente sugli investimenti da effettuare si troverebbe infatti in gravi difficoltà nell'assumere i mandati di acquisto o di vendita.

Si consideri peraltro che il divieto sancito dall'art. 2 della legge n. 1815/1939 riguarda l'erogazione da parte di enti societari di prestazioni professionali che siano demandate dalla legge esclusivamente a professionisti iscritti negli appositi albi.

Pertanto, né la consulenza per l'investimento o l'emissione di valori mobiliari né i servizi in materia di finanza aziendale, fra cui assume carattere pressoché esclusivo l'organizzazione e la partecipazione a collocamenti azionari ed obbligazionari, sono riservati ad una determinata categoria professionale. In particolare simili attività non rientrano tra le prerogative delle professioni del dottore commercialista o del ragioniere e perito commerciale, come si evince dall'art. 1 del d.P.R. 27 ottobre 1953, n. 1067, e dall'art. 1 del d.P.R. 27 ottobre 1953, n. 1068, nonché dai decreti ministeriali in materia di onorari delle categorie citate.

In conclusione si ribadisce il convincimento che il Regolamento in questione non si pone in contrasto con le norme di legge vigenti e rispecchia nella sostanza le linee evolutive della legislazione in materia di intermediari mobiliari.

8. La riforma del mercato ristretto

La Consob ha più volte affrontato il tema della necessità dell'ampliamento qualificato e del funzionamento efficiente del mercato ristretto. Il mercato ristretto è stato inteso come mercato specializzato rispetto al mercato principale nella trattazione dei titoli cosiddetti sottili, aventi una capitalizzazione e un flottante inferiori rispetto a quelli delle imprese quotate sul mercato principale.

Si tratta di una distinzione che trova le sue ragioni nella presenza di un tessuto fitto di piccole e medie imprese, che per crescere possono necessitare di un apporto di capitale di rischio per il finanziamento dei propri investimenti.

In linea di principio, il mercato ristretto dovrebbe svolgere, come anche si legge nella relazione Consob che motiva la riforma del febbraio 1987, essenzialmente tre funzioni:

- essere un mercato promozionale destinato a società in fase di espansione;
- favorire e preparare l'accesso al mercato principale attraverso un periodo di acclima-

tamento;

— operare come canale di finanziamento per imprese a carattere locale e regionale.

Nelle intenzioni del regolamentatore, il mercato ristretto doveva quindi essere disegnato su misura per quelle società di medie dimensioni, caratterizzate da forti potenzialità espansive, limitate però da uno scarso apporto di capitale di rischio da parte della struttura proprietaria, di natura essenzialmente familiare.

Agli interventi regolamentari della Commissione al fine di facilitare lo sviluppo di questo mercato non sono però seguiti i risultati auspicati. La grande distanza che, particolarmente nel caso delle medie e piccole imprese, oggi intercorre tra ricchezza della struttura imprenditoriale e atrofia del ricorso diretto al mercato finanziario, testimonia di un'anomalia che trova le sue ragioni nella attuale organizzazione dei flussi finanziari, forse in fattori fiscali, oltre che in un forte ritardo culturale verso le problematiche del mercato. Così mentre da più parti sembra avvertita l'esigenza di rafforzare la rete finanziaria del capitale di rischio per le imprese minori, occorre constatare che permane la separatezza tra finanziamento prevalentemente creditizio delle piccole e medie imprese e sistema finanziario del capitale di rischio che in Italia si indirizza quasi esclusivamente verso le grandi e grandissime imprese.

Per quanto concerne le piccole e medie imprese, il mercato ristretto si caratterizza attualmente per la presenza di pochi titoli, scambi ridotti e quindi prezzi spesso poco significativi. Sino ad oggi gli interventi della Consob sono stati tesi a rendere sempre più agevoli le procedure di collocamento e di ammissione alla negoziazione. A giudizio di attenti osservatori i margini per ulteriori interventi di regolamentazione che correggano anomalie proprie del mercato sono ormai molto limitati. In termini di requisiti di ammissione, di flottante, di procedure contrattuali gli alleggerimenti e le possibilità di deroghe non hanno evitato risultati purtroppo sempre deludenti.

In sede parlamentare è in discussione alla Camera, dopo l'approvazione del Senato, un disegno di legge sulla modifica della disciplina delle azioni delle banche popolari. Si tratta di un provvedimento che può senz'altro favorire un ampliamento degli scambi su questo importante segmento del mercato ristretto e per il quale la Consob auspica una rapida conclusione dell'iter parlamentare. Anche questo disegno di legge non può però risolvere il problema centrale dell'indifferenza da parte del pubblico dei risparmiatori.

Tra mercato principale e mercato ristretto, tra titoli guida e titoli sottili, dovrebbe esistere una complementarità che favorisca l'allargamento e il completamento dei mercati finanziari. La natura della relazione tra i mercati non riguarda solo il sistema delle regole, ma soprattutto le scelte degli investitori, ed in particolare le opportunità di diversificazione del rischio. Questa constatazione spinge alla riflessione sui nodi teorici proposti dallo sviluppo di un mercato dei titoli delle aziende di dimensione medio-piccola.

Non esiste ancora una cultura del mercato che porti a valutare le prospettive di crescita

medio-lunghe, il grado di rischio connesso con la dimensione e l'età dell'impresa, la sua appartenenza o meno ad un gruppo, tutti elementi sulla base dei quali dovrebbero formarsi le decisioni di investimento dei risparmiatori e degli investitori istituzionali. Per comprendere meglio il ruolo di un mercato specializzato in titoli di aziende di dimensioni mediamente minori di quelle delle società quotate alla borsa valori, si deve riflettere sul fatto che un mercato dei titoli rappresentativi di imprese di medie dimensioni contribuisce ad ampliare la frontiera dell'investimento sotto il profilo del rapporto rischio-rendimento. Così per l'investitore, individuale o istituzionale, la presenza di titoli di aziende minori, ma quotati su un mercato regolamentato e sufficientemente liquido, può offrire una utile opportunità di articolare il portafoglio e quindi essere premiata da un flusso di investimenti adeguato all'equilibrio di un portafoglio diversificato.

Se si vogliono analizzare invece i comportamenti dell'imprenditore piccolo e medio circa la convenienza ad utilizzare il collocamento azionario diffuso e la quotazione sul mercato ristretto come strumento per il consolidamento patrimoniale della società e per il finanziamento degli investimenti, è necessario cominciare a confrontare i costi e benefici del collocamento e della quotazione con quelli connessi con gli altri strumenti di finanziamento. In particolare, deve essere valutata la misura dei costi — stima peritale, redazione del prospetto, osservanza degli obblighi di pubblicità e di trasparenza — rapportandola ai benefici che derivano alla società dalla quotazione stessa, in termini di afflusso di nuove risorse finanziarie, diversificazione delle forme di finanziamento, pubblicità e riconoscimento esterno. Per quanto concerne i costi, sempre fatte salve le essenziali esigenze di tutela degli investitori in materia di trasparenza, sono auspicabili interventi a tutti i livelli per rendere meno onerosa l'operazione di collocamento e di ammissione alla negoziazione promuovendo così l'efficienza strutturale del mercato. L'esempio delle riforme adottate con successo in altri paesi sarà certamente di stimolo.

Nel valutare il rapporto tra medie imprese e mercato dell'intermediazione finanziaria, riflettendo sui processi decisionali che determinano le scelte di finanziamento aziendale e privilegiano ora il capitale proprio ora il credito bancario, ora il capitale di rischio, bisogna tenere conto che proprio durante la prima metà degli anni ottanta il mercato dell'intermediazione finanziaria ha subito modifiche profonde. Sia il miglioramento dell'autofinanziamento, sia l'emissione di azioni e di attività finanziarie a queste succedanee, come le obbligazioni convertibili e i warrants, hanno riguardato principalmente le imprese di grande dimensione. A seguito di questa tendenza, le grandi imprese hanno espresso una domanda di fondi al sistema creditizio più contenuta che in passato, grazie al processo di ristrutturazione reale e finanziaria ed alla possibilità di ricorso ad altre fonti, in particolare al capitale di rischio.

Risulta invece che le piccole imprese hanno ampliato la loro dipendenza dall'indebitamento bancario: appaiono quindi cresciuti i vincoli finanziari imposti all'espansione delle im-

prese industriali minori. È proprio in considerazione di questa evoluzione del mercato finanziario che il problema dell'accesso delle imprese medio-piccole al capitale di rischio si pone in maniera più stringente. La struttura di un mercato ristretto capace di essere polo di attrazione per le imprese minori che hanno necessità di un flusso più consistente di finanziamento di rischio per i propri investimenti si presenta perciò come un problema prioritario. Esso rappresenta, inoltre, un passaggio indispensabile rispetto alla costituzione o al rafforzamento di intermediari specializzati nella partecipazione al capitale delle medie e piccole imprese, quali le banche d'affari, i fondi chiusi, o il venture capital. Senza la presenza di un mercato in grado di diventare un catalizzatore per le imprese medio-piccole e uno sbocco possibile per gli immobilizzi assunti in esse dagli intermediari, diventa molto più difficile immaginare la formazione di una equilibrata struttura di intermediazione finanziaria del capitale di rischio per le imprese minori.

In sintesi, la formazione di un mercato finanziario per le imprese minori, al fine di ridurre la dipendenza eccessiva di questi soggetti dal circuito del credito, può risultare possibile solo nel caso in cui vengano individuati gli strumenti attraverso i quali definire da un lato in modo esplicito la specializzazione di questo mercato rispetto al listino principale, e migliorare dall'altro il suo grado di efficienza.

Al fine di contribuire allo sviluppo del dibattito sulla possibile riforma del mercato ristretto la Commissione presenta di seguito alcune riflessioni tecniche di carattere preliminare.

1) Individuazione della linea di confine tra i concetti di mercato ristretto e mercato locale

Il mercato locale può essere inteso sia come un centro di contrattazione geografico, sul quale si scambia qualsiasi tipo di valore mobiliare, sia come un centro di contrattazione specializzato, riservato alla contrattazione di titoli locali non quotati su altri mercati ufficiali. Esso può quindi configurarsi come una articolazione periferica di un circuito nazionale di intermediazione o come un mercato autonomo di circolazione di strumenti finanziari che altrimenti non troverebbero sbocchi soddisfacenti.

Tuttavia, poiché la costituzione di un mercato richiede una massa critica di attività che giustifichi l'investimento nella creazione di infrastrutture e poiché la tendenza generale ad ogni livello è verso una sempre maggiore integrazione di tutti i mercati ci si deve chiedere se non sarebbe opportuno concentrare lo sforzo verso la formazione di un unico mercato nazionale nel quale siano trattati i titoli delle piccole e medie imprese.

Per quanto concerne l'aspetto dell'efficienza del mercato stesso occorre sottolineare che qualsiasi connotazione localistica del mercato, se essa significasse dimensione ridotta e scambi rarefatti, difficilmente consentirebbe di raggiungere adeguati livelli di efficienza con riferimento al costo dell'intermediazione sia sul segmento primario sia su quello secondario.

2) Caratteristiche specifiche di un mercato dei titoli di aziende medie e piccole

Le innovazioni tecnologiche applicate ai mercati finanziari hanno sicuramente determinato le condizioni per una semplificazione delle procedure di contrattazione e per la riduzione del costo dell'intermediazione. Occorre quindi verificare l'impatto tecnologico differenziale che si è venuto a creare tra tipologie diverse dei mercati, per cercare di individuare i margini di miglioramento di efficienza che è possibile ottenere da una applicazione più diffusa delle innovazioni tecnologiche ai secondi mercati.

In particolare, anche alla luce della problematica peculiare posta dalla contrattazione di titoli di aziende medio-piccole, vanno valutati attentamente gli aspetti della trasparenza nella formazione dei prezzi, del grado di volatilità delle quotazioni e del volume delle contrattazioni. La riflessione dovrà quindi incentrarsi sulle forme di mercato più opportune e sui problemi tecnici specifici la cui risoluzione potrebbe favorire la liquidità di investimenti altamente specializzati.

3) Ruolo dell'intermediazione finanziaria

La costituzione di una rete di intermediari specializzati nella partecipazione al capitale di rischio delle imprese di nuova formazione o di dimensioni minori appare indispensabile se si vuole favorire lo sviluppo e la crescita di queste aziende e la loro progressiva apertura verso forme di proprietà azionaria più diffusa. Tra gli strumenti individuati a questo fine alcuni aspettano una tipizzazione legislativa, come i fondi chiusi, mentre altri, come le banche d'affari, sono già operanti.

Si è sostenuto nella Relazione annuale per il 1988 che: «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». La strada maestra per detta liquidazione rimane la quotazione della società sul mercato mobiliare. Appare evidente la naturale continuità tra un iniziale ruolo di promozione di una società da parte di un intermediario specializzato e una successiva attività di «sponsor ufficiale» della società nella fase di approdo ai mercati organizzati.

L'intermediario che ha seguito lo sviluppo della società e eventualmente guidato il collocamento del titolo potrebbe mantenere, in seguito, una posizione attiva sul mercato secondario. Naturalmente, sarebbe proprio la quotazione del titolo su un mercato organizzato a garantire la trasparenza dei prezzi, ad aumentare la liquidità, e in presenza di un'adeguata regolamentazione dei comportamenti, a controllare i possibili conflitti di interesse.

4) Complementarità tra borsa valori e mercato ristretto

L'esistenza del mercato ristretto deve essere messa in relazione con le regole che determi-

nano il funzionamento del mercato principale. Si consideri ad esempio il caso del nuovo Regolamento di ammissione a quotazione approvato dalla Consob nel corso dell'anno. Il Regolamento prevede la possibilità di ammettere alle negoziazioni nel mercato ristretto i titoli revocati dal listino principale. Questa possibilità può essere letta in un'ottica molto diversa: da un lato può rendere più spesso il mercato ristretto, inserendovi titoli che ne diversificano le opzioni di investimento e rilanciando così il suo ruolo di mercato confinante con la borsa valori. Dall'altro può dare vita alla preoccupazione, pure avanzata da qualche osservatore, che il mercato ristretto divenga un contenitore di titoli problematici del mercato principale, rendendo ancora più asfittiche le transazioni e più incerte le prospettive di crescita.

Deve essere però chiaro che la prima è l'opzione perseguita dalla Commissione: il mercato ristretto può svolgere una utile funzione di acclimatemento o di ri-acclimatemento per titoli per i quali mutamenti economici nell'andamento aziendale, negli assetti societari o nel gruppo di controllo abbiano reso necessaria la revoca dalla borsa valori, ma solo per quei titoli per i quali sia possibile, e quindi utile, mantenere ai risparmiatori una sede ufficiale in cui è preservata la liquidità dell'investimento.

5) Scelta tra la quotazione alla borsa valori o al mercato ristretto

Infine, un'analisi specifica merita la questione della scelta tra la quotazione al listino principale o al mercato ristretto. Su questo punto è stato suggerito che in alcuni casi la Consob non avrebbe dovuto favorire o addirittura permettere la quotazione diretta alla borsa valori di aziende che per dimensione e flottante avrebbero potuto meglio figurare nel mercato ristretto. Ma il punto fondamentale è che la Consob non deve e non può entrare nelle scelte specifiche degli operatori se non per mezzo della definizione di procedure ufficiali e generali sulla base delle quali essi agiscono secondo le proprie convenienze. Una volta fissati i requisiti per la quotazione nell'uno o nell'altro mercato regolamentato saranno proprio la differenziazione tra i mercati e le loro caratteristiche di operatività a delineare la scelta e la convenienza degli emittenti dei titoli a rivolgersi all'uno o all'altro mercato, proprio come è la valutazione delle proprie convenienze economiche ad ispirare le scelte dei risparmiatori.

In conclusione, un nuovo intervento riformatore per il mercato ristretto appare necessario. L'ampiezza del divario tra l'attuale stato del mercato ristretto e le potenzialità economiche e finanziarie delle imprese medie e piccole in Italia lascia ritenere che solo una riforma radicale, capace di incidere tanto sulle carenze della offerta che su quelle della domanda, può avere un esito adeguato ai compiti teoricamente assegnabili a questo comparto del mercato mobiliare. L'Autorità di vigilanza auspica e si adopererà affinché su queste tematiche si sviluppi una approfondita discussione con gli operatori e le istituzioni interessate al rilancio del mercato ristretto.

9. L'offerta pubblica di acquisto e la regolamentazione del mercato del controllo societario

La necessità di approfondire la riflessione sul tema dell'offerta pubblica di acquisto (OPA) e di scambio (OPS) e di analizzare i punti di contatto e le dissonanze tra i progetti legislativi in corso di elaborazione in sede nazionale e comunitaria, impongono alla Consob di ritornare ancora una volta sull'argomento.

Per valutare le modalità di passaggio del controllo societario attualmente in uso sul nostro mercato, è opportuno ricordare alcune caratteristiche dell'assetto proprietario delle società quotate. Come è noto, in Italia sono rare le public companies nel senso anglosassone del termine, la maggior parte delle società quotate essendo controllate da gruppi familiari, sia direttamente che tramite metodi indiretti, quali l'uso di strutture di holding piramidale od il ricorso a sindacati di controllo. Ne consegue che il flottante disponibile sul mercato è nella maggior parte dei casi inferiore al 50%, rendendo il passaggio fuori borsa del controllo il mezzo «naturale» per il trasferimento del pacchetto di maggioranza delle società quotate.

I rari episodi di OPA volontaria hanno generalmente riguardato casi di ritiro da parte dell'azionista di maggioranza del flottante residuo ancora disponibile sul mercato con successiva cancellazione del titolo dal listino.

Negli ultimi anni, inoltre, si sono verificati alcuni casi di scalate a società quotate in cui il pacchetto di maggioranza non era detenuto da un singolo azionista. Si sono avuti esempi di scalate tramite acquisto di azioni privilegiate e casi di rottura dei patti di sindacato accompagnati dal rastrellamento dei titoli disponibili sul mercato. Nel corso di dette operazioni, in cui era palese l'ostilità dell'acquirente verso il management della società obiettivo, vi è spesso stata una resistenza, anche sul mercato azionario, da parte di quest'ultimo.

In sintesi, in Italia, quando passa di mano il pacchetto di maggioranza di una società quotata, il premio di controllo viene normalmente goduto dai soli azionisti di maggioranza. La non obbligatorietà dell'OPA tende inoltre a sottoporre le eventuali public companies al rischio di subire scalate attraverso rastrellamenti dei titoli.

La regolamentazione delle acquisizioni e dei passaggi dei pacchetti di controllo richiede la definizione di procedure predeterminate per la loro attuazione. Tre sono i meccanismi possibili per l'acquisizione del controllo di una società: la scalata, la trattativa bilaterale e l'offerta pubblica di acquisto o di scambio. I termini della scelta tra le differenti modalità di acquisizione del controllo dipendono sia dalla distribuzione del pacchetto di maggioranza della società obiettivo che dal movente dell'acquisizione, oltre che, naturalmente, dalla regolamentazione vigente.

In generale, il movente delle sinergie operative tra società diverse tenderà ad attivare proposte di acquisizione amichevoli, condotte prevalentemente attraverso la trattativa con il management della società obiettivo. Il movente del rimpiazzo del management inefficiente ispirerà invece tecniche palesemente ostili come la scalata oppure anche il ricorso all'offerta pubblica

di acquisto che si rivolge direttamente agli azionisti della società obiettivo.

Una regolamentazione che preveda soglie molto basse per l'obbligatorietà dell'OPA contribuirà a scoraggiare le scalate. Invero, il fenomeno delle scalate può essere limitato anche da un efficace e tempestivo obbligo di informativa sugli acquisti di pacchetti azionari significativi. La Consob ha più volte invocato a tal fine un intervento del legislatore mirante ad abbreviare il termine previsto dall'art. 1/5 della legge n. 216 del 1974 per la comunicazione di tali acquisti. Tale termine dovrebbe essere portato dagli attuali 30 giorni a 48 ore e dovrebbe decorrere dall'atto dell'acquisto, anche se il trasferimento delle azioni ha luogo con la liquidazione di borsa o comunque successivamente. Si argomentava al proposito nella Relazione annuale per l'anno 1987 che «in questo modo, il mercato ed in definitiva lo stesso gruppo di controllo vengono immediatamente avvertiti di una potenziale scalata in corso e sono in grado di avvalersi di questa informazione nella formulazione delle proprie decisioni».

Nel caso di acquisizione tramite una offerta pubblica, l'acquirente preannuncerà la quantità che vuole acquistare, il prezzo offerto, ed il tempo per cui l'offerta è valida. I protagonisti in un'acquisizione sono tre: la società acquirente, il consiglio di amministrazione della società obiettivo (controllato dagli azionisti di maggioranza) e gli azionisti di minoranza della stessa società obiettivo. Queste tre classi di operatori hanno interessi in parte divergenti.

La regolamentazione delle acquisizioni ha come fine principale quello di proteggere gli azionisti di minoranza della società obiettivo, che indubbiamente rappresentano la parte più debole, e tende inoltre a dare certezza e rilevanza al mercato al momento dei passaggi di pacchetti di controllo. Essa si sforza innanzitutto di rimuovere l'asimmetria informativa tra offerente ed azionisti della società obiettivo. Questo scopo è perseguito introducendo una soglia minima di possesso azionario oltre la quale scatta l'obbligatorietà dell'OPA ed imponendo, per lo svolgimento della stessa, una dettagliata regolamentazione di trasparenza e di comportamento, inclusiva di norme contro l'eventuale insider trading dei partecipanti all'operazione.

La regolamentazione non annovera invece tra i suoi scopi il controllo sul merito delle operazioni di acquisizione. Questa analisi di merito deve essere sempre lasciata al management ed agli azionisti delle imprese coinvolte. Il fine da perseguire è la definizione di regole, capaci di assicurare protezione ai risparmiatori e rilevanza al mercato azionario, che restino il più possibile neutrali rispetto al funzionamento del «mercato del controllo delle imprese».

Nel caso di acquisizioni ostili gli obiettivi specifici della regolamentazione sono i seguenti:

a) rimozione dell'asimmetria informativa tra società offerente e società obiettivo. Nelle acquisizioni ostili, oltre che ad applicarsi agli azionisti di minoranza, la rimozione dell'asimmetria informativa tutela anche il gruppo di controllo della società obiettivo, che potrà giovare delle informazioni divulgate al momento dell'OPA per valutare meglio i termini dell'offerta

e le intenzioni dell'acquirente;

b) protezione degli azionisti di minoranza dall'esproprio da parte della società acquirente. Il problema sorge quando, in presenza di un'offerta parziale, gli azionisti di minoranza non possono cedere tutte le proprie azioni, mentre la società offerente prevede strategie, ad esempio di scorporo, che possono danneggiarli ad acquisizione conclusa;

c) valutazione del rapporto di concambio. Quando il corrispettivo dell'offerta è, anche parzialmente, in titoli (offerta pubblica di scambio o mista) si pone il problema della valutazione del prezzo di concambio: questa valutazione sarà più difficile quando i titoli offerti non sono quotati sul mercato.

Nel caso di acquisizioni amichevoli gli obiettivi specifici della regolamentazione sono i seguenti:

a) riduzione del conflitto di interessi tra management ed azionisti. Si tratta di assicurare che il comportamento del management della società obiettivo rispetti il fondamentale vincolo fiduciario verso tutti gli azionisti della società;

b) equa distribuzione del premio di controllo tra tutti gli azionisti. Alcuni ordinamenti fissano il principio della parità di trattamento degli azionisti. La regolamentazione può prevedere che a tutti gli azionisti venga corrisposto lo stesso prezzo indipendentemente dal quantitativo di azioni in loro possesso.

Il progetto di legge in materia di OPA approvato dal Senato in data 15 giugno 1988 e la proposta di direttiva CEE del febbraio 1989 costituiscono importanti punti di riferimento per molti dei problemi elencati. Pur essendo ancora in una fase di elaborazione, questi due documenti sono già sufficientemente strutturati per consentire una prima analisi degli orientamenti del legislatore nazionale e comunitario.

I due documenti presentano una struttura simile; vi sono infatti definiti: i casi di obbligatorietà dell'OPA e la sua dimensione minima, la durata dell'OPA, le condizioni per l'accettazione dell'offerta, le procedure da seguire per eventuali offerte concorrenti, le regole contro l'insider trading prima e durante l'OPA, e l'informativa sul rapporto di concambio per le OPS. Sono inoltre stabilite disposizioni concernenti il conflitto di interessi tra management ed azionisti, fissate disposizioni sulla parità di trattamento tra gli azionisti e criteri per l'equa ripartizione del premio di controllo, imposti limiti alle tattiche difensive utilizzabili dal management.

Permangono però tra i due progetti legislativi alcune importanti differenze. Infatti, sebbene entrambi i progetti prevedano una deroga all'obbligo di lanciare OPA per chi già detiene oltre il 50% delle azioni della società, a seguito di un acquisto fuori borsa del pacchetto di controllo, la disciplina CEE si configura come più restrittiva. Essa impone infatti all'acquirente di offrire a tutti gli azionisti che intendano cedere le proprie azioni lo stesso prezzo pagato per l'ottenimento del pacchetto di controllo.

Un'ulteriore differenza tra i due progetti, almeno allo stato attuale, consiste nel fatto che

la Commissione CEE e vari paesi membri della Comunità appaiono orientati verso una legislazione che impedisca del tutto, o limiti severamente, il ricorso alle OPA parziali, richiedendo al proponente dell'OPA di acquistare in ogni caso tutte le azioni offerte. Nella proposta approvata dal Senato si impone quale limitazione sulle dimensioni dell'OPA soltanto che il quantitativo minimo per il quale si effettua l'offerta pubblica deve rappresentare non meno del 10% del pacchetto azionario.

I due progetti presentano altre differenze: la proposta CEE impone obblighi informativi verso il pubblico e verso i lavoratori dell'impresa acquisita, mentre il disegno di legge del Senato impone obblighi informativi verso la Consob, che a sua volta decide sulla diffusione da dare alle informazioni ricevute. Nel caso di OPS che coinvolgono titoli non quotati, la proposta di legge approvata dal Senato prevede il diritto di recesso per l'azionista di minoranza, mentre la proposta CEE si limita a richiedere la valutazione di un perito indipendente. Per quanto riguarda l'assetto del capitale della società obiettivo, mentre entrambe le proposte impongono un generale divieto di modifica durante l'OPA, il progetto della CEE ammette le eventuali modifiche ratificate dall'assemblea degli azionisti.

Anche alla luce delle differenze tra i due progetti legislativi sembra opportuno approfondire alcuni aspetti della regolamentazione delle acquisizioni.

L'introduzione dell'obbligatorietà dell'OPA permette di aumentare il grado di tutela degli azionisti di minoranza e dà certezza ai comportamenti sul mercato. Tanto più che, anche nel caso in cui l'acquirente optasse per l'OPA volontaria, se non fossero specificate regole certe di comportamento e di informativa il grado di protezione degli azionisti di minoranza resterebbe comunque limitato ed aleatorio.

La semplice obbligatorietà dell'OPA, tuttavia, non risponde a tutte le esigenze di protezione dei risparmiatori. È infatti rilevante anche la dimensione minima dell'offerta prevista dalla regolamentazione. La possibilità di lanciare un'OPA parziale offre infatti all'offerente l'occasione per condurre offerte a più stadi, la prima ad un prezzo più elevato per acquisire il controllo e le successive a prezzi più bassi. Gli azionisti sono così fortemente incentivati a vendere fin dalla prima OPA, per non correre il rischio di essere «espropriati» dopo che la prima operazione ha avuto successo.

Le OPA per il ritiro dei titoli dal listino pongono problemi non dissimili: se i titoli non vengono tutti ritirati dall'emittente, gli azionisti di minoranza si troveranno con un flottante molto ridotto e presumibilmente una svalutazione delle azioni in loro possesso. Poiché l'entità di quest'ultimo effetto varierà da titolo a titolo, sarebbe opportuno attribuire alla Consob il potere di imporre una OPA totale almeno nei casi di richiesta di revoca del titolo dalla quotazione da parte dell'emittente.

In assenza di ogni disciplina sul mercato del controllo societario gli azionisti di maggioranza possono vendere il pacchetto fuori borsa ad un prezzo superiore al prezzo di mercato

e gli azionisti di minoranza otterranno soltanto il beneficio di un eventuale miglioramento delle prospettive future dell'impresa. Alla richiesta di un'equità di trattamento tra gli azionisti si obietta che essa avrebbe l'effetto di inibire il completamento delle transazioni, anche in casi in cui l'acquisizione potrebbe migliorare l'uso delle risorse dell'impresa. L'equilibrio fra gli opposti interessi, del possessore del pacchetto di controllo e dell'azionista di minoranza, nella legge approvata dal Senato, è ricercato attraverso la possibilità offerta all'azionista di maggioranza di cedere una prima consistente parte del proprio pacchetto attraverso la trattativa privata. Inoltre, non è prevista l'obbligatorietà dell'OPA in situazioni in cui l'azionista di controllo già detiene oltre il 50% dei diritti di voto. In questo ultimo caso il disegno di legge giudica troppo oneroso, e forse ingiustificato, applicare il principio dell'eguale trattamento tra gli azionisti.

Sulla necessità o meno di sospendere le contrattazioni mentre l'OPA è in corso, sempre fatte salve le misure volte ad impedire le transazioni da parte degli insiders, i progetti legislativi non si pronunciano. L'obbligo di sospensione era previsto in precedenti versioni del progetto di legge del Senato, ma nella versione approvata viene lasciata alla Consob un'ampia discrezionalità in materia. La sospensione delle contrattazioni, anche se da una parte tende a rendere più facile il controllo dell'insider trading, dall'altra sfavorisce coloro che vogliono liquidare le proprie posizioni in titoli. Infatti, se è vero che un azionista può sempre aderire all'OPA, è anche vero che egli avrà i fondi solo alla chiusura dell'OPA stessa e che, nel caso di OPA parziali, vi è sempre il rischio del riparto. Appare quindi nell'interesse dell'azionista non essere privato della possibilità di trattare i titoli sul mercato in tutte le situazioni in cui questo sia possibile.

In sintesi, il dibattito favorito dalle iniziative legislative tanto in sede italiana che comunitaria ha permesso di approfondire il tema della regolamentazione del mercato del controllo societario e della offerta pubblica di acquisto. I risultati legislativi di questo sforzo di riflessione appaiono ormai vicini. L'auspicio della Commissione è che la regolamentazione delle OPA tenda a ridurre i casi di espropriazione degli azionisti di minoranza e a dare certezza e trasparenza al nostro mercato.

10. La creazione di un mercato dei futures finanziari

Nell'anno appena trascorso è proseguito e si è articolato il dibattito sulla possibilità di costituire un mercato di titoli derivati in Italia. Già nella Relazione per il 1988 la Commissione ha argomentato diffusamente la sua posizione di principio in favore della introduzione della contrattazione di futures finanziari all'interno dei mercati mobiliari regolamentati. Si affermava infatti che «i futures finanziari rappresentano una possibilità importante di arricchimento del nostro mercato» e si aggiungeva che «non spetta alla Consob, bensì alla spontaneità del mercato, suggerire quali sono gli strumenti più adatti per rispondere alle esigenze

economiche degli operatori».

Nel corso del 1989 sono state avanzate proposte e ipotesi diverse sulle possibili forme organizzative e sulla collocazione più opportuna dell'eventuale mercato dei titoli derivati. Spicca tra esse la proposta, contenuta nel Rapporto del Comitato scientifico consultivo sul Debito pubblico, di costituire un mercato dei futures sui titoli di stato strettamente collegato con il mercato telematico all'ingrosso degli stessi titoli oggi operante. Altre proposte, che si ispirano a esperienze straniere, hanno suggerito la costituzione di un mercato nel quale siano negoziati contratti futures sia su titoli di stato che sugli indici di borsa. Il mercato dovrebbe avvalersi di una struttura telematica di esecuzione automatizzata per gli ordini di piccolo taglio e di procedure di contrattazione telefonica per la negoziazione dei grandi ordini. Appare tramontata l'idea, già valutata negativamente dalla Commissione, in quanto illegittima e economicamente poco fondata, di una sperimentazione o addirittura di una realizzazione del tutto privata del mercato dei titoli derivati.

La Consob, in stretto contatto con la Banca d'Italia e le altre istituzioni preposte al controllo dei mercati finanziari, è pienamente partecipe ed interessata alla soluzione del problema della costituzione anche in Italia del mercato dei titoli derivati. È pertanto opportuno puntualizzare in questa sede che l'esigenza espressa dalla Consob di portare prima a compimento il processo di riforma della borsa per arrivare dopo alla contrattazione di titoli derivati sull'indice di borsa, non può essere interpretata come l'intenzione di svolgere un ruolo frenante. Al contrario, la Consob, mentre giudica in questo caso inopportuna l'inversione nell'ordine di riforme pur tutte necessarie, considera un suo compito istituzionale prioritario l'adoperarsi per un ordinato sviluppo dei mercati. Se essa quindi si oppone a innovazioni che attuate fuori tempo non potrebbero che nuocere alla credibilità dei mercati ed, in ultima analisi, al loro rapido e stabile sviluppo, lo fa proprio perché questo sviluppo è un fine che essa persegue con ferma determinazione.

Al contempo, è doveroso aggiungere che la Consob condivide la legittima preoccupazione degli operatori nazionali che la mancata tempestiva approvazione dei provvedimenti legislativi necessari per la riforma del mercato mobiliare possa portare, anche nel campo della creazione del mercato degli strumenti derivati, all'accumulazione di ritardi difficilmente colmabili. Occorre evitare che altre piazze finanziarie offrano agli investitori italiani, per la copertura dei propri rischi, i propri strumenti in assenza di una offerta di prodotti derivati sulle attività finanziarie italiane. Inoltre, occorre evitare che i mercati esteri inizino a produrre off shore prodotti derivati sulle attività finanziarie italiane, riducendo così le potenzialità e la liquidità del nostro mercato e soprattutto creando strumenti che, non essendo efficacemente collegati con il mercato sottostante, potrebbero presentare significativi problemi di stabilità e indurre pericolose distorsioni.

Ad integrazione delle considerazioni già svolte nelle premesse alla Relazione annuale per

L'anno 1988, sul tema della costituzione di un mercato dei futures finanziari appare utile in questa sede proporre alcune ulteriori riflessioni di natura tecnica.

La costituzione di un mercato dei titoli derivati con procedure di negoziazione continua esige la trattazione continua anche dei titoli sottostanti. Si tratta di un vincolo la cui importanza non deve essere sottovalutata. Infatti, le funzioni essenziali di un mercato dei titoli derivati, dalla aggregazione efficiente delle informazioni, alla copertura del rischio di posizione sui titoli, non possono essere svolte in assenza del collegamento temporale tra i prezzi delle azioni e dei futures che è assicurato dalla negoziazione in contemporanea. Infatti, se il distacco tra i prezzi è esiziale per la bontà di entrambi i mercati in qualsiasi situazione, la trattazione non contemporanea elimina la possibilità stessa dell'essenziale collegamento tramite l'attività di arbitraggio. Tanto più che se il mercato ad asta continua fosse solo quello dei futures, la loro valutazione si scioglierebbe da quel vincolo, pur lasso, che, attraverso il collegamento con il mercato azionario, li lega ai determinanti fondamentali dei prezzi delle azioni e all'economia reale. Il processo di aggregazione informativa dei prezzi e di valutazione del rischio complessivo di mercato, tipico degli strumenti futures, diverrebbe allora completamente aleatorio contribuendo probabilmente alla crescita della volatilità in tutti i mercati finanziari.

Il tema della costituzione di un ente di compensazione e garanzia, una clearing house che dovrebbe interporre tra i contraenti in tutte le negoziazioni di titoli derivati, si ripropone oggi sotto un'angolatura nuova. Infatti, i ritardi e le disfunzioni che permangono nel nostro mercato in materia di liquidazione e compensazione delle transazioni azionarie, e l'opportunità di recepire le recenti indicazioni del Gruppo dei Trenta su questi temi, suggeriscono di riesaminare procedure e strumenti tradizionali. La Consob con la sua delibera n. 4176 del 25 luglio 1989 ha suggerito alcune linee operative e di studio sull'argomento. In particolare, è stata indicata la possibilità di studiare l'istituzione di un sistema di compensazione e garanzia che, al fine di assicurare che la liquidazione dei contratti non venga insidiata dalla possibile insolvenza di uno o più operatori, intervenga per tutte le operazioni concluse dagli intermediari, garantendo in ogni caso la liquidazione dei contratti. La differenza tra questa soluzione e gli enti di compensazione e garanzia presenti nei mercati stranieri degli strumenti derivati, che si interpongono direttamente in tutte le contrattazioni, non appare incolumabile. In ogni caso, la questione essenziale, anche nel campo della liquidazione e compensazione, rimane quella del collegamento tra il mercato dei prodotti derivati e il mercato azionario. Un sistema che tenda a minimizzare i rischi di insolvenza deve infatti essere in condizione di consolidare posizioni di segno opposto sui due mercati. Questo soprattutto nei momenti di rapido mutamento dei prezzi che indubbiamente accentuano i rischi di insolvenza per gli operatori testè richiamati.

Utile, benché non strettamente indispensabile, per la costituzione di un mercato dei fu-

tures appare la riforma della disciplina delle liquidazioni delle operazioni in valori mobiliari auspicata nella delibera Consob n. 4176 che prevede una progressiva riduzione dei cicli borsistici in coerenza con la prassi internazionale orientata verso una liquidazione dei contratti nel termine massimo di tre/cinque giorni.

L'esistenza di un mercato azionario a termine rappresenta un problema già affrontato in altri paesi che hanno creato mercati dei titoli derivati negli ultimi anni. In effetti, la distanza temporale tra la conclusione delle transazioni in titoli azionari e la loro liquidazione può contribuire a rendere tecnicamente più complesse le strategie di copertura attuate mediante l'uso dei contratti futures. Esse devono tenere conto dei costi sostenuti in termini di interessi ricevuti o pagati, nel lasso di tempo intercorrente tra la conclusione della transazione in azioni e l'effettivo pagamento. La risposta al problema non può d'altro canto risiedere nella previsione di una regolazione a termine anche per i contratti sui titoli derivati, che indebolirebbe le caratteristiche di flessibilità ed immediatezza tipiche di questi strumenti. Peraltro, data la ridotta volatilità dei tassi di interesse, almeno relativamente ai rendimenti azionari e alle possibili variazioni del rischio sistemico di un portafoglio, elementi che influenzano profondamente le strategie di copertura, le difficoltà tecniche prodotte dall'esistenza di un mercato azionario a termine sembrano rivestire un carattere limitato.

In ultimo, appare opportuno segnalare che la Commissione sta seguendo con attenzione il dibattito e la sperimentazione, in corso nei mercati finanziari più avanzati, in materia di negoziazione sui mercati mobiliari di panieri di titoli. È evidente il collegamento tra questa tematica e quella della istituzione dei contratti futures sugli indici di borsa; forse altrettanto importante è il collegamento tra lo sviluppo possibile di queste innovazioni finanziarie e l'attività degli investitori istituzionali che offrono alle famiglie un servizio di diversificazione dell'investimento azionario.

11. Aspetti di disciplina del settore della revisione e certificazione

La Commissione nel corso del 1989, nell'affrontare alcuni temi relativi alla revisione e certificazione dei bilanci, ha disposto la costituzione di un Gruppo di lavoro, al quale è stato affidato il compito di approfondire i problemi di maggior rilievo in ordine a tale materia.

Il Gruppo di lavoro ha iniziato la propria attività affrontando gli argomenti di maggior interesse che la Commissione stessa, nell'ambito della propria vigilanza sull'attività svolta dalle società di revisione iscritte nell'Albo speciale di cui all'art. 8 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136, aveva individuato come prioritari.

In particolare, il primo argomento affrontato e caratterizzato dall'urgenza imposta dall'approssimarsi delle prime scadenze degli incarichi di revisione dopo tre trienni di certificazione legale, è stato quello inerente al criterio di applicabilità dell'art. 2, quarto comma del citato decreto, nei casi di attività di revisione svolte nell'ambito di società facenti parte di

un medesimo gruppo.

Le proposte del Gruppo di lavoro su tale argomento, frutto anche di un approfondito dibattito con le Associazioni di categoria, hanno portato la Commissione ad emanare nel giugno 1989 una comunicazione con la quale è stato considerato uno degli aspetti più significativi e cioè il profilo dell'indipendenza delle società di revisione, requisito fondamentale per lo svolgimento dell'attività di revisione e certificazione.

Successivamente è stata affrontata, quale tema ugualmente prioritario, la questione concernente l'ambito di applicazione della norma relativa alla limitazione dell'oggetto sociale delle società di revisione e quella — ad esso strettamente connessa — relativa all'attività delle organizzazioni collaterali, rappresentate da società giuridicamente distinte, ma collegate a livello internazionale con le società di certificazione ed offerenti servizi di consulenza diversi dalla revisione.

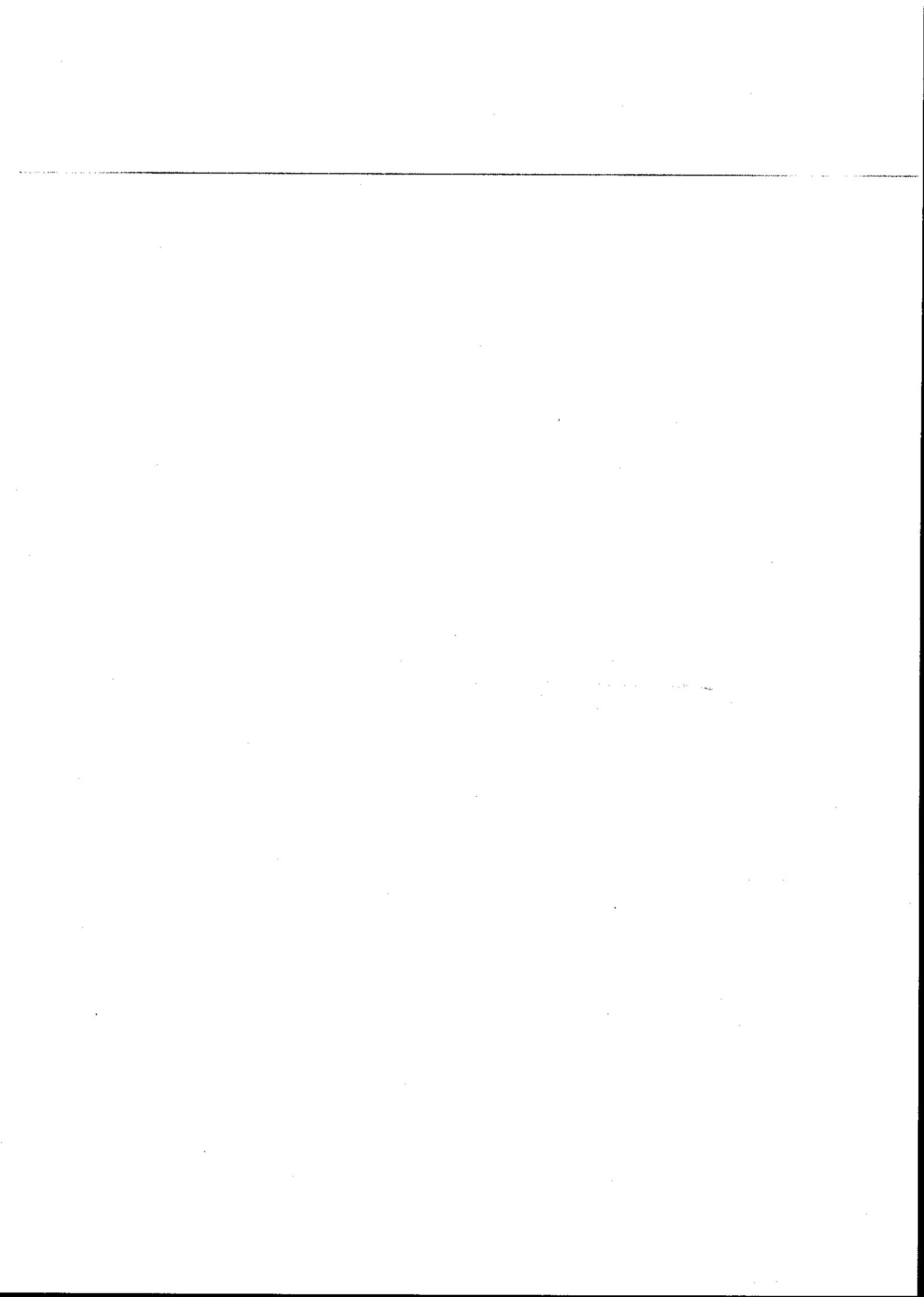
Il tema affrontato, indubbiamente complesso, ha suscitato un ampio ed articolato dibattito nel mondo della revisione e professionale, dibattito che è tuttora in corso.

Successivamente è stata avviata una profonda discussione su alcuni altri argomenti di pari rilievo, quali quello concernente le modalità di redazione della relazione di certificazione, anche alla luce delle implicazioni in materia di impugnativa dei bilanci, prevista dall'art. 6 del succitato d.P.R. 136/75, nonché quello relativo al sistema delle incompatibilità professionali, che a tutt'oggi costituisce il maggior impedimento all'auspicata integrazione tra il mondo professionale e dei revisori, già presente nella maggior parte dei paesi comunitari.

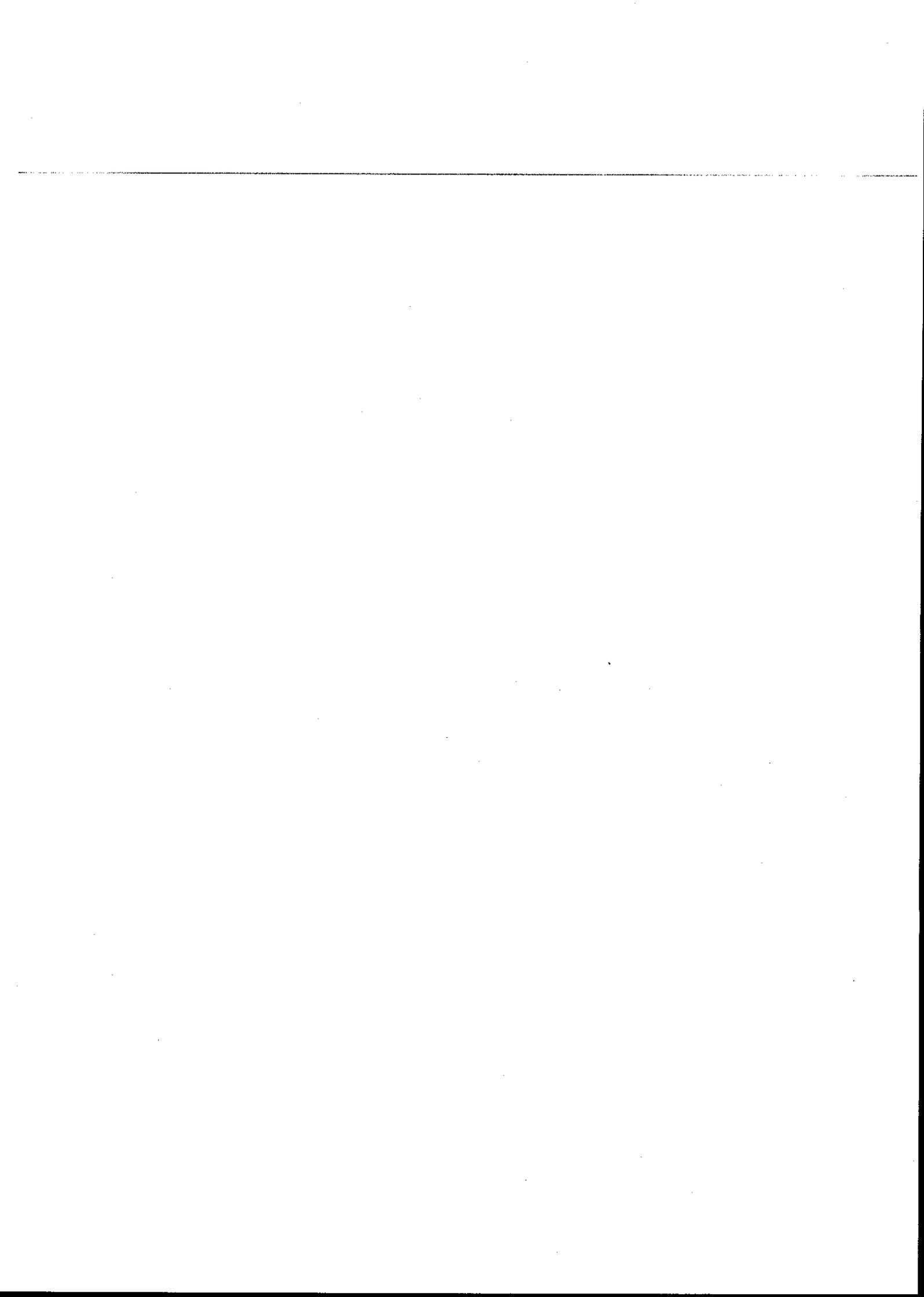
L'approfondimento delle discussioni su tali temi ha peraltro posto in luce la necessità di affrontare in via sistematica il complesso delle norme attualmente vigenti in materia di certificazione che, dopo dieci anni di applicazione pratica, hanno manifestato sostanziali carenze e difficoltà interpretative in relazione sia alla prassi operativa in uso nel mondo della revisione, sia alle esigenze connesse al recepimento delle direttive comunitarie.

Tali carenze, riscontrate frequentemente anche da parte degli operatori direttamente interessati all'applicazione della normativa di settore, attraverso le rispettive Associazioni di categoria, si sono altresì riflesse sull'attività di vigilanza della Commissione. A tale riguardo è senz'altro opportuno rilevare la mancanza, nell'ordinamento vigente, di una gradualità del sistema sanzionatorio, in relazione alla diversa rilevanza delle irregolarità ed inadempienze, riscontrabili in sede di vigilanza svolta dalla Commissione ai sensi dell'art. 10 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136.

La Commissione, pertanto, vaglierà approfonditamente l'esito dei lavori che le sarà sottoposto dal Gruppo, la cui attività è ormai prossima a concludersi, ai fini delle iniziative e delle proposte che riterrà opportuno assumere.



**I MERCATI AZIONARI INTERNAZIONALI
E IL QUADRO MACROECONOMICO NEL 1989**

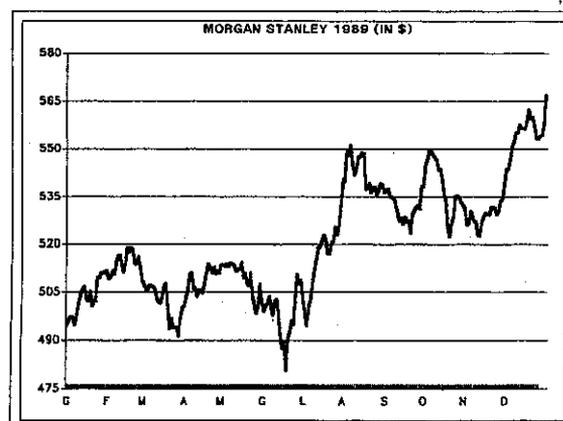
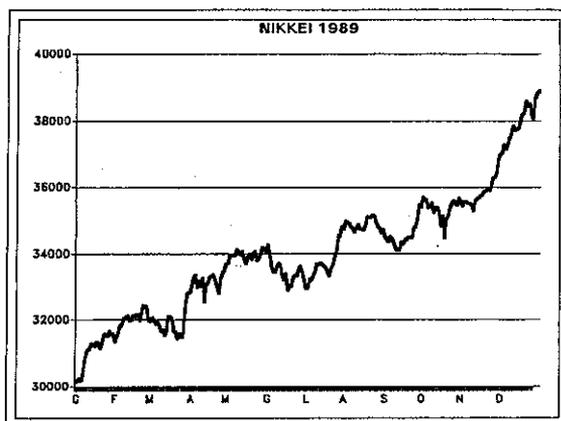
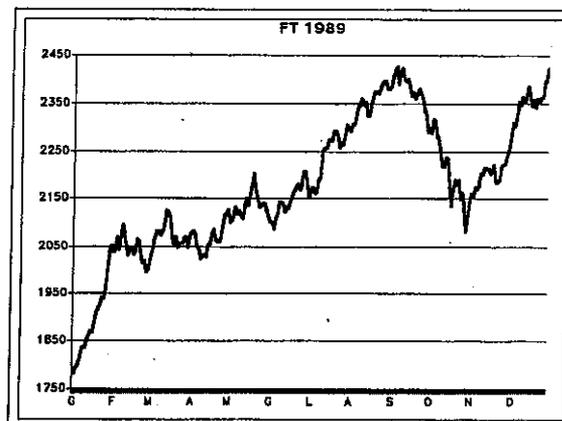
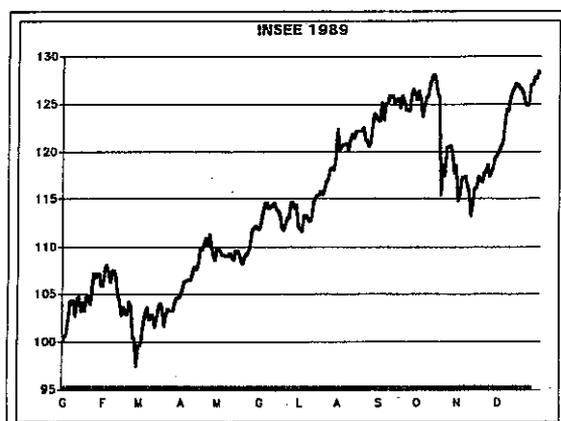
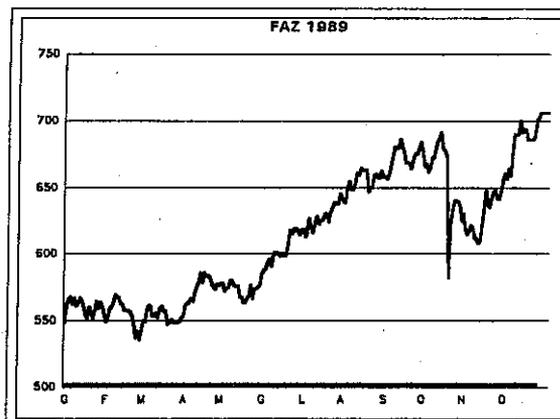
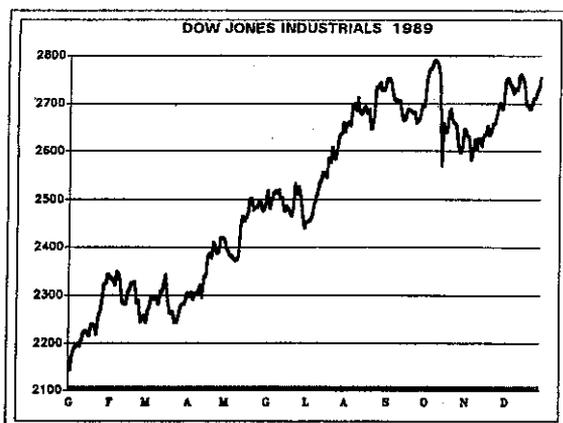


1. I principali mercati azionari internazionali

1. Il 1989 è stato un anno positivo per i principali mercati finanziari internazionali. Il verificarsi del «mini crollo» di ottobre ha infatti rallentato ma non fermato la generale tendenza alla crescita degli indici delle principali borse europee ed extraeuropee. L'andamento degli indizi azionari delle borse di Milano (MIB), Francoforte (FAZ), Parigi (INSEE), Londra (FT), New York (DOW JONES), Tokyo (NIKKEI) e quello dell'indice mondiale elaborato dalla Morgan & Stanley, ha avuto un trend crescente e abbastanza omogeneo. La figura 1 riporta i grafici dell'andamento degli indici di borsa dei paesi citati espressi in valuta locale (l'indice mondiale Morgan & Stanley è espresso in dollari).

L'andamento dei corsi azionari permette di raffrontare i rendimenti offerti dai diversi mercati e di valutare le prospettive di investimento legate alle diverse borse. L'internazionalizzazione dei mercati e la nascita di investitori istituzionali specializzati, la diffusione di nuove forme di investimento e finanziamento, rendono sempre più necessaria la valutazione comparativa dei rendimenti delle borse internazionali. Sulla valutazione delle prospettive di investimento internazionale incidono numerosi elementi di carattere macro e microeconomico, come l'andamento dei tassi di cambio, i tassi di interesse, la microstruttura ed i costi di transazione nei diversi mercati. I rendimenti e la variabilità degli indici di borsa rappresentano i parametri essenziali che è necessario considerare per una valutazione comparativa. I primi danno un'indicazione dei profitti che si possono ottenere sui vari mercati mentre la seconda offre una misura del grado di rischio dell'investimento.

Figura 1: Andamento degli indici in valuta delle principali borse internazionali



La tavola 1 mostra la variazione totale degli indici di borsa per l'anno 1989. Il mercato che ha registrato l'andamento più favorevole è stato quello di Londra con una crescita del 35.1%. Il rendimento più basso è stato offerto dall'indice mondiale (14.4%), superato di poco dal risultato della piazza di Milano (15.8%).

Sulla borsa italiana, si può vedere nella stessa tavola, ha pesato considerevolmente l'inversione di tendenza di metà ottobre. Sino a quel momento infatti il rendimento del Mib risultava superiore non solo a quello offerto dall'indice mondiale ma anche a quello offerto dalla borsa di Tokyo. Il motivo dell'andamento meno soddisfacente del Mib può ricercarsi nel fatto che per la borsa di Milano, come per quella di Londra, ma a differenza delle altre borse principali, il crollo di ottobre è intervenuto in un momento in cui i prezzi erano già in fase discendente. Inoltre, la ripresa è stata più lenta: la borsa di Milano è l'unica, tra quelle esaminate, che non ha recuperato entro la fine dell'anno la perdita subita durante i giorni del crollo (-7.1%). Gli altri mercati, nel periodo successivo al crollo, hanno mostrato segni di ripresa più decisi, in particolare la borsa di Francoforte, che il 16 ottobre aveva subito la perdita maggiore (-13.4%), ha registrato un recupero del 21.3%.

Lo scostamento dei valori degli indici azionari dalla media (deviazione standard) indica il grado di rischio associato al cambiamento dei prezzi di mercato. Come risulta dalla tavola 2, nel 1989 l'indice che presenta la deviazione standard più elevata è il Faz (8.91), l'indice mondiale appare quello caratterizzato dalla minore variabilità (3.82); variabilità contenuta presentano anche il Nikkei (6.26) e il Mib (7.55).

Per gli investitori internazionali la comparazione dei diversi indici non è un elemento sufficiente per la valutazione dell'investimento. Infatti la variabilità dei cambi muta continuamente le condizioni di vantaggio comparativo e le possibilità di arbitraggio tra i vari mercati.

La tavola 3 e la figura 2 illustrano l'andamento nel corso del 1989 dei tassi di cambio delle varie valute rispetto alla lira italiana. Si può osservare come la lira si sia apprezzata, dopo i primi mesi dell'anno, rispetto a quasi tutte le valute. L'andamento dei cambi è in alcuni casi opposto a quello dei relativi indici e pertanto modifica l'ordine dei rendimenti. Nelle figure 3 e 4 si raffrontano gli andamenti degli indici azionari calcolati rispettivamente in valuta nazionale ed in lire. La tavola 4 presenta i rendimenti, espressi come variazioni percentuali, degli indici in lire.

Dal confronto delle varie tavole citate è possibile verificare l'importanza dell'effetto dei mutamenti del tasso di cambio sulla valutazione dei rendimenti degli indici. I dati della tavola 4 indicano che il Mib, anche nel caso in cui gli indici sono espressi in lire, mostra un rendimento relativamente basso rispetto ad altre piazze, superiore però adesso non soltanto al Morgan e Stanley (11.4%), ma anche al Nikkei (8.8%).

La borsa di Francoforte che offre, tenuto conto delle variazioni del cambio lira/marco, un rendimento del 30.7% risulta adesso la più redditizia. Non molto distante è la borsa di

**Variazioni % degli indici delle principali Borse internazionali
espressi in valuta nazionale**

Variazioni % dal 2.1.89 al 29.12.89						
<i>MIB</i>	<i>FAZ</i>	<i>INSEE</i>	<i>FT</i>	<i>NIKKEI</i>	<i>DOW JONES</i>	<i>MORGAN & STANLEY</i>
15.80	24.25	28.30	35.11	29.04	26.96	14.44
Variazioni % dal 2.1.89 al 15.10.89						
<i>MIB</i>	<i>FAZ</i>	<i>INSEE</i>	<i>FT</i>	<i>NIKKEI</i>	<i>DOW JONES</i>	<i>MORGAN & STANLEY</i>
16.70	22.68	25.75	24.58	16.43	27.26	7.90
Variazioni % dal 16.10.89 al 29.12.89						
<i>MIB</i>	<i>FAZ</i>	<i>INSEE</i>	<i>FT</i>	<i>NIKKEI</i>	<i>DOW JONES</i>	<i>MORGAN & STANLEY</i>
6.83	21.30	11.18	13.45	12.90	7.16	8.33

Tav. 2

**Statistiche descrittive degli indici
delle principali Borse internazionali a base 2.1.89 = 100**

Variabile	Media	1 9 8 9			Minimo	Massimo
		Dev Std	Varianza	Campo di var.		
		Numeri di Osservazioni Valide = 258.00				
IMIB	108.60	7.55	57.04	26.40	97.30	123.70
IFAZ	111.88	8.91	79.42	31.05	97.73	128.78
INSEE	114.29	8.32	69.26	30.90	97.50	128.40
IFT	121.27	8.18	66.88	35.87	99.43	135.30
INIK	112.77	6.26	39.15	29.04	100.00	129.04
IDJ	115.67	8.33	69.33	29.82	98.90	128.72
IDJ1	115.63	8.31	69.10	29.82	98.90	128.72
IWLD	105.33	3.82	14.57	17.46	97.23	114.68
PERIODO PRECEDENTE IL CROLLO DI OTTOBRE						
Variabile	Media	Numeri di Osservazioni Valide = 199.00			Minimo	Massimo
		Dev Std	Varianza	Campo di var.		
IMIB	107.56	8.20	67.25	26.40	97.30	123.70
IFAZ	109.48	8.18	66.97	27.39	97.73	125.12
INSEE	112.18	8.00	63.96	29.60	97.50	127.10
IFT	120.05	8.56	73.20	35.87	99.43	135.30
INIK	110.31	4.34	18.82	18.34	100.00	118.34
IDJ	113.33	7.99	63.76	29.55	98.90	128.45
IDJ1	113.26	7.93	62.93	29.00	98.90	127.90
IWLD	104.15	3.26	10.61	14.26	97.23	111.49

segue: Tav. 2

PERIODO DURANTE IL CROLLO DI OTTOBRE						
Numeri di Osservazioni Valide = 10.00						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
IMIB	113.96	3.37	11.35	9.00	108.40	117.40
IFAZ	119.02	6.35	40.31	19.83	106.20	126.03
INSEE	122.77	4.78	22.84	12.70	115.40	128.10
IFT	122.66	2.07	4.30	6.22	119.10	125.31
INIK	116.49	1.04	1.09	3.37	114.29	117.66
IDJ	124.47	3.47	12.01	10.24	118.48	128.72
IDJ1	124.91	3.68	13.53	10.24	118.48	128.72
IWLD	107.90	1.57	2.48	4.37	105.64	110.01
PERIODO SUCCESSIVO AL CROLLO DI OTTOBRE						
Numeri di Osservazioni Valide = 49.00						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
IMIB	111.77	2.21	4.91	8.10	107.80	115.90
IFAZ	120.24	5.97	35.69	17.83	110.95	128.78
INSEE	121.15	4.61	21.27	15.10	113.30	128.40
IFT	125.95	5.13	26.27	19.00	116.12	135.11
INIK	122.05	4.04	16.31	12.09	116.95	129.04
IDJ	123.43	2.40	5.76	8.25	119.07	127.32
IDJ1	123.37	2.35	5.50	8.25	119.07	127.32
IWLD	109.64	2.78	7.76	9.02	105.66	114.68
1989 ESCLUSO IL PERIODO DEL CROLLO DI OTTOBRE						
Numeri di Osservazioni Valide = 248.00						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
IMIB	108.39	7.60	57.72	26.40	97.30	123.70
IFAZ	111.60	8.89	79.02	31.05	97.73	128.78
INSEE	113.95	8.26	68.21	30.90	97.50	128.40
IFT	121.21	8.33	69.34	35.87	99.43	135.30
INIK	112.62	6.33	40.11	29.04	100.00	129.04
IDJ	115.32	8.27	68.44	29.55	98.90	128.45
IDJ1	115.26	8.23	67.78	29.00	98.90	127.90
IWLD	105.23	3.85	14.80	17.46	97.23	114.68

Fonte: Elaborazioni Consob.

Tav. 3

**Tassi di cambio delle principali valute con la lira italiana
variazioni % annue 1989**

<i>Dollaro</i>	<i>Yen</i>	<i>Franco F.</i>	<i>Marco</i>	<i>Sterlina</i>
-2.64	-15.68	+1.52	+1.56	-13.47

Parigi con un rendimento del 30.2%.

Dalla tavola 5 si ricavano i dati sulla variabilità delle diverse borse quando gli indici sono espressi in lire. Sull'arco dell'intero periodo, anche escludendo il crollo di ottobre, la borsa caratterizzata da un più elevato grado di incertezza è quella statunitense. Un dato interessante riguarda la borsa di Milano che nella serie in valuta sembrava una delle borse caratterizzata da minore variabilità dei corsi. La tavola mostra invece come l'indice Mib, una volta che anche gli altri indici siano espressi in lire, sia tra i più variabili. Il dato interessante emerge dalle statistiche relative al periodo successivo al crollo: tutte le borse appaiono più stabili, anche a seguito di una ridotta attività di contrattazione, come testimoniano i valori meno elevati delle deviazioni standard per tutti gli indici.

Per avviare un'analisi più approfondita delle relazioni che legano i vari mercati è necessario studiare i rendimenti degli indici di borsa, calcolando la variazione percentuale giornaliera di ciascuna serie. La figura 5 mostra i grafici dei rendimenti degli indici considerati mentre nella tavola 6 sono riportate le statistiche relative. Nel 1989 la borsa che offre il migliore rendimento medio giornaliero in valuta è quella di Londra (.12%); il rendimento più basso è offerto dall'indice mondiale (.05%) seguito dal Mib (.06%). Durante il periodo del crollo i rendimenti su tutte le borse, con l'unica eccezione di Tokyo, sono negativi e superano i

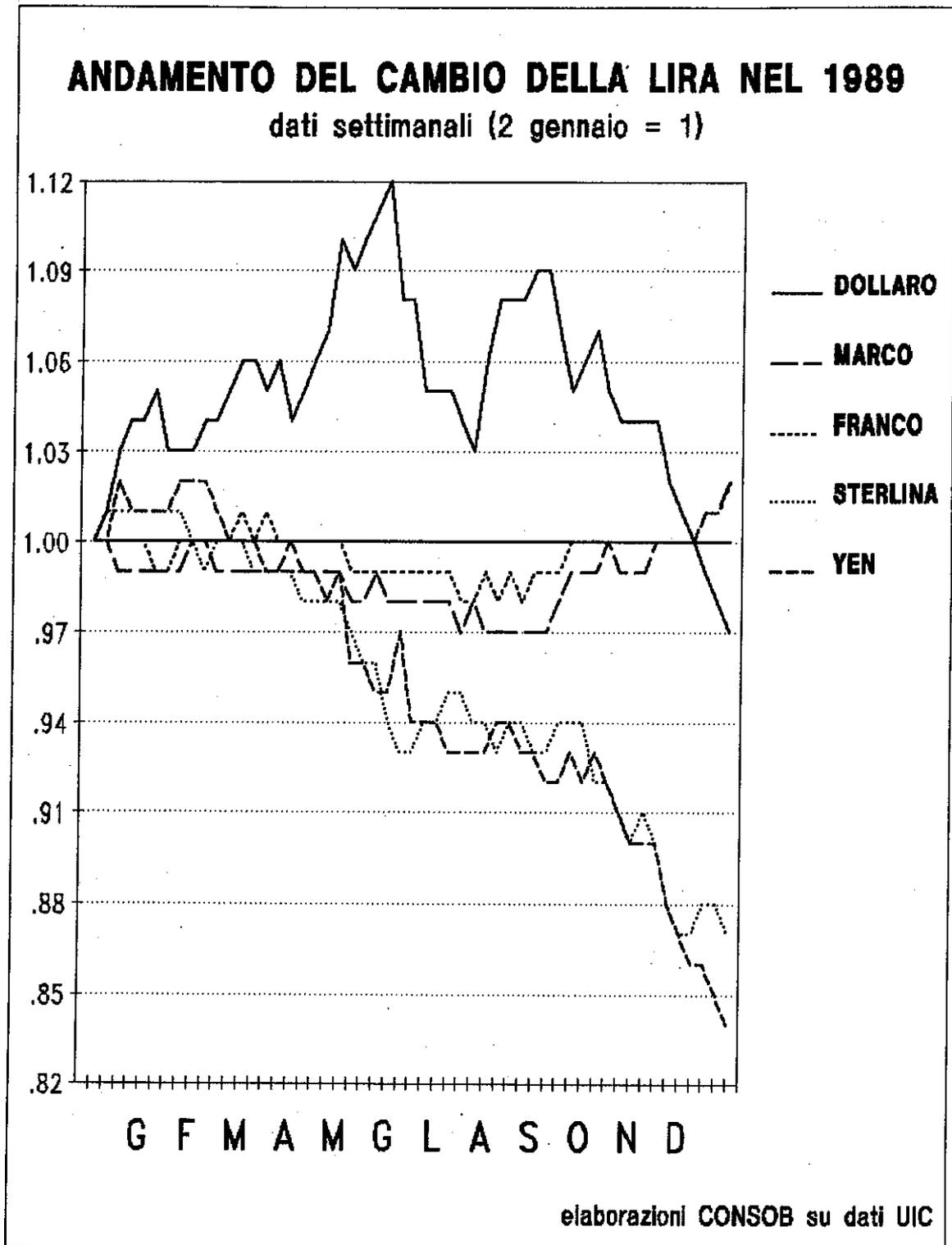


Figura 2

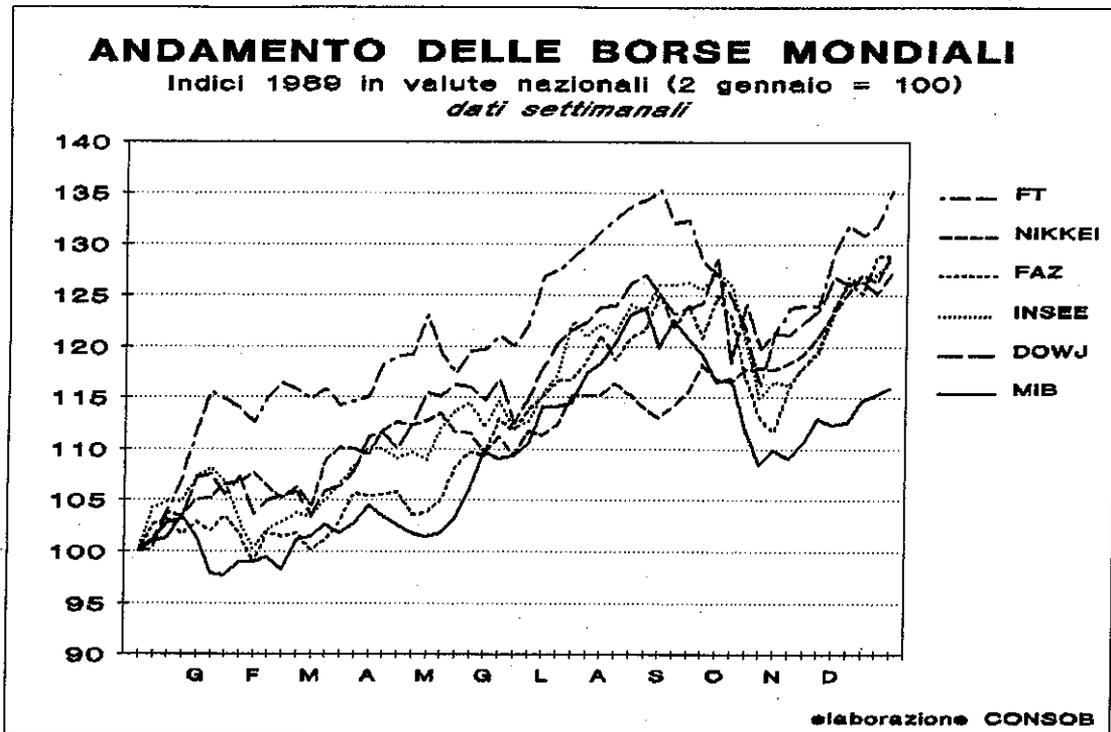


Figura 3

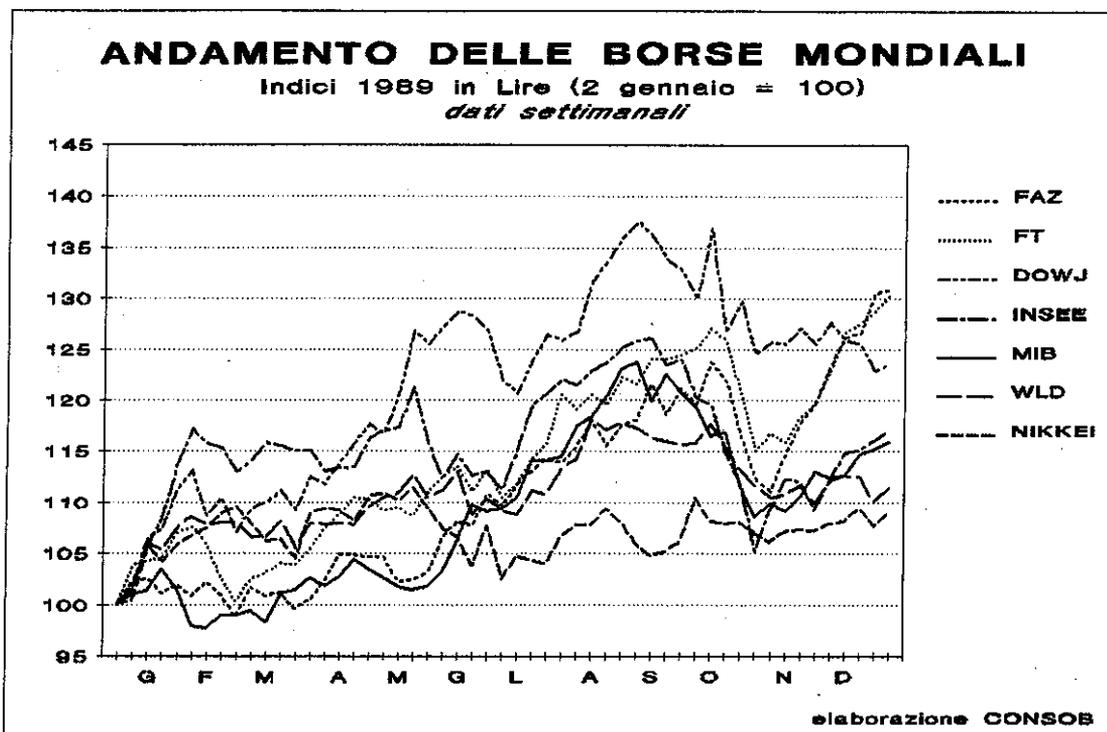


Figura 4

**Variazioni % degli indici delle principali Borse internazionali
espressi in lire**

Variazioni % dal 2.1.89 al 29.12.89						
<i>MIB</i>	<i>FAZ</i>	<i>INSEE</i>	<i>FT</i>	<i>NIKKEI</i>	<i>DOW JONES</i>	<i>MORGAN & STANLEY</i>
15.80	30.79	30.25	16.9	8.80	23.6	11.41
Variazioni % dal 2.1.89 al 15.10.89						
<i>MIB</i>	<i>FAZ</i>	<i>INSEE</i>	<i>FT</i>	<i>NIKKEI</i>	<i>DOW JONES</i>	<i>MORGAN & STANLEY</i>
16.70	21.93	25.82	14.8	7.75	36.36	15.33
Variazioni % dal 16.10.89 al 29.12.89						
<i>MIB</i>	<i>FAZ</i>	<i>INSEE</i>	<i>FT</i>	<i>NIKKEI</i>	<i>DOW JONES</i>	<i>MORGAN & STANLEY</i>
6.83	23.51	12.62	6.18	3.36	-3.05	0.94

Tav. 5

**Statistiche descrittive degli indici
delle principali Borse internazionali espressi in lire**

<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	1 9 8 9 Numeri di Osservazioni Valide = 258.00			<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
		<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>		
IMIB	108.60	7.55	57.04	26.40	97.30	123.70
LIDJ1	121.66	9.33	87.00	39.80	98.54	138.34
LIFAZ	110.61	8.75	76.61	33.05	97.74	130.80
LIINSEE	113.79	8.15	66.39	32.63	97.77	130.41
LIFT	115.25	5.31	28.14	26.16	99.83	125.99
LINIK	107.03	2.26	5.10	11.48	100.00	111.48
LIWLD	110.74	3.73	13.92	18.70	99.78	118.49

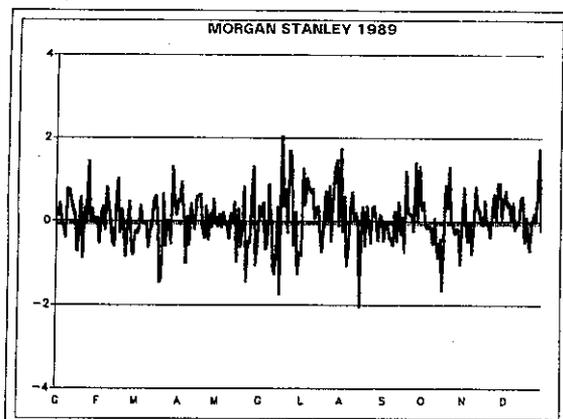
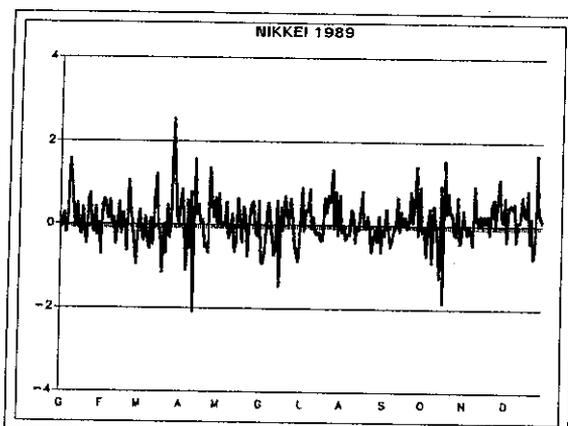
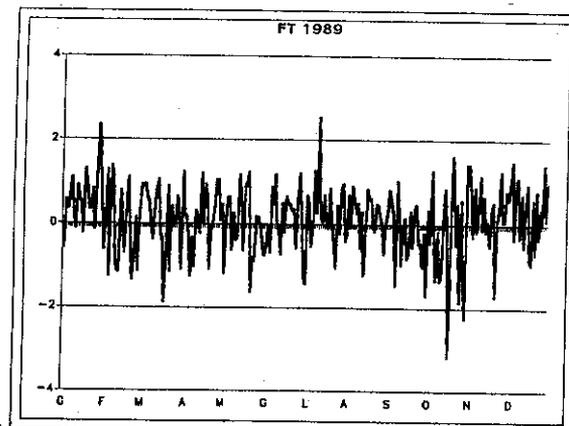
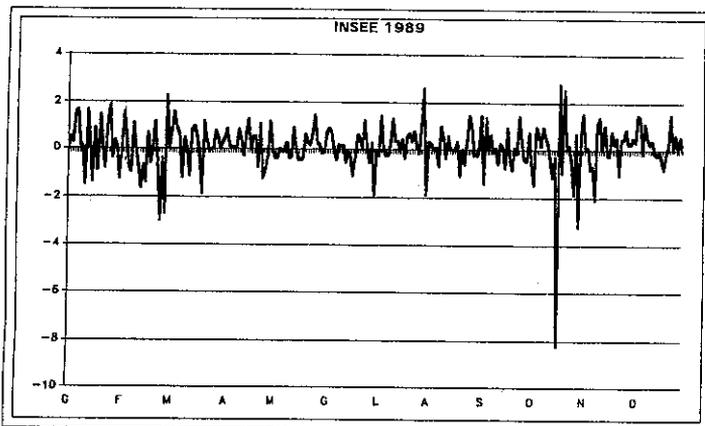
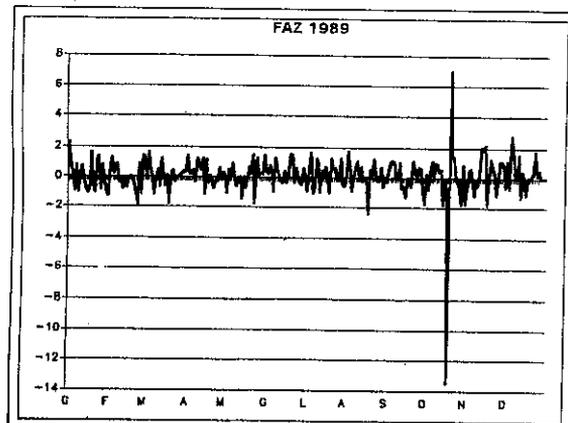
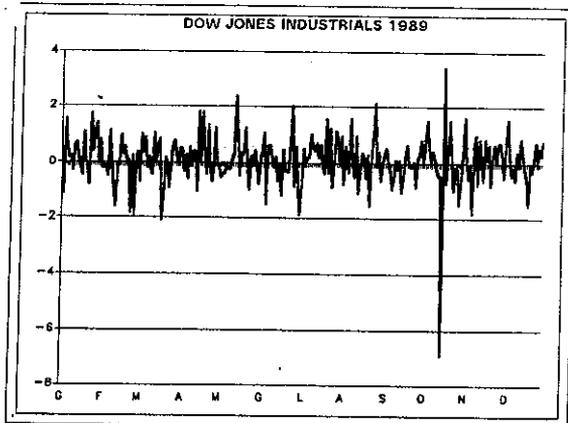
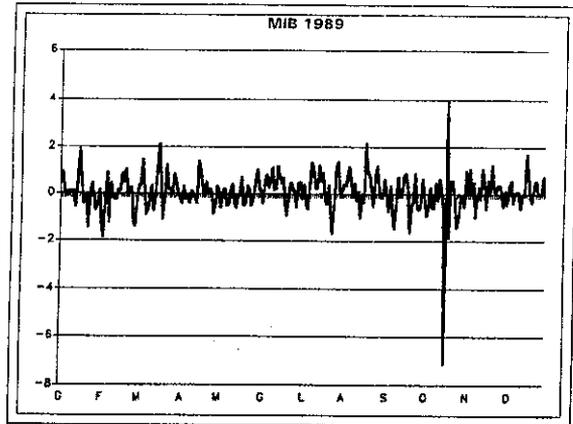
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	PERIODO PRECEDENTE IL CROLLO DI OTTOBRE Numeri di Osservazioni Valide = 199.00			<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
		<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>		
IMIB	107.56	8.20	67.25	26.40	97.30	123.70
LIDJ1	120.22	10.02	100.33	39.80	98.54	138.34
LIFAZ	107.86	7.29	53.15	25.94	97.74	123.69
LIINSEE	111.43	7.37	54.29	29.22	97.77	126.99
LIFT	116.19	5.48	30.03	26.16	99.83	125.99
LINIK	106.88	2.48	6.17	11.48	100.00	111.48
LIWLD	110.46	4.10	16.80	18.70	99.78	118.49

segue: Tav. 5

PERIODO DURANTE IL CROLLO DI OTTOBRE						
Numeri di Osservazioni Valide = 10.00						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
IMIB	113.96	3.37	11.35	9.00	108.40	117.40
LIDJ1	132.01	4.78	22.87	10.61	126.65	137.26
LIFAZ	118.40	6.07	36.80	19.34	105.89	125.23
LIINSEE	122.97	4.64	21.50	12.56	115.65	128.21
LIFT	112.70	2.17	4.73	6.51	109.12	115.63
LINIK	107.39	94	87	3.22	105.26	108.48
LIWLD	113.83	2.78	7.75	6.99	110.37	117.36
PERIODO SUCCESSIVO AL CROLLO DI OTTOBRE						
Numeri di Osservazioni Valide = 49.00						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
IMIB	111.77	2.21	4.91	8.10	107.80	115.90
LIDJ1	125.37	1.65	2.73	8.02	121.61	129.63
LIFAZ	120.24	6.76	45.71	20.89	109.91	130.80
LIINSEE	121.52	5.11	26.11	17.32	113.09	130.41
LIFT	111.92	3.09	9.57	11.80	105.10	116.90
LINIK	107.55	1.14	1.31	4.86	105.15	110.01
LIWLD	111.24	1.07	1.15	4.21	108.94	113.15
1989 ESCLUSO IL PERIODO DEL CROLLO DI OTTOBRE						
Numeri di Osservazioni Valide = 248.00						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
IMIB	108.39	7.60	57.72	26.40	97.30	123.70
LIDJ1	121.24	9.23	85.17	39.80	98.54	138.34
LIFAZ	110.29	8.71	75.82	33.05	97.74	130.80
LIINSEE	113.42	8.05	64.75	32.63	97.77	130.41
LIFT	115.35	5.37	28.83	26.16	99.83	125.99
LINIK	107.01	2.30	5.27	11.48	100.00	111.48
LIWLD	110.62	3.71	13.80	18.70	99.78	118.49

Fonte: Elaborazioni Consob.

Figura 5: Rendimenti degli indici delle principali borse internazionali



**Statistiche descrittive dei rendimenti degli indici
delle principali Borse internazionali in valuta**

<i>Variabile</i>	1 9 8 9					
	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
RMIB	.06	.82	.68	11.08	-7.1	4.0
REAZ	.10	1.27	1.61	20.44	-13.4	7.0
RINSEE	.10	1.01	1.01	10.97	-8.2	2.8
RFT	.12	.82	.68	5.69	-3.2	2.5
RNIK	.10	.57	.32	4.60	-2.1	2.5
RDJI	.09	.88	.78	10.34	-6.9	3.4
RWDM-S	.05	.63	.39	4.08	-2.0	2.0

<i>Variabile</i>	PERIODO PRECEDENTE IL CROLLO DI OTTOBRE					
	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
RMIB	.08	.66	.44	3.98	-1.8	2.1
REAZ	.11	.79	.63	4.70	-2.4	2.3
RINSEE	.12	.83	.69	5.59	-3.0	2.6
RFT	.12	.76	.58	4.41	-1.9	2.5
RNIK	.08	.57	.32	4.60	-2.1	2.5
RDJI	.13	.75	.57	4.46	-2.1	2.4
RWDM-S	.05	.64	.41	4.08	-2.0	2.0

segue: Tav. 6

PERIODO DURANTE IL CROLLO DI OTTOBRE						
Numeri di Osservazioni Valide = 10.00						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
RMIB	-.37	2.79	7.78	11.08	-7.1	4.0
RFAZ	-.54	5.11	26.08	20.44	-13.4	7.0
RINSEE	-.49	3.01	9.08	10.97	-8.2	2.8
RFT	-.43	1.40	1.95	4.78	-3.2	1.6
RNIK	.08	1.01	1.03	3.37	-1.8	1.5
RDJI	-.30	2.63	6.89	10.34	-6.9	3.4
RWDM-S	-.21	.85	.72	2.90	-1.6	1.3
PERIODO SUCCESSIVO AL CROLLO DI OTTOBRE						
Numeri di Osservazioni Valide (Listwise) = 49.00						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
RMIB	.07	.58-	.34	3.13	-1.4	1.7
RFAZ	.20	1.04+	1.07	4.59	-1.8	2.8
RINSEE	.13	.90+	.82	4.76	-3.2	1.6
RFT	.22	.88+	.77	3.73	-2.2	1.5
RNIK	.19	.45-	.20	2.45	-.8	1.7
RDJI	.04	.72-	.51	3.40	-1.8	1.6
RWDM-S	.12	.49-	.24	2.76	-1.0	1.7
1989 ESCLUSO IL PERIODO DEL CROLLO DI OTTOBRE						
Numeri di Osservazioni Valide = 248.00						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
RMIB	.08	.65	.42	3.98	-1.8	2.1
RFAZ	.13	.85	.71	5.17	-2.4	2.8
RINSEE	.13	.84	.71	5.80	-3.2	2.6
RFT	.14	.79	.62	4.76	-2.2	2.5
RNIK	.10	.55	.30	4.60	-2.1	2.5
RDJI	.11	.75	.56	4.46	-2.1	2.4
RWDM-S	.07	.61	.38	4.08	-2.0	2.0

Fonte: Elaborazioni Consob.

valori dei primi 9 mesi dell'anno, ad esclusione che per il Dow Jones, nel periodo successivo al crollo. Le statistiche riportate mostrano che la borsa caratterizzata da un maggior grado di rischiosità per tutto il 1989 è la borsa di Francoforte (deviazione standard di 1.27) ma il risultato è fortemente influenzato dagli eventi di ottobre. Nel periodo precedente il crollo è la borsa di Parigi a presentare la più elevata deviazione standard (.83%).

Durante il crollo di ottobre la variabilità dei rendimenti è aumentata moltissimo, dopo il crollo, però, la variabilità è diminuita, forse perché nel prevalere di una condizione di incertezza dei mercati si è verificata una rarefazione delle iniziative degli operatori.

Appare a questo punto opportuno individuare un indicatore della redditività che tenga conto della variabilità dei rendimenti attesi, ponderandoli per il rischio di mercato. Un utile indicatore si può ottenere calcolando il rapporto tra il valore medio giornaliero dei rendimenti e la corrispettiva deviazione standard. I valori sono riportati nella tavola 7.

Il rendimento ponderato più alto è offerto dal Nikkei, seguito dall'indice Financial Times e dal Dow Jones. La borsa di Milano presenta il rendimento ponderato più basso, con il 7.2%.

Tav. 7

**Indicatore dell'andamento dei rendimenti
delle principali Borse internazionali
(Rendimento medio giornaliero ponderato per la deviazione standard)**

	<i>Mib</i>	<i>Faz</i>	<i>Insee</i>	<i>Ft</i>	<i>Nikkei</i>	<i>Dow Jones Ind.</i>	<i>Morgan & Stanley</i>
Rapporto media/dev. standard	7.2%	8.7%	9.9%	14.6%	17.2%	11.2%	7.9%

Anche per i rendimenti giornalieri è opportuno esaminare le serie espresse in lire. Durante tutto il 1989, come si ricava dalla tavola 8, i rendimenti in lire sono lievemente supe-

**Statistiche descrittive dei rendimenti degli indici
delle principali Borse internazionali espressi in lire**

Variabile	1989					
	Media	Dev Std	Varianza	Campo di var.	Minimo	Massimo
RIM	0.6	.83	.68	11.08	-7.11	3.97
RILFZ	.11	1.26	1.59	20.12	-13.15	6.96
RILI	.11	1.00	1.00	10.86	-8.08	2.78
RILFT	.07	.99	.99	6.43	-4.09	2.34
RILN	.04	.72	.52	4.98	-2.31	2.68
RILDJI	.08	1.08	1.17	10.64	-7.13	3.51
RILW	.05	.96	.91	7.76	-4.30	3.46

Variabile	PERIODO PRECEDENTE IL CROLLO DI OTTOBRE					
	Media	Dev Std	Varianza	Campo di var.	Minimo	Massimo
RIM	.08	.66	.44	3.98	-1.84	2.14
RILFZ	.11	.79	.63	4.63	-2.46	2.17
RILI	.12	.82	.67	5.22	-2.69	2.52
RILFT	.09	.90	.81	5.02	-2.68	2.34
RILN	.04	.73	.53	4.95	-2.27	2.68
RILDJI	.16	1.04	1.08	6.09	-2.57	3.51
RILW	.09	.96	.93	6.31	-2.86	3.46

segue: Tav. 8

PERIODO DURANTE IL CROLLO DI OTTOBRE						
Numeri di Osservazioni Valide = 10.00						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
RIM	-.37	2.79	7.78	11.08	-7.11	3.97
RILFZ	-.48	5.04	25.45	20.12	-13.15	6.96
RILI	-.45	2.99	8.92	10.86	-8.08	2.78
RILFT	-.65	1.88	3.53	5.85	-4.09	1.75
RILN	-.01	1.07	1.14	3.77	-2.31	1.46
RILDJ1	-.45	2.45	6.01	8.46	-7.13	1.34
RILW	-.38	1.65	2.71	6.21	-4.30	1.91
PERIODO SUCCESSIVO AL CROLLO DI OTTOBRE						
Numeri di Osservazioni Valide (Listwise) = 49.00						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
RIM	.07	.58	.34	3.13	-1.44	1.70
RILFZ	.24	1.04	1.07	4.51	-1.74	2.76
RILI	.16	.91	.83	4.91	-3.12	1.80
RILFT	.10	1.09	1.18	5.83	-3.90	1.93
RILN	.02	.61	.38	2.96	-1.28	1.68
RILDJ1	.11	.76	.58	3.85	-2.12	1.74
RILW	.03	.72	.52	3.12	-1.69	1.43
1989 ESCLUSO IL PERIODO DEL CROLLO DI OTTOBRE						
Numeri di Osservazioni Valide = 247.00						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev Std</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
RIM	.08	.65	.42	3.98	-1.84	2.14
RILFZ	.14	.85	.72	5.22	-2.46	2.76
RILI	.13	.84	.70	5.64	-3.12	2.52
RILFT	.09	.94	.88	6.24	-3.90	2.34
RILN	.04	.71	.50	4.95	-2.27	2.68
RILDJ1	.10	.99	.99	6.09	-2.57	3.51
RILW	.06	.92	.85	6.31	-2.86	3.46

Fonte: Elaborazioni Consob.

riori a quelli in valuta per il Faz e per l'Insee ma significativamente minori per l'indice Financial Times, il Nikkei ed il Dow Jones. La maggiore differenza tra le due serie di dati analizzate si nota dalle statistiche relative al periodo successivo al crollo. In generale, nel passaggio dalle serie in valuta a quelle in lire si ha una conferma della tendenza al miglioramento dei rendimenti delle piazze di Parigi e Francoforte e soprattutto del peggioramento dell'andamento dei rendimenti dei tre grandi mercati internazionali di Londra, New York e Tokyo.

La tavola 8 mostra differenze rispetto ai dati in valuta anche per quanto concerne la variabilità dei mercati. I rendimenti delle principali piazze internazionali, Londra, Tokyo, New York, e di conseguenza anche l'indice mondiale, risultano tutti più volatili in queste serie espresse in lire.

Nella tavola 9 troviamo l'indicatore di redditività ponderato per i rendimenti giornalieri in lire.

Se supponiamo che i rendimenti in lire costituiscono il metro più significativo per valutare le opportunità di investire per un investimento italiano, possiamo concludere che nel

Tav. 9

**Indicatore della redditività dei rendimenti degli indici
delle principali Borse mondiali espressi in lire**
(Rendimento medio giornaliero ponderato con la deviazione standard)

	<i>Mib</i>	<i>Faz</i>	<i>Insee</i>	<i>Ft</i>	<i>Nikkei</i>	<i>Dow Jones Ind.</i>	<i>Morgan & Stanley</i>
Rapporto media/dev. standard	7.2%	8.7%	11.0%	7.0%	5.5%	8.2%	5.2%

1989 il miglior interscambio rendimento/rischio è stato offerto dal mercato francese.

I parametri relativi al rendimento degli indici (media annuale delle variazioni percentuali giornaliere) ed alla rischiosità permettono di verificare se le borse internazionali compongono una frontiera efficiente dell'investimento.

Ogni punto della figura 6 corrisponde ad un portafoglio teorico, costituito dal possesso di un indice di borsa. Dalla figura non sembra possibile distinguere una vera e propria frontiera dell'efficienza. Prendiamo ad esempio gli indici di Londra e di Milano. Dal grafico risulta che questi due portafogli hanno all'incirca la stessa deviazione standard ma offrono rendimenti diversi: Londra lo 0.13% e Milano lo 0.06%. L'investimento nell'indice italiano apparirebbe quindi dominato da quello nell'indice inglese.

Diversa è però la situazione se consideriamo i portafogli dopo aver convertito tutti gli indici in lire italiane. La figura 7 mostra un allineamento dei portafogli molto diverso da quello precedente. Sembra di poter scorgere una configurazione più vicina ad una vera frontiera dell'efficienza: Milano e Londra rappresentano ora due investimenti alternativi e non più facilmente ordinabili, poiché il primo mercato presenta un minore rendimento ma anche una minore deviazione standard. La preferenza di un investitore per l'uno o l'altro portafoglio sarà quindi determinata dal suo grado di avversione al rischio. Decisamente inefficiente rimane il portafoglio costituito dall'indice mondiale, che offre un rendimento minore del Mib con una rischiosità maggiore. L'indice francese appare più conveniente rispetto all'indice Financial Times, che a parità di rischio offre un rendimento decisamente minore, ed anche rispetto al Faz, che a parità di rendimento presenta un rischio maggiore.

Abbiamo osservato come i rendimenti e l'andamento dei vari indici mostrino, durante il 1989, un certo grado di omogeneità. Si può notare come in alcuni casi, in particolare per Milano, Francoforte, Parigi e New York, tale omogeneità sia più evidente che in altri, suggerendo l'esistenza di un movimento sincronico dei mercati e forse anche la presenza di un certo grado di dipendenza di alcuni dagli altri. L'idea che esista e, anzi, stia crescendo l'integrazione dei mercati è giustificata dalla diffusione di nuovi strumenti e forme di investimento internazionali che fanno sì che le decisioni degli investitori siano sempre più influenzate dall'analisi dei rendimenti comparativi dei diversi mercati.

Il grado di integrazione tra le borse può essere verificato in prima approssimazione dall'analisi dei coefficienti di correlazione. La tavola 10, che riporta i valori dei coefficienti per la serie degli indici in valuta nazionale, evidenzia un grado di correlazione elevato tra le borse europee continentali e tra queste ed il Dow Jones ritardato di un periodo. Più bassi appaiono i coefficienti tra le piazze europee continentali e la piazza di Londra.

Durante il periodo del crollo il coefficiente di correlazione più alto è quello tra i rendimenti del Mib e quelli del Dow Jones (.98). Un dato che dà sostegno all'ipotesi che Milano sia assai influenzata dall'andamento del mercato statunitense, soprattutto nei momenti di cri-

comparazione indici in valuta

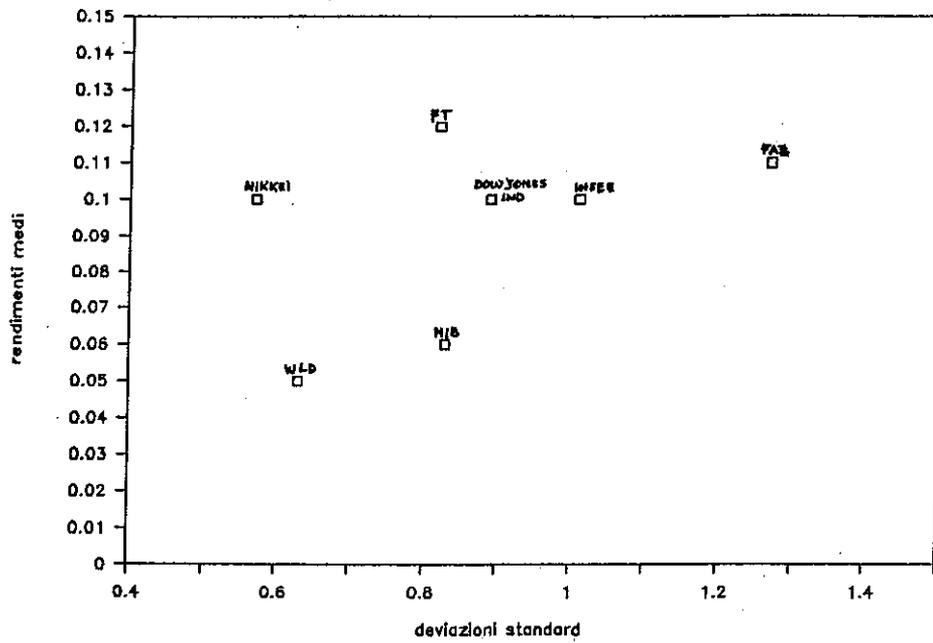


Figura 6

comparazione indici in Lire italiane

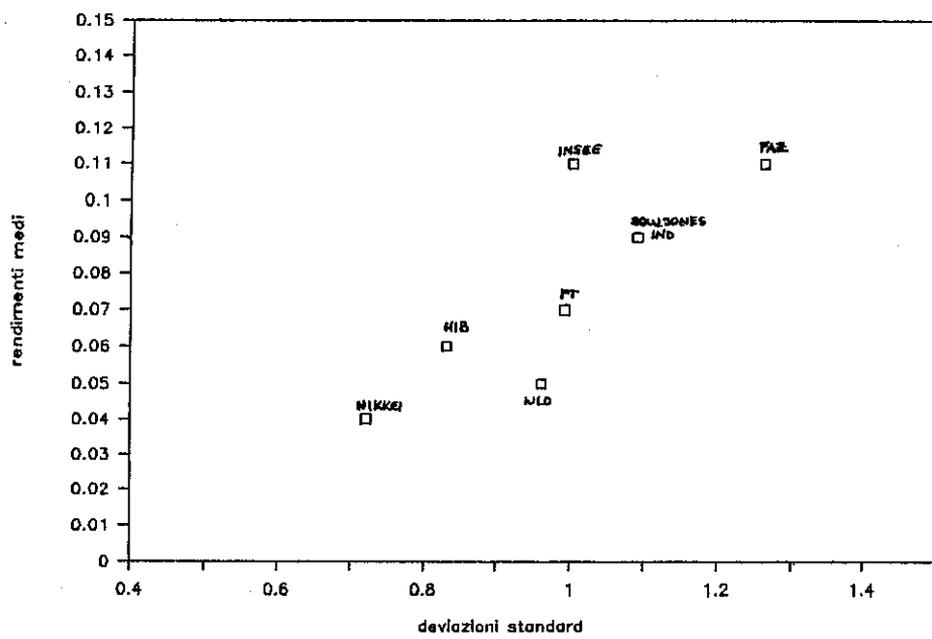


Figura 7

**Correlazioni tra gli indici delle principali Borse
internazionali espressi in valuta nazionale**

Correlazioni:	1 9 8 9					
	<i>Imib</i>	<i>Ifaz</i>	<i>Insee</i>	<i>Ift</i>	<i>Inik</i>	<i>Idjl</i>
IMIB	1.0000	.9104**	.9153**	.8655**	.6524**	.8848**
IFAZ	.9104**	1.0000	.9733**	.8745**	.8387**	.9375**
INSEE	.9153**	.9733**	1.0000	.8870**	.8381**	.9661**
IFT	.8655**	.8745**	.8870**	1.0000	.7662**	.8994**
INIK	.6524**	.8387**	.8381**	.7662**	1.0000	.8604**
IDJI	.8848**	.9375**	.9661**	.8994**	.8604**	1.0000
IWLD	.7153**	.8422**	.8254**	.7581**	.8384**	.8197**
N. di casi 258 - Signif. test a 1 coda: * — .01 ** — .001						
PERIODO PRECEDENTE IL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	<i>Imib</i>	<i>Ifaz</i>	<i>Insee</i>	<i>Ift</i>	<i>Inik</i>	<i>Idjl</i>
IMIB	1.0000	.9654**	.9455**	.8760**	.7687**	.9158**
IFAZ	.9654**	1.0000	.9719**	.8867**	.8061**	.9416**
INSEE	.9455**	.9719**	1.0000	.8988**	.8612**	.9688**
IFT	.8760**	.8867**	.8988**	1.0000	.8684**	.9458**
INIK	.7687**	.8061**	.8612**	.8684**	1.0000	.8958**
IDJI	.9158**	.9416**	.9688**	.9458**	.8958**	1.0000
IWLD	.7509**	.7626**	.7606**	.7448**	.7139**	.7665**
N. di casi 199 - Signif. test a 1 coda: * — 0.1 ** — .001						

segue: Tav. 10

Correlazioni:	PERIODO DURANTE IL CROLLO DI OTTOBRE					
	<i>Imib</i>	<i>Ifaz</i>	<i>Insee</i>	<i>Ift</i>	<i>Inik</i>	<i>Idjl</i>
IMIB	1.0000	.9352**	.9608**	.8278*	.3182	.9808**
IFAZ	.9352**	1.0000	.9670**	.8529**	.5677	.9729**
INSEE	.9608**	.9670**	1.0000	.8874**	.4518	.9825**
IFT	.8278*	.8529**	.8874**	1.0000	.2724	.8439*
INIK	.3182	.5677	.4518	.2724	1.0000	.4481
IDJ1	.9808**	.9729**	.9825**	.8439*	.4481	1.0000
IWLD	.7855*	.8704**	.9055**	.8293*	.5394	.8771**
N. di casi: 10 - Signif. test a 1 coda: * — 0.1 ** — .001						
Correlazioni:	PERIODO SUCCESSIVO AL CROLLO DI OTTOBRE					
	<i>Imib</i>	<i>Ifaz</i>	<i>Insee</i>	<i>Ift</i>	<i>Inik</i>	<i>Idjl</i>
IMIB	1.0000	.8883**	.8433**	.8539**	.9059**	.7489**
IFAZ	.8883**	1.0000	.9631**	.9450**	.9558**	.8648**
INSEE	.8433*	.9631**	1.0000	.9339**	.9444**	.9102**
IFT	.8539**	.9450**	.9339**	1.0000	.9539**	.8391**
INIK	.9059**	.9558**	.9444**	.9539**	1.0000	.8466**
IDJ1	.7489**	.8648**	.9102**	.8391**	.8466**	1.0000
IWLD	.8325**	.9454**	.9702**	.9360**	.9592**	.9345**
N. di casi: 49 - Signif. test a 1 coda: * — 0.1 ** — .001						
Correlazioni:	1989 ESCLUSO IL PERIODO DEL CROLLO DI OTTOBRE					
	<i>Imib</i>	<i>Ifaz</i>	<i>Insee</i>	<i>Ift</i>	<i>Inik</i>	<i>Idjl</i>
IMIB	1.0000	.9094**	.9146**	.8709**	.6484**	.8836**
IFAZ	.9094**	1.0000	.9739**	.8847**	.8421**	.9380**
INSEE	.9146**	.9739**	1.0000	.9017**	.8413**	.9648**
IFT	.8709**	.8847**	.9017**	1.0000	.7691**	.9169**
INIK	.6484**	.8421**	.8413**	.7691**	1.0000	.8640**
IDJ1	.8836**	.9380**	.9648**	.9169**	.8640**	1.0000
IWLD	.7093**	.8401**	.8223**	.7611**	.8376**	.8172**
N. di casi: 248 - Signif. test a 1 coda: * — .01 ** — .001						

Fonte: Elaborazioni Consob.

si. I valori dei coefficienti dopo il crollo ritornano, anche se mantenendosi leggermente più elevati, sui livelli del periodo precedente ottobre.

I dati suggeriscono l'esistenza di almeno tre borse indipendenti: quella statunitense, quella giapponese e quella di Londra. Stranamente, i mercati europei continentali non sembrano attratti dal polo londinese quanto piuttosto da quello americano. Le ragioni di questa maggiore attrazione di Wall Street risiedono probabilmente nelle relazioni economiche tra l'Europa e gli Stati Uniti e nel ruolo guida storicamente giocato dai mercati finanziari americani.

La tavola 11 mostra i coefficienti di correlazione che si ottengono una volta che tutti gli indici sono espressi in lire. I valori dei coefficienti nel periodo precedente il crollo sono in generale meno significativi e più bassi per gli indici in lire che per quelli in valuta. La borsa di Milano presenta una correlazione elevata con l'indice mondiale e con il Dow Jones, mentre non significativa è la correlazione con la borsa di Tokyo. Considerazioni analoghe sorgono dal raffronto delle correlazioni dei rendimenti, espressi in valute nazionali o in lire, riportate rispettivamente nelle tavole 12 e 13. I coefficienti di correlazione più significativi si registrano tra il Mib ed i rendimenti degli indici Financial Times, Nikkei e Morgan & Stanley espressi in lire.

Anche nel caso dei rendimenti, il periodo del crollo di ottobre appare quello maggiormente significativo dal punto di vista dell'andamento congiunto delle borse analizzate. Durante questo periodo tutti i coefficienti assumono valori molto elevati e significativi. Tra i rendimenti in valuta il massimo è raggiunto dal coefficiente di correlazione tra il Mib e il Dow Jones (0.9729), mentre se consideriamo i rendimenti in lire il valore più alto è del coefficiente tra il Faz e l'Insee (0.9395).

Prima di proseguire nell'analisi del grado di integrazione o di interdipendenza tra le varie borse è opportuno spendere qualche parola sull'efficienza dei mercati. In un mercato efficiente la serie dei prezzi è generata da un processo statistico casuale, e quindi nessun investitore sarà in grado, sulla base della semplice osservazione dei prezzi passati, di ottenere profitti puntando su qualche fattore che sistematicamente possa influenzare il mercato.

Una stima delle funzioni di autocorrelazione delle variazioni percentuali giornaliere dei mercati maggiori, Londra, New York, Tokyo e dell'indice mondiale, suggerisce che questi mercati sono «efficienti» nel senso tecnico appena definito. Una certa autocorrelazione sembra invece presente per il Faz ed il Mib.

La presenza di autocorrelazione ostacola la valutazione delle relazioni di influenza reciproca o univoca che abbiamo tentato di stimare tra alcuni mercati. Per questo motivo sono stati usati dei modelli di stima che tengono conto del problema. In particolare, si sono utilizzati modelli che permettono di rettificare l'autocorrelazione del primo ordine. In generale, l'adozione di questi modelli ha dato risultati soddisfacenti. Si è così analizzata la dipendenza delle piazze di Parigi, Francoforte, Londra e Milano dall'andamento dei rendimenti del Dow Jones.

Tav. II

**Correlazioni tra gli indici delle principali Borse
internazionali espressi in lire**

Correlazioni:	1 9 8 9					
	<i>Imib</i>	<i>Lifaz</i>	<i>Liinsee</i>	<i>Lift</i>	<i>Linik</i>	<i>Lidjl</i>
IMIB	1.0000	.8621**	.8859**	.5734**	-.0508	.8446**
LIFAZ	.8621**	1.0000	.9671**	.3526**	.0762	.7503**
LIINSEE	.8859**	.9671**	1.0000	.4360**	.1576*	.8402**
LIFT	.5734**	.3526**	.4360**	1.0000	.2346**	.5687**
LINIK	-.0508	.0762	.1576*	.2346**	1.0000	.1122
LIDJ1	.8446**	.7503**	.8402**	.5687**	.1122	1.0000
LIWLD	.8062**	.6771**	.7817**	.7168**	.3084**	.9164**
N. di casi: 258 - Signif. test a una coda * — .01 ** — .001						
PERIODO PRECEDENTE IL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	<i>Imib</i>	<i>Lifaz</i>	<i>Liinsee</i>	<i>Lift</i>	<i>Linik</i>	<i>Lidjl</i>
IMIB	1.0000	.9588**	.9390**	.7315**	-.1138	.8476**
LIFAZ	.9588**	1.0000	.9624**	.7122**	-.0872	.8532**
LIINSEE	.9390**	.9624**	1.0000	.7669**	.0523	.9109**
LIFT	.7315**	.7122**	.7669**	1.0000	.2620**	.7775**
LINIK	-.1138	-.0872	.0523	.2620**	1.0000	.0894
LIDJ1	.8476**	.8532**	.9109**	.7775**	.0894	1.0000
LIWLD	.8177**	.8150**	.8885**	.8499**	.2961**	.9283**
N. di casi: 199 - Signif. test a una coda * — .01 ** — .001						

segue: Tav. 11

PERIODO DURANTE IL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	<i>Imib</i>	<i>Lifaz</i>	<i>Liinsee</i>	<i>Lift</i>	<i>Linik</i>	<i>Lidjl</i>
IMIB	1.0000	.9261**	.9590**	.8327*	.6406	.9584**
LIFAZ	.9261**	1.0000	.9638**	.8738**	.8282*	.8868**
LIINSEE	.9590**	.9638**	1.0000	.8981**	.7372*	.9435**
LIFT	.8327*	.8738**	.8981**	1.0000	.6402	.8965**
LINIK	.6406	.8282*	.7372*	.6402	1.0000	.5482
LIDJI	.9584**	.8868**	.9435**	.8965**	.5482	1.0000
LIWLD	.9453**	.9011**	.9631**	.8591**	.6486	.9625**
N. di casi: 10 - Signif. test a una coda * — .01 ** — .001						
PERIODO SUCCESSIVO AL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	<i>Imib</i>	<i>Lifaz</i>	<i>Liinsee</i>	<i>Lift</i>	<i>Linik</i>	<i>Lidjl</i>
IMIB	1.0000	.9077**	.8647**	.7179**	.7629**	— .3748*
LIFAZ	.9077**	1.0000	.9676**	.8376**	.8440**	— .3136
LIINSEE	.8647**	.9676**	1.0000	.8549**	.8421**	— .2794
LIFT	.7179**	.8376**	.8549**	1.0000	.7354**	— .3120
LINIK	.7629**	.8440**	.8421**	.7354**	1.0000	— .2329
LIDJI	— .3748*	— .3136	— .2794	— .3120	— .2329	1.0000
LIWLD	.1431	.3162	.3489*	.3114	.4267*	.5681**
N. di casi: 49 - Signif.: test a una coda * — .01 ** — .001						
1989 ESCLUSO IL PERIODO DEL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	<i>Imib</i>	<i>Lifaz</i>	<i>Liinsee</i>	<i>Lift</i>	<i>Linik</i>	<i>Lidjl</i>
IMIB	1.0000	.8594**	.8851**	.5951**	— .0604	.8416**
LIFAZ	.8594**	1.0000	.9672**	.3738**	.0642	.7392**
LIINSEE	.8851**	.9672**	1.0000	.4698**	.1498*	.8305**
LIFT	.5951**	.3738**	.4698**	1.0000	.2365**	.6074**
LINIK	— .0604	.0642	.1498*	.2365**	1.0000	.1048
LIDJI	.8416**	.7392**	.8305**	.6074**	.1048	1.0000
LIWLD	.8014**	.6628**	.7721**	.7481**	.3045**	.9150**
N. di casi: 248 - Signif. test a 1 coda: * — .01 ** — .001						

Fonte: Elaborazioni Consob.

Tav. 12

**Correlazioni tra i rendimenti degli indici delle principali Borse
internazionali espressi in valuta nazionale**

Correlazioni:	1 9 8 9					
	<i>Rmib</i>	<i>Rfaz</i>	<i>Rinsee</i>	<i>Rft</i>	<i>Rnik</i>	<i>Rdjl</i>
RMIB	1.0000	.5118**	.4529**	.0864	.1740*	.4927**
RFAZ	.5118**	1.0000	.6256**	.2050**	.2509**	.5581**
RINSEE	.4529**	.6256**	1.0000	.2745**	.1935**	.6411**
RFT	.0864	.2050**	.2745**	1.0000	.1413	.2107**
RNIK	.1740*	.2509**	.1935**	.1413	1.0000	.1878*
RDJI	.4927**	.5581**	.6411**	.2107**	.1878*	1.0000
RWLD-S	.1558*	.2495**	.3006**	.0944	.1745*	.4697**
N. di casi: 258 - Signif. test a 1 coda: * — .01 ** — .001						
PERIODO PRECEDENTE IL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	<i>Rmib</i>	<i>Rfaz</i>	<i>Rinsee</i>	<i>Rft</i>	<i>Rnik</i>	<i>Rdjl</i>
RMIB	1.0000	.0724	.1283	.0249	.0225	.1826*
RFAZ	.0724	1.0000	.3315**	.1152	.0661	.2354**
RINSEE	.1283	.3315**	1.0000	.2031*	.0082	.4788**
RFT	.0249	.1152	.2031*	1.0000	.1225	.1526
RNIK	.0225	.0661	.0082	.1225	1.0000	— .0002
RDJI	.1826*	.2354**	.4788**	.1526	— .0002	1.0000
RWDM-S	.0951	.2046**	.2594**	.0204	.1203	.4655**
N. di casi: 199 - Signif. test a una coda * — .01 ** — .001						

segue: Tav. 12

PERIODO DURANTE IL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	Rmib	Rfaz	Rinsee	Rft	Rnik	Rdjl
RMIB	1.0000	.9259**	.9334**	.3673	.7379*	.9729**
RFAZ	.9259**	1.0000	.9417**	.5197	.8110*	.9569**
RINSEE	.9334**	.9417**	1.0000	.5025	.8334*	.9381**
RFT	.3673	.5197	.5025	1.0000	.2642	.4031
RNIK	.7379*	.8110*	.8334*	.2642	1.0000	.7924*
RDJI	.9729**	.9569**	.9381**	.4031	.7924*	1.0000
RWDM-S	.3734	.5274	.5350	.5486	.5280	.5472
N. di casi: 10 - Signif. test a una coda * — .01 ** — .001						
PERIODO SUCCESSIVO AL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	Rmib	Rfaz	Rinsee	Rft	Rnik	Rdjl
RMIB	1.0000	.3132	.3820*	—,1110	.0393	.4248*
RFAZ	.3132	1.0000	.6322**	.0900	.1115	.4404**
RINSEE	.3820*	.6322**	1.0000	.2767	.2406	.5907**
RFT	—,1110	.0900	.2767	1.0000	.1362	.2251
RNIK	.0393	.1115	.2406	.1362	1.0000	.3635*
RDJI	.4248*	.4404**	.5907**	.2251	.3635*	1.0000
RWDM-S	.2620	.3211	.3478*	.1420	.2714	.6136**
N. di casi: 49 - Signif.: test a una coda * — .01 ** — .001						
1989 ESCLUSO IL PERIODO DEL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	Rmib	Rfaz	Rinsee	Rft	Rnik	Rdjl
RMIB	1.0000	.1226	.1752*	—,0017	.0246	.2230**
RFAZ	.1226	1.0000	.4071**	.1102	.0768	.2776**
RINSEE	.1752*	.4071**	1.0000	.2201**	.0483	.4998**
RFT	—,0017	.1102	.2201**	1.0000	.1271	.1646*
RNIK	.0246	.0768	.0483	.1271	1.0000	.0519
RDJI	.2230**	.2776**	.4998**	.1646*	.0519	1.0000
RWDM-S	.1180	.2235**	.2718**	.0431	.1424	.4834**
N. di casi: 248 - Signif. test a 1 coda: * — .01 ** — .001						

Fonte: Elaborazioni Consob.

Tav. 13

**Correlazioni tra i rendimenti degli indici delle principali Borse
internazionali espressi in lire**

Correlazioni:	1 9 8 9					
	<i>Rim</i>	<i>Rilfz</i>	<i>Rili</i>	<i>Rilft</i>	<i>Riln</i>	<i>Rildj1</i>
RIM	1.0000	.5059**	.4572**	.1153	.1911*	.3530**
RILFZ	.5059**	1.0000	.6170**	.2390**	.2235**	.4119**
RILI	.4572**	.6170**	1.0000	.3064**	.1781*	.4377**
RILFT	.1153	.2390**	.3064**	1.0000	.2292**	.1914*
RILN	.1911*	.2235**	.1781*	.2292**	1.0000	.0478
RILDJ1	.3530**	.4119**	.4377**	.1914*	.0478	1.0000
RILW	.2830**	.2510**	.3054**	.1892*	.1441	.1393

N. di casi: 257 - Signif. test a 1 coda: * — .01 ** — .001

PERIODO PRECEDENTE IL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	<i>Rim</i>	<i>Rilfz</i>	<i>Rili</i>	<i>Rilft</i>	<i>Riln</i>	<i>Rildj1</i>
RIM	1.0000	.0535	.1300	.0431	.0638	.1350
RILFZ	.0535	1.0000	.3129**	.1556	.0675	.1687*
RILI	.1300	.3129**	1.0000	.2232**	.0279	.2732**
RILFT	.0431	.1556	.2232**	1.0000	.2021*	.1055
RILN	.0638	.0675	.0279	.2021*	1.0000	— .0651
RILDJ1	.1350	.1687*	.2732**	.1055	— .0651	1.0000
RILW	.1159	.0462	.1929*	.1377	.0479	— .0126

N. di casi: 199 - Signif. test a una coda * — .01 ** — .001

segue: Tav. 13

PERIODO DURANTE IL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	Rim	Rilfz	Rili	Rilft	Riln	Rildjl
RIM	1.0000	.9176**	.9285**	.4092	.7926*	.8477**
RILFZ	.9176**	1.0000	.9395**	.5416	.8445*	.8689**
RILI	.9285**	.9395**	1.0000	.5237	.8284*	.8385*
RILFT	.4092	.5416	.5237	1.0000	.3923	.5214
RILN	.7926*	.8445*	.8284*	.3923	1.0000	.7138
RILDJ1	.8477**	.8689**	.8385*	.5214	.7138	.10000
RILW	.7957*	.7668*	.7846*	.5615	.7218*	.8106*
N. di casi: 10 - Signif. test a una coda * — .01 ** — .001						
PERIODO SUCCESSIVO AL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	Rim	Rilfz	Rili	Rilft	Riln	Rildjl
RIM	1.0000	.3552*	.4181*	— .1081	.0932	.3753*
RILFZ	.3552*	1.0000	.6222**	.0828	.1051	.4820**
RILI	.4181*	.6222**	1.0000	.3143	.2075	.5257**
RILFT	— .1081	.0828	.3143	1.0000	.2681	.1974
RILN	.0932	.1051	.2075	.2681	1.0000	.0886
RILDJ1	.3753*	.4820**	.5257**	.1974	.0886	.10000
RILW	.3961*	.3169	.2482	.1025	.3354*	.2454
N. di casi: 49 - Signif.: test a una coda * — .01 ** — .001						
1989 ESCLUSO IL PERIODO DEL CROLLO DI OTTOBRE						
Correlazioni:	Rim	Rilfz	Rili	Rilft	Riln	Rildjl
RIM	1.0000	.1179	.1844*	.0120	.0683	.1662*
RILFZ	.1179	1.0000	.3938**	.1349	.0733	.2133
RILI	.1844*	.3938**	1.0000	.2455**	.0607	.3075**
RILFT	.0120	.1349	.2455**	1.0000	.2129**	.1187
RILN	.0683	.0733	.0607	.2129**	1.0000	— .0435
RILDJ1	.1662*	.2133**	.3075**	.1187	— .0435	1.0000
RILW	.1541*	.0927	.1989**	.1289	.0866	.0231
N. di casi: 247 - Signif. test a 1 coda: * — .01 ** — .001						

Fonte: Elaborazioni Consob.

L'indice di Parigi sembra essere il più influenzato dall'andamento dei rendimenti del Dow Jones. Le stime mostrano una varianza spiegata pari al 41% su tutto il 1989, al 30% nel periodo che precede il crollo e al 37% nel periodo successivo (vedi tavola 14).

La seconda borsa che si è supposto essere influenzata dal Dow Jones è quella tedesca. In questo caso il Faz può dipendere solo dal Dow Jones del giorno precedente, essendo la borsa di Francoforte già chiusa quando apre quella di New York. La varianza spiegata dall'indice statunitense è pari, su tutto l'arco del 1989, al 31%, nel periodo precedente il crollo è del 5% e sale al 19.5% nel periodo successivo (vedi tavola 15).

Per quanto riguarda la piazza di Londra, la varianza spiegata dal Dow Jones risulta pari a circa il 9%, essa è del 18% nel periodo precedente al crollo e del 30% nel periodo immediatamente successivo (cfr. tavola 16 a)). L'apparente anomalia è dovuta al fatto che durante i giorni del crollo la relazione tra le borse di Londra e di New York, che per ragioni relative all'orario di apertura dei mercati sono correlate nello stesso giorno, è mutata, e l'indice Financial Times è risultato dipendente dal Dow Jones del giorno prima (cfr. tavola 16 b)).

Anche per la borsa di Milano si è cercato di verificare le possibili influenze dalle grandi borse internazionali. Si è così stimata la dipendenza del Mib dal Dow Jones ritardato, dall'indice Financial Times e dal Nikkei. Dall'analisi risulta che il mercato italiano è influenzato da questi indici nella misura del 24% per tutto il 1989. Tuttavia, l'unico coefficiente significativo è quello del Dow Jones ritardato. Questo risultato è confermato per tutti i sottoperiodi analizzati. Se si considera il solo indice Dow Jones, e si escludono i giorni del crollo, si spiega circa il 5% della variazione del Mib (vedi tavola 17). Questi risultati sembrano suggerire un effetto di «catturamento» del Mib da parte del Dow Jones durante il periodo della caduta di prezzo e una relazione stabile, ma debole, di influenza sistematica di New York su Milano.

Si delinea quindi un quadro in cui le tre maggiori borse internazionali giocano un ruolo leader caratterizzato da un'elevato grado di indipendenza le une dalle altre. In Europa, però il polo di Londra non attrae i mercati locali, maggiormente influenzati dall'andamento della borsa di New York. Le interrelazioni tra le piazze continentali di Milano, Parigi e Francoforte, oltre che dall'integrazione progressiva dei mercati, sono spiegate dalla contemporanea influenza su tutte queste piazze del mercato di New York.

L'evento eccezionale dell'anno 1989, il crollo del 13 ottobre, circoscritto nel tempo ma esteso a quasi tutte le borse, è consistito nel fatto che il Dow Jones ha perduto in un solo giorno quasi 200 punti (190.58), il -6.9% della sua capitalizzazione. La flessione di Wall Street avvenuta nella seconda parte della giornata di venerdì, a causa delle differenze di fuso orario non si è potuta trasmettere agli altri mercati che dopo il week end. Sui mercati europei ed internazionali l'incertezza è cresciuta fino al lunedì, quando la flessione annunciata si è puntualmente realizzata. Il mercato che ha risentito di più dell'andamento negativo del

**Stima dell'influenza dell'indice Dow Jones ritardato
sull'indice Insee**

	<i>R²</i>	<i>Durbin Watson</i>	<i>B</i>	<i>t</i>
1989	41.0%	2.18	0.64	13.36
Periodo precedente il crollo	22.9%	2.11	0.48	7.65
Periodo successivo al crollo	37.5%	1.96	0.61	5.20
1989 escluso il crollo	25.4%	2.00	0.50	9.12

Tab. 15

**Stima dell'influenza dell'indice Dow Jones ritardato
sull'indice Faz**

	<i>R</i> ²	<i>Durbin Watson</i>	<i>B</i>	<i>t</i>
1989	31.1%	1.97	0.56	10.76
Periodo precedente il crollo	5.5%	1.89	0.23	3.40
Periodo successivo al crollo	19.4%	1.80	0.44	3.36
1989 escluso il crollo	7.7%	1.84	0.28	4.53

**Stima dell'influenza dell'indice Dow Jones
sull'indice Financial Times**

	<i>R2</i>	<i>Durbin Watson</i>	<i>B</i>	<i>t</i>
1989	8.9%	1.92	0.29	5.02
Periodo precedente il crollo	18.0%	1.89	0.42	6.60
Periodo successivo al crollo	30.7%	1.98	0.55	4.47
1989 escluso il crollo	18.5%	2.02	0.43	7.50

**Stima dell'influenza dell'indice Dow Jones ritardato
sull'indice Financial Times**

	<i>R²</i>	<i>Durbin Watson</i>	<i>B</i>	<i>t</i>
1989	4.4%	1.90	0.21	3.45
Periodo precedente il crollo	2.3%	1.82	0.15	2.16
Periodo successivo al crollo	5.0%	2.00	0.27	1.95
1989 escluso il crollo	2.7%	1.92	0.16	2.62

**Stima dell'influenza dell'indice Dow Jones ritardato
sull'indice MIB**

	<i>R2</i>	<i>Durbin Watson</i>	<i>B</i>	<i>t</i>
1989	24.3%	1.79	0.49	9.06
Periodo precedente il crollo	3.5%	1.85	0.19	2.66
Periodo successivo al crollo	18.5%	1.99	0.43	3.20
1989 escluso il crollo	5.2%	1.90	0.22	3.66

Dow Jones è stato quello di Francoforte, crollato nella sola giornata di lunedì 16 ottobre del 13.4%. Anche le borse di Milano e Parigi hanno registrato gravi cadute del 7.1% la prima e del 8.2% la seconda. Durante il crollo, come si è già osservato, la borsa di Londra ha risentito del comportamento di New York del giorno precedente: l'indice Financial Times è calato il lunedì 16 e non il venerdì 13 ottobre, poiché la borsa statunitense nel pomeriggio del venerdì ha iniziato a scendere quando Londra era già chiusa ed il lunedì 16 ha continuato a scendere nelle ore in cui Londra era aperta. Come è noto, il Dow Jones, nella seconda parte della giornata del 16, è risalito registrando a fine giornata una variazione positiva del 3.4%. Sul mercato di Londra la ripresa di New York si è quindi riflessa soltanto il giorno dopo, quando infatti anche l'indice Financial Times iniziava una risalita che sarebbe durata per il resto del mese.

Dall'analisi dei dati relativi al periodo del crollo possiamo trarre alcune indicazioni: certamente la crisi è iniziata a Wall Street e si è propagata sugli altri mercati. Tutte le piazze hanno risentito, sia pure in maniera diversa, della flessione del Dow Jones. È interessante notare che lo stesso fenomeno non si è verificato in occasione del recente crollo del febbraio 1990 dell'indice della borsa giapponese, che non ha invece prodotto effetti sull'andamento degli indici delle altre borse.

La propagazione degli shocks da un mercato agli altri sembra essere favorita da diversi elementi. In primo luogo i mercati sono sempre più collegati, da un punto di vista strutturale, dalla crescente innovazione finanziaria internazionale e dallo sviluppo degli operatori internazionali. Il maggior collegamento accresce il rischio sistemico dei mercati in ragione della interconnessione multinazionale delle posizioni degli operatori finanziari. In presenza di uno shock, agisce inoltre il cambiamento delle aspettative degli investitori e degli operatori. Una crisi di borsa su un mercato può infatti annunciare una flessione nei profitti attesi nell'economia e generare aspettative pessimistiche circa la propagazione su altri mercati dell'eventuale fase economica negativa.

La crisi dell'ottobre 1989, analogamente a quella del 1987, si è propagata rapidamente a livello internazionale. Dalla stima delle relazioni tra gli indici europei ed il Dow Jones si è rilevato che il rendimento di quest'ultimo spiega una percentuale maggiore della varianza degli altri indici nel periodo successivo al crollo. Sembra esservi dunque un effetto «permanente» di accresciuta sintonizzazione delle borse che, come nel 1987, dovrebbe disperdersi solo nell'arco dei mesi successivi. La ripresa in quasi tutti i mercati è stata netta e si è concentrata in un arco di tempo relativamente breve. Tutte le borse hanno chiuso il 1989 con valori dell'indice superiori a quelli d'inizio anno. Sembrerebbe dunque che, anche se le borse dopo il crollo sono più attente a quello che succede a Wall Street, i mercati abbiano avuto una capacità di reazione che ci permette oggi di valutare il crollo del 1989 come un episodio circoscritto.

Legenda

Indici di Borsa in valuta

MIB	Borsa di Milano
FAZ	Borsa di Francoforte
INSEE	Borsa di Parigi
FT	Borsa di Londra
NIKKEI	Borsa di Tokio
DOWJIND	Borsa di New York
DJI	Borsa di New York - Indice ritardato di un giorno
WLDM-S	Indice Morgan & Stanley

Indici di Borsa a base 2.1.1989

IMIB	Borsa di Milano
IFAZ	Borsa di Francoforte
INSEE	Borsa di Parigi
IFT	Borsa di Londra
INIK	Borsa di Tokio
IDJ	Borsa di New York
IDJ1	Borsa di New York - Indice ritardato di un giorno
IWLD	Indice mondiale Morgan & Stanley

Indici di Borsa in lire

LIFAZ	Borsa di Francoforte
LIINSEE	Borsa di Parigi
LIFT	Borsa di Londra
LINIK	Borsa di Tokio
LIDJ	Borsa di New York
LIDJ1	Borsa di New York - Indice ritardato di un giorno
LIWLD	Indice mondiale Morgan & Stanley

Legenda (continua)*Rendimenti degli indici in valuta*

RMIB	Borsa di Milano
RFAZ	Borsa di Francoforte
RINSEE	Borsa di Parigi
RFT	Borsa di Londra
RNIKKEI	Borsa di Tokio
RDOWJIND	Borsa di New York
RDJ1	Borsa di New York - Indice ritardato di un giorno
RWLDM-S	Indice Morgan & Stanley

Rendimenti degli indici a base 2.1.89 in valuta

RIM	Borsa di Milano
RIFT	Borsa di Francoforte
RII	Borsa di Parigi
RIFT	Borsa di Londra
RIN	Borsa di Tokio
RIDJ	Borsa di New York
RIDJ1	Borsa di New York - Indice ritardato di un giorno
RIW	Indice mondiale Morgan & Stanley

Rendimenti degli indici in lire

RILFZ	Borsa di Francoforte
RILI	Borsa di Parigi
RILFT	Borsa di Londra
RILN	Borsa di Tokio
RILDJ	Borsa di New York
RILDJ1	Borsa di New York - Indice ritardato di un giorno
RILW	Indice mondiale Morgan & Stanley

2. Il quadro macroeconomico e l'attività finanziaria

Un'analisi completa dell'andamento del mercato mobiliare si deve inserire nel quadro più ampio dello studio dei flussi finanziari dell'economia, ed in particolare dell'allocazione del risparmio da parte delle famiglie e dell'approvvigionamento dei fondi da parte delle imprese. Le principali determinanti di queste decisioni possono essere individuate nell'evoluzione della congiuntura economica, negli andamenti dei tassi di interesse e dell'inflazione e nelle principali misure di politica economica attuate dal governo e dalle autorità monetarie. Nelle pagine che seguono si è ricostruito il quadro delle principali variabili macroeconomiche e finanziarie sulla base delle informazioni disponibili al febbraio 1990.

Il 1989 ha fatto segnare un leggero affievolimento della fase espansiva protrattasi per tutta la seconda metà degli anni ottanta: i dati più recenti indicano un tasso di crescita reale del Prodotto Interno Lordo (PIL) che si aggira sul 3.0%, in linea con la media degli ultimi cinque anni, ma in flessione rispetto al 1988, quando, con il 3.9%, si era raggiunto il valore più alto del decennio.

La crescita della produzione industriale, dopo una stasi iniziale seguita da una ripresa nella seconda metà dell'anno, si è attestata su un livello di circa il 3.4%, inferiore di oltre tre punti percentuali a quello del 1988 (6.9%). La flessione ha interessato particolarmente il settore dei beni di investimento, che ha perso il ruolo trainante del 1988 per allinearsi alla dinamica dei beni intermedi e di consumo. Un leggero rallentamento del ciclo di crescita ha interessato anche il settore terziario, mentre il settore agricolo ha invertito la tendenza negativa, facendo registrare una crescita del valore aggiunto ai prezzi di mercato di circa l'1.2%.

La domanda aggregata ha mantenuto un sostenuto livello di crescita reale (+4.6% nei primi nove mesi), stimolata soprattutto dalla componente estera (+10.0%) e dalla spesa per investimenti (+5.6%); i dati relativi ai mesi del secondo semestre evidenziano però un rallentamento del tasso di crescita. Le indagini congiunturali elaborate dall'ISCO confermano la tendenza verso un esaurimento della fase espansiva: il grado di utilizzo degli impianti industriali ha raggiunto nel secondo trimestre il nuovo massimo dell'80.8%, per poi attestarsi nel terzo trimestre sull'80%. È anche segnalata una riduzione del livello degli ordini, con conseguente aumento delle scorte di prodotti finiti. Nei primi nove mesi dell'anno il costo del lavoro per unità di prodotto nel settore industriale ha fatto registrare una decisa crescita del 5.8% (3.9% nell'anno precedente). Questo risultato suggerisce l'ipotesi che il sistema industriale possa aver esaurito le capacità di recupero di efficienza nell'impiego dei fattori produttivi che furono alla base del ciclo espansivo iniziato nel 1983.

L'andamento dei prezzi ha confermato i segnali di accelerazione dell'inflazione avvertiti nell'ultimo scorcio del 1988: a dicembre il tasso di incremento tendenziale dei prezzi al consumo è stato del 6.5% (un punto in più dell'anno precedente), mentre il tasso medio annuo si è attestato al 6.6% rispetto al 5.0% del 1988. I dati finora disponibili segnalano inoltre

una riduzione della forbice tra l'andamento degli indici dei prezzi all'ingrosso e di quelli al consumo.

Il tasso di disoccupazione si è mantenuto sul livello del 12% per il terzo anno consecutivo, ma analisi più dettagliate, relative al primo semestre, hanno segnalato non solo la persistenza, ma l'aggravamento dei profondi squilibri strutturali che caratterizzano il mercato del lavoro italiano: ad una leggera riduzione del tasso di disoccupazione nel centro-nord, passato dal 7.8% al 7.5%, fa riscontro un sensibile incremento della disoccupazione nel Mezzogiorno, dal 20.6% al 21.2%.

Il versante degli scambi con l'estero ha fatto registrare un deciso peggioramento del disavanzo della bilancia commerciale. Il passivo è salito a 2.500 miliardi (746 nel 1988), pur in presenza di una crescita parallela delle importazioni (+16.6%) e delle esportazioni (+16.0%). Sotto il profilo merceologico, si è considerevolmente aggravato il saldo negativo dei prodotti energetici (+30.0%) e hanno continuato a presentare deficit considerevoli i prodotti chimici, minerali e agroalimentari, mentre ha fatto registrare una dinamica estremamente positiva il settore metalmeccanico, il cui saldo attivo si è accresciuto del 43.7% giungendo quasi a bilanciare il deficit energetico. Nell'insieme i dati disponibili lasciano prevedere una conferma, se non un aggravamento, degli squilibri settoriali, in particolare energetico e agroalimentare, e di quelli geografici nei confronti dei paesi della CEE e dell'area OPEC, che caratterizzano da anni i nostri scambi con l'estero. Le stime elaborate dalla Banca d'Italia segnalano che la dimensione del deficit delle partite correnti, accumulato nella quasi totalità nel corso del primo semestre, ammonta a 15.000 miliardi (a fronte di un passivo di 6.779 nel 1988).

L'accresciuta integrazione internazionale del sistema finanziario italiano si è riflessa sui movimenti di capitale da e verso l'estero: grazie ad una dinamica positiva nei primi tre trimestri, solo parzialmente ridimensionata a fine anno, investimenti diretti e prestiti hanno raggiunto un totale di quasi 40.000 miliardi di lire (+41.9%), a fronte di corrispondenti flussi di uscita per oltre 17.000 miliardi (+15.3%). Considerando anche i fondi confluiti per mezzo del sistema bancario (15.000 miliardi), il totale degli afflussi netti di capitali esteri ammonta a poco meno di 38.000 miliardi (+60.7%). All'interno di questo quadro le riserve ufficiali hanno registrato una crescita di oltre 15.000 miliardi, mentre il saldo della posizione sull'estero delle aziende di credito dovrebbe registrare un incremento del passivo di oltre 10.000 miliardi di lire.

Il cambio della lira si è mantenuto su livelli stabili all'interno dello SME, mentre ha fatto registrare nei primi sei mesi dell'anno un deprezzamento di circa il 10% nei confronti del dollaro statunitense. È poi seguita una fase che ha riportato il cambio con il dollaro ai livelli di inizio anno, mentre ha visto verificarsi un apprezzamento di oltre il 10% della lira nei confronti dello yen e della sterlina. Nelle ultime settimane del 1989, il rafforzamento del marco tedesco nei confronti del dollaro ha causato un progressivo indebolimento della posizione della

lira e di altre valute all'interno dello SME. La situazione sembra essersi risolta con l'importante provvedimento del 6 gennaio 1990 che ha stabilito l'abbandono da parte della lira della banda ampia di oscillazione del 6%, a favore dell'adozione di quella del 2.25% comune agli altri partners dello SME.

Per esaminare l'andamento dell'allocazione del risparmio tra le diverse attività finanziarie è utile, in attesa di dati sufficientemente dettagliati sul risparmio delle famiglie, fare riferimento ai dati elaborati dalla Banca d'Italia per il Settore non Statale, che comprende Famiglie, Imprese, Assicurazioni, Società Finanziarie ed Enti locali.

Al termine del terzo trimestre del 1989 il rapporto tra le variazioni delle attività finanziarie sull'interno al netto delle azioni e il prodotto interno lordo è stimabile pari al 12.2%, con una diminuzione di oltre un punto percentuale rispetto al 1988. Questo andamento suggerisce una possibile flessione della propensione al risparmio finanziario dell'economia, confermata tra l'altro dalle prime stime sul rapporto tra il volume complessivo delle attività finanziarie ed il PIL.

Sulla base dei dati finora disponibili per il 1989 il totale delle attività finanziarie sull'interno al netto delle azioni (cfr. tavola 18) è cresciuto del 14.3%. Come già negli ultimi anni, all'interno di questo aggregato le dinamiche più rapide sono state fatte segnare dagli strumenti meno liquidi. La crescita della moneta in senso stretto (M1) è stata solo del 6.9%, limitandosi così a mantenere inalterato il valore dello stock in termini reali; considerando anche i depositi a risparmio bancari e postali (M2) il tasso di incremento sale all'8.7%, mentre l'aggregato che include anche i BOT e le accettazioni bancarie (M3) è cresciuto del 12.1%.

Il grafico 8 presenta una fotografia della situazione delle consistenze finanziarie sulla base degli ultimi dati disponibili. Il grafico 9 mostra come la quota dei depositi, in particolare di quelli a risparmio, abbia continuato a ridursi sul totale delle attività finanziarie. Un considerevole aumento è stato invece fatto registrare dai certificati di deposito, che negli ultimi anni rappresentano lo strumento che si è sviluppato più rapidamente, fino a raggiungere, in base ai dati dell'agosto 1989, il 5.3% del totale delle attività finanziarie del Settore non Statale. Nel periodo in esame è proseguita la rapida crescita dei titoli a reddito fisso: i BOT sono cresciuti del 21.8%, mentre il complesso degli strumenti a medio/lungo termine (BTP, CCT, titoli di Stato minori e obbligazioni) è cresciuto del 20.3%: l'intero comparto rappresenta ora quasi la metà delle attività finanziarie del Settore non Statale. Per contro, per il terzo anno consecutivo, si è ridotta la quota di risparmio affidata ai fondi comuni di investimento di diritto italiano, passata al 3.3% del totale dal 3.6% del 1988.

Il fabbisogno del Settore Statale è ammontato a 132.151 miliardi, con un aumento del 6.1% rispetto al 1988, superando di oltre 2.000 miliardi l'obiettivo previsto in sede di programmazione. Si può constatare una qualche stabilizzazione in termini reali ed una lievissima diminuzione del rapporto con il PIL, che sulla base dei dati attualmente disponibili si sareb-

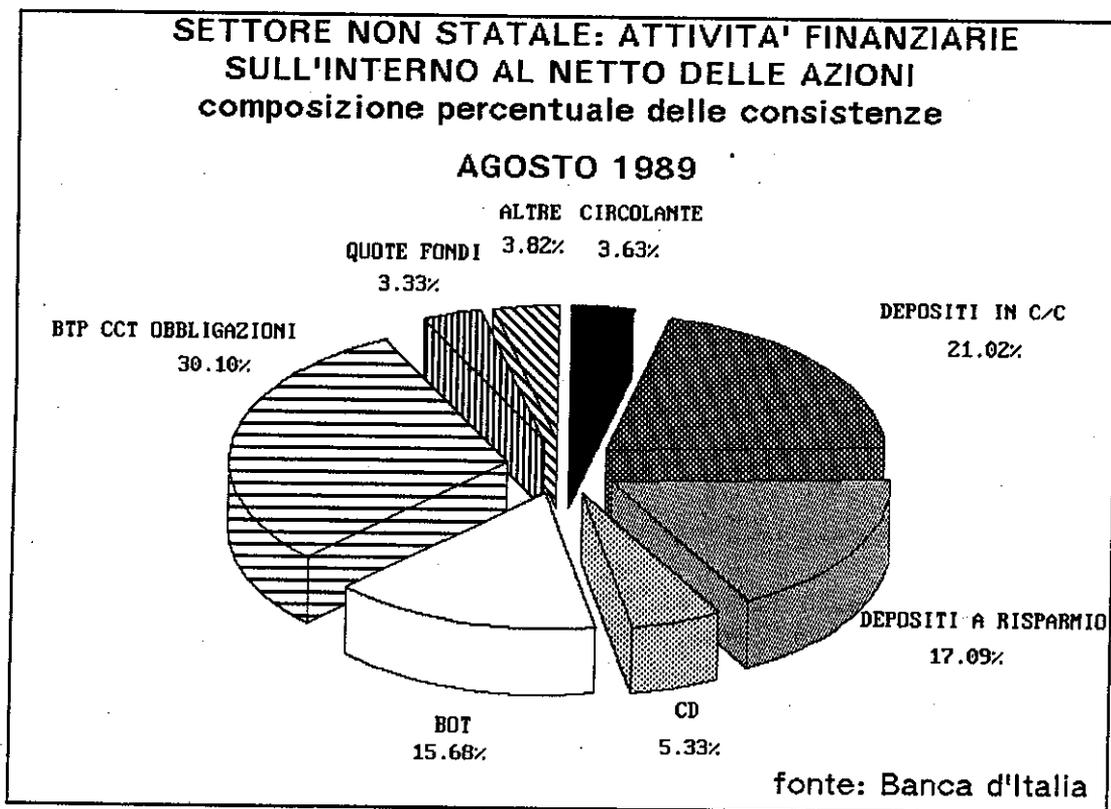


Grafico 8

be attestato sull'11.1%, con un valore leggermente inferiore all'11.6% del 1988: permane tuttavia il grande divario dagli altri maggiori paesi industriali. I dati preconsuntivi elaborati dall'ISCO segnalano come la dinamica delle uscite (+11.1%) abbia continuato ad essere decisamente sostenuta, senza alcuna riduzione in termini reali: ciò è tuttavia imputabile per la maggior parte alle spese per interessi, il cui ammontare di 107.000 miliardi (+20.3%) rappresenta ormai l'80.0% del fabbisogno complessivo (70.9% nel 1988). Il fabbisogno al netto degli interessi si è infatti considerevolmente ridotto, passando da 36.650 miliardi a circa 26.000 miliardi (-29%), continuando la tendenza degli ultimi anni che ha visto scendere la sua incidenza sul PIL da livelli superiori al 5% all'attuale 2.2%. All'interno del quadro appena delineato solo l'accresciuta pressione fiscale, 459.100 miliardi pari al 38.7% del PIL, ha evitato un più consistente peggioramento dei conti pubblici.

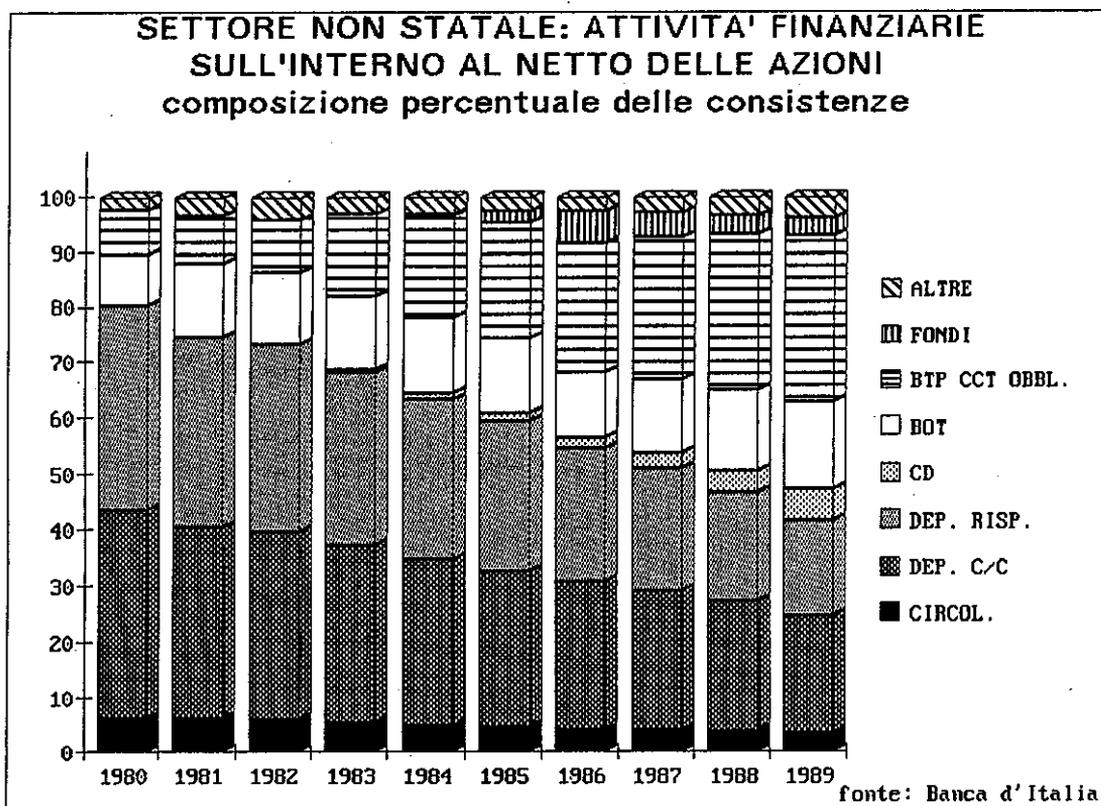


Grafico 9

La difficoltà di attuazione di una rigorosa politica di bilancio ha imposto ancora una volta una pressione sulla politica monetaria, che non è risultata restrittiva: il tasso di incremento annuale della base monetaria è salito di oltre quattro punti rispetto al 1988, attestandosi al 12.5%, grazie soprattutto alla forte crescita della componente estera, ma anche al contributo del canale Tesoro. La copertura del fabbisogno è stata effettuata ricorrendo per oltre il 75% al collocamento netto di nuovi titoli di stato. In particolare, si è assistito ad uno spostamento delle preferenze degli investitori verso i titoli a più breve scadenza (saliti dal 35.1% al 38.2% delle emissioni nette) o a tasso indicizzato (passati dal 7.5% al 24.7%). Una delle principali determinanti dell'inversione delle preferenze dei sottoscrittori è individuabile nel rinnovato timore di una ripresa inflazionistica, che ha consigliato di rivolgersi verso titoli con durata più breve o con rendimenti indicizzati.

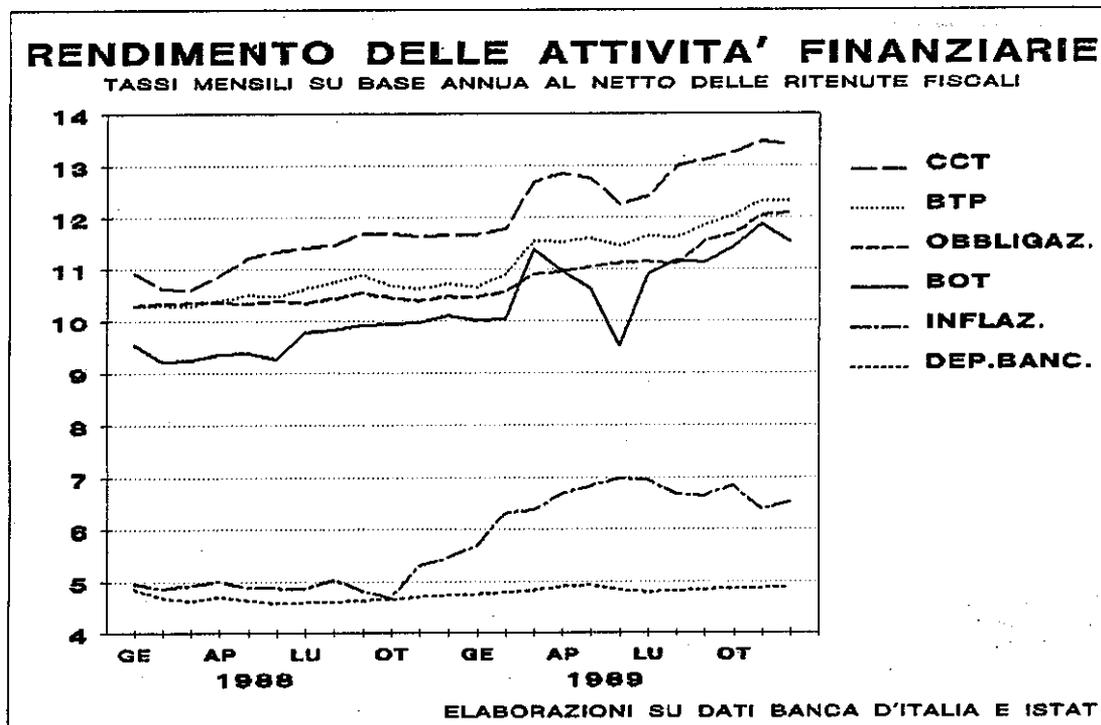


Grafico 10

In un periodo caratterizzato dal persistere di una forte pressione del Tesoro sul mercato finanziario, i primi dieci mesi del 1989 hanno registrato una riduzione delle emissioni nette di valori mobiliari, passate dai 95.600 miliardi del corrispondente periodo del 1988 a 88.993 miliardi (-6.9%). Il fenomeno ha interessato tutti gli emittenti, dal settore pubblico (-5.3%), agli ICS (-5.4%), ai privati, questi ultimi tanto nel comparto obbligazionario (-300.2%) quanto in quello azionario (-9.7%).

A partire dal maggio 1988 è operante il mercato telematico dei titoli di stato, sul quale sono possibili transazioni per blocchi rilevanti da parte di operatori specializzati. Esso si è affiancato al mercato primario delle emissioni, organizzato con aste condotte dal Ministero del tesoro, e a quello secondario al dettaglio, ufficialmente operante presso le borse valori italiane, ma largamente gestito in proprio dalle aziende di credito. Pur con i limiti connessi

alla relativa novità si può notare come il volume degli scambi sul mercato telematico ha continuato a crescere, raggiungendo nei primi otto mesi del corrente anno un volume pari a circa l'85% delle emissioni lorde dei corrispondenti titoli da parte del Tesoro. L'introduzione del mercato telematico sembra quindi aver risposto alla finalità di garantire ai titoli di stato un maggiore livello di liquidità.

L'andamento dei tassi di interesse è risultato leggermente crescente nel corso dell'anno. Come in passato, il finanziamento del debito pubblico ha fortemente condizionato la struttura dei tassi delle attività finanziarie. Si può constatare dalla tavola 19 e dal grafico 10 che nel corso del 1989 i rendimenti sono saliti di circa due punti, mentre non è mutata la loro collocazione relativa. Il rendimento delle azioni, inteso come il rapporto tra il dividendo (distribuito o annunciato) ed il corso secco, si è mantenuto sostanzialmente stabile, con una leggera flessione nei mesi estivi. La performance dell'indice MIB relativo alla borsa di Milano sull'intero 1989 è stata invece del 16.5%.

Nel grafico 11 sono rappresentati gli andamenti mensili dei tassi di rendimento nominali

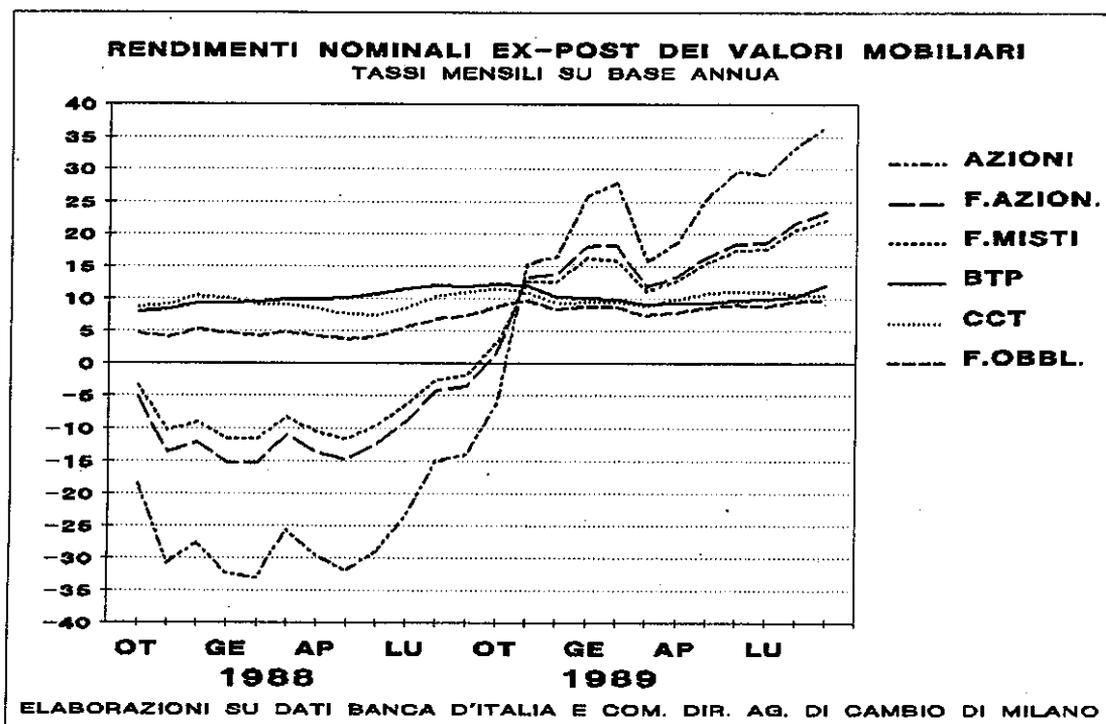


Grafico 11

su base annua dei valori mobiliari calcolati ex-post, considerando cioè i risultati di un'effettiva azione di investimento seguito a dodici mesi di distanza dalla vendita dell'attività finanziaria sul mercato secondario, in questo caso la borsa valori di Milano. Come si può vedere, i rendimenti delle attività collegate più o meno direttamente al mercato azionario, azioni e fondi di investimento azionario o misti, fortemente interessati nel 1988 dalle conseguenze del crash dell'ottobre precedente, si sono stabilizzati nel corso del 1989. Il grafico 12 rivela come l'investimento in titoli azionari, rappresentato dall'indice MIB, abbia assicurato nei primi 9 mesi dell'anno un premio in termini reali assai vantaggioso nei confronti delle altre possibili allocazioni finanziarie del risparmio. Inoltre si può osservare che i fondi comuni di investimento si sono mediamente mantenuti al di sotto delle performances del comparto finanziario cui fanno riferimento. I rendimenti dei fondi obbligazionari sono infatti risultati inferiori di oltre un punto percentuale a quelli dei titoli di stato, mentre i rendimenti dei fondi azionari hanno segnato in media un distacco superiore a dieci punti percentuali rispetto all'indice del mercato azionario.

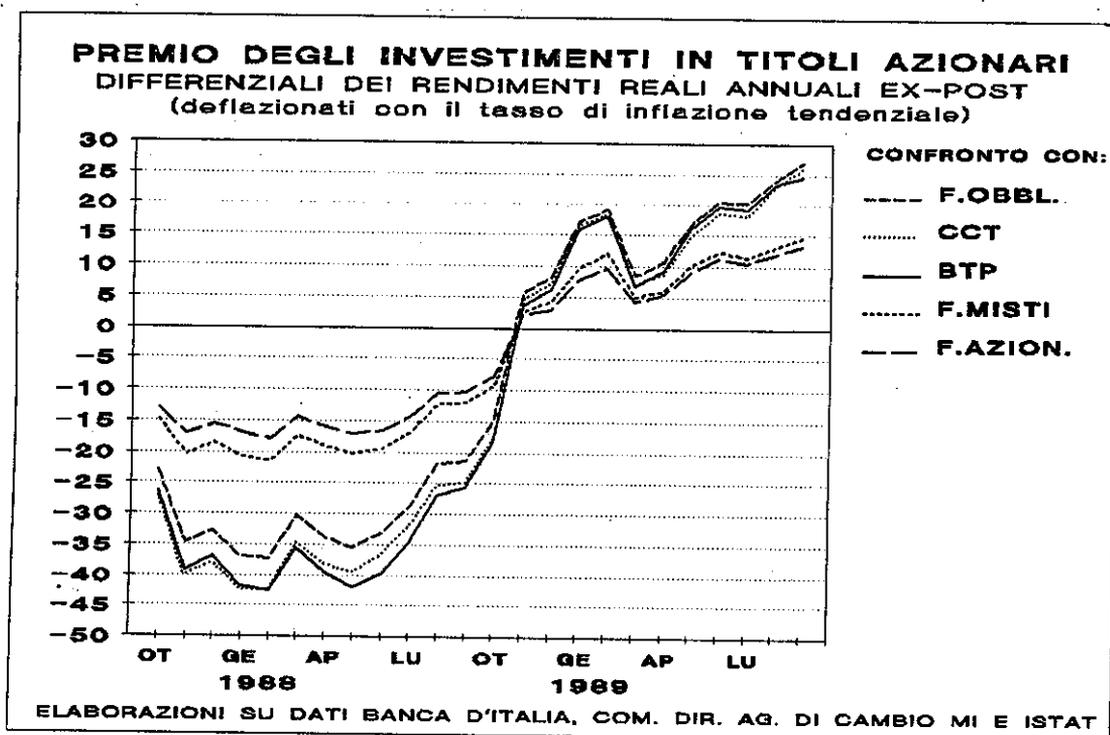


Grafico 12

**Attività finanziarie del settore non statale sull'interno
al netto delle azioni
(consistenze in miliardi di lire correnti)**

	DICEMBRE 1987		DICEMBRE 1988		OTTOBRE 1989	
	valore	% (1)	valore	%	valore	%
Biglietti e monete	51.178	22.0	55.401	8.3	54.957	10.5
Depositi c/c	309.641	7.1	332.823	7.5	328.245	6.4
Depositi risp.	271.015	5.6	275.123	1.5	260.730	0.4
Certificati depos.	31.907	49.0	55.875	75.1	84.125	58.5
BOT	161.444	25.6	205.813	27.5	243.734 (2)	21.8
BTP e CCT (3)	264.594	28.2	330.693	25.0	458.844 (4)	20.3
Obbligazioni	55.234	20.1	70.813	28.2		
Fondi comuni	59.454	-8.6	51.565	-13.3	50.105 (2)	-2.8
M1	360.819	7.4	388.224	7.6	383.201	6.9
M2	666.350	8.3	723.301	8.5	738.751	8.7
M3	828.856	11.4	929.887	12.2	979.982 (2)	12.1
TOTALE	1.236.697	13.7	1.425.139	15.2	1.524.642 (4)	14.3

(1) Incremento percentuale sul corrispondente dato dell'anno precedente.

(2) Dati relativi al mese di settembre 1989.

(3) Compresi altri titoli di Stato a medio e lungo termine.

(4) Dati relativi al mese di agosto 1989.

Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico.

Tav. 19

Rendimenti ex-ante delle attività finanziarie
(tassi medi al netto delle ritenute fiscali, azioni escluse)

	Depositi bancari	BOT (1)	BTP (2)	CCT (3)	Obbligazioni (2)	Azioni (4)
1989 Gennaio	4.76	10.01	10.64	11.66	10.45	2.37
Febbraio	4.79	10.04	10.89	11.77	10.55	2.49
Marzo	4.83	11.37	11.54	12.69	10.89	2.52
Aprile	4.90	10.95	11.52	12.84	10.94	2.46
Maggio	4.93	10.61	11.59	12.76	11.04	2.52
Giugno	4.84	9.51	11.44	12.24	11.11	2.40
Luglio	4.80	10.90	11.63	12.39	11.14	2.29
Agosto	4.82	11.17	11.61	12.99	11.09	2.18
Settembre	4.85	11.12	11.84	13.11	11.53	2.20
Ottobre	4.48	11.43	12.03	13.24	11.68	2.39
Novembre	4.88	11.86	12.32	13.44	12.03	...
Dicembre	4.90	11.51	12.30	13.39	12.07	...
1987	4.91	10.73	10.58	10.66	9.87	2.01
1988	4.68	11.12	10.54	11.25	10.38	2.57
1989	4.82	10.87	11.61	12.71	11.21	2.38

(1) Media dei tassi composti delle tre scadenze.

(2) Rendimenti effettivi calcolati sulla base delle quotazioni della Borsa di Milano.

(3) Rendimenti effettivi calcolati nell'ipotesi di invarianza dei tassi dei BOT.

(4) Rendimento calcolato rapportando il valore del dividendo al corso secco.

Fonti: Banca d'Italia, Bollettino Statistico e Relazione annuale.

3. Il mercato azionario e gli investitori istituzionali

Nel corso del 1989 il numero di società quotate presso la borsa di Milano è salito da 211 a 217, mentre il numero di azioni quotate è passato da 317 a 328, segnando una ripresa del trend crescente che si era quasi arrestato nello scorso anno. Il numero di operazioni sul capitale eseguite da società con azioni quotate presso le borse valori italiane (emissioni di azioni e di obbligazioni convertibili in azioni) è tornato a crescere, passando da 43 a 63 con un aumento del valore totale sottoscritto da 3.328 a 7.574 miliardi di lire (+127.6%). È apparso invece in netta diminuzione l'ammontare delle assegnazioni gratuite, pari a 621 miliardi, corrispondenti al solo 8.2% delle operazioni complessive.

Le contrattazioni di titoli azionari sulla borsa di Milano sono salite di oltre il 25% in termini quantitativi e di quasi il 30% in termini di controvalore. Sono stati infatti scambiati 13.7 miliardi di azioni, massimo storico, per un controvalore totale di 53.403 miliardi di lire.

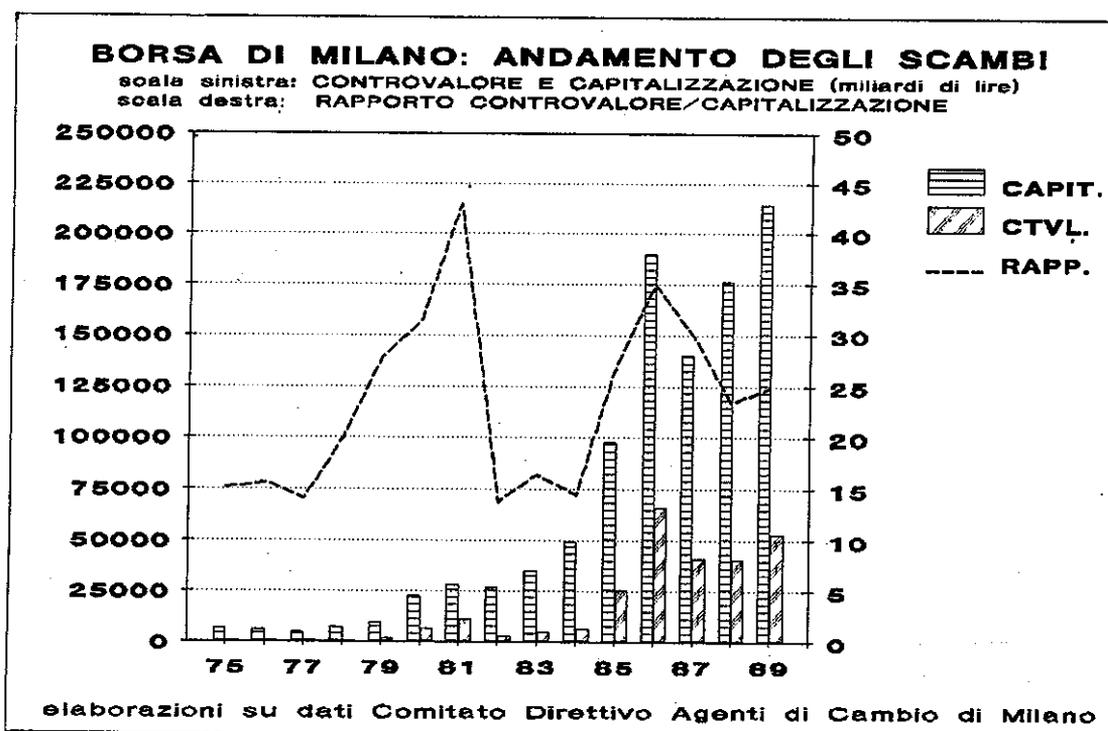


Grafico 13

Tav. 20

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

	1978	1981	1984	1987	1988	1989
Fondi Comuni (inclusi i fondi comuni esteri)	337	1.563	5.076	64.639	57.671	55.389
Gestioni fiduciarie	9.840 (1)	56.500	55.845	62.000 (2)
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%	...

(1) Include solo le gestioni fiduciarie bancarie

(2) Dati parzialmente stimati.

Fonti: Banca d'Italia, Consob, Studi Finanziari, Banca Nazionale del Lavoro.

Anche la capitalizzazione di fine anno ha toccato un massimo storico con il valore di 215.244 miliardi di lire, registrando una crescita del 21.7% sul corrispondente dato per il 1988. L'incremento annuo dell'indice MIB storico, passato dal livello di 9.169 del 30 dicembre 1988 a quello di 10.684 del 29 dicembre 1989, è risultato pari al 16.52%.

Il grafico 13 rappresenta sinteticamente l'evoluzione degli scambi degli ultimi 15 anni presso la borsa di Milano. Come si può notare il 1989 ha visto un'inversione di tendenza dell'andamento del rapporto tra degli scambi nel corso dell'anno e capitalizzazione di fine anno, che dopo il ciclo espansivo 1984-1986 aveva iniziato a declinare.

Per quanto riguarda la situazione complessiva delle borse italiane, quella di Milano, pur riducendo leggermente la sua quota sul totale complessivo degli scambi, passata dal 93.66% al 91.99%, ha confermato il proprio ruolo guida del mercato mobiliare.

Il mercato ristretto, anch'esso prevalentemente concentrato sulla piazza di Milano, dove si è registrato il 99.19% del controvalore degli scambi, è stato interessato da una crescita di oltre il 150% in volume, cui ha fatto riscontro una crescita annuale dell'indice IBI pari al 22.33%, conseguendo per la prima volta dal 1979 un risultato positivo migliore della borsa valori.

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

	1978	1981	1984	1987	1988	1989
Fondi Comuni (inclusi i fondi comuni esteri)	261 (1)	868 (1)	1.861	17.483	17.326	18.297
Gestioni fiduciarie	873 (1) (2)	4.505	4.498	5.559 (3)
Assicurazioni	708	1.422	2.564	5.676	6.646	...
TOTALE	969	2.290	5.298	27.664	28.470	...
% sulle azioni e partecipazioni detenute direttamente dalle famiglie	9.6%	7.1%	11.3%	23.2%	20.5%	...

(1) Include anche azionerie estere.

(2) Comprende solo le gestioni fiduciarie bancarie.

(3) Il dato si riferisce al mese di giugno 1989.

Fonti: Banca d'Italia, Consob, Studi Finanziari, Banca Nazionale del Lavoro.

Nella tavola 20 è indicata la ripartizione delle consistenze del portafoglio titoli degli investitori istituzionali. Come si può notare, le gestioni fiduciarie operate dalle aziende di credito hanno proseguito il trend crescente già in atto, consolidando la posizione di vantaggio nei confronti dei fondi comuni di investimento.

La tavola 21 presenta i dati relativi alla quota delle azioni italiane nei portafogli degli investitori istituzionali. Anche limitatamente a questo comparto è possibile rilevare una più rapida crescita delle gestioni fiduciarie rispetto ai fondi comuni.

Nel corso del 1989 i fondi comuni di investimento di diritto italiano, passati da 115 a 149, hanno realizzato una raccolta lorda di 9.945 miliardi, a fronte di riscatti per 16.601 miliardi. La raccolta netta è stata di conseguenza negativa per 6.656 miliardi. Il patrimonio netto ha proseguito il trend discendente in atto dal 1987, assestandosi a fine dicembre sul livello di 49.168 miliardi (-4.6%). Questo risultato è dovuto ad una diminuzione del patrimonio dei

fondi obbligazionari (-13.0%) e bilanciati (-7.9%), solo parzialmente compensata dalla crescita dei fondi azionari (+9.4%). A partire dal mese di novembre il patrimonio gestito dai fondi azionari è risultato per la prima volta superiore a quello delle altre due categorie.

Le continue difficoltà della raccolta hanno inciso in maniera limitata sul comportamento dei fondi sul mercato azionario: le vendite nette di azioni italiane sono ammontate a 1.231 miliardi, con una diminuzione del 42.0% rispetto al 1988. All'interno della composizione del portafoglio le principali dismissioni hanno interessato invece i titoli di stato, scesi in un anno dal 43.6% al 38.1% del totale. Le azioni italiane in percentuale del patrimonio complessivo di tutti i tipi di fondi rappresentano oggi oltre il 30% (27% nel 1988). Il patrimonio netto dei fondi di diritto lussemburghese ammontava a fine 1989 a 8.529 miliardi, con un leggero calo sull'anno precedente (-1.4%). Il 1989 non è stato perciò un anno di congiuntura positiva per i fondi, ma ha fatto tuttavia segnalare un rallentamento della tendenza fortemente negativa sviluppatasi nel 1988.

4. Alcune considerazioni sull'istituzionalizzazione dei mercati mobiliari

Il processo di istituzionalizzazione dei mercati mobiliari che traspare dai dati appena esaminati, pone nuovi problemi nel campo della regolamentazione dei mercati e delle società quotate.

Per istituzionalizzazione si intende la concentrazione delle decisioni di investimento di portafoglio di un sistema economico nelle mani di un numero relativamente limitato di intermediari finanziari quali i fondi comuni, le assicurazioni, le aziende di credito. Si definiscono investimenti di portafoglio tutti gli investimenti in valori mobiliari negoziabili detenuti a scopi non di controllo.

La presenza di investitori istituzionali offre alle famiglie la possibilità di scegliere se detenere ed amministrare le proprie attività finanziarie direttamente oppure per questo tramite. Così, in Italia l'introduzione dei fondi comuni nel 1983 ha permesso alle famiglie di migliorare la diversificazione dei propri portafogli. Poiché le famiglie sono i proprietari finali anche del risparmio intermediato dagli investitori istituzionali, oltre che naturalmente del proprio investimento diretto in attività finanziarie, l'effetto aggregato sui mercati finanziari della sostituzione dei singoli investitori da parte degli investitori istituzionali, almeno in teoria e nel lungo periodo, non dovrebbe produrre rilevanti mutamenti.

In generale, tuttavia, si riscontra una tendenza degli investitori istituzionali a preferire le attività finanziarie che hanno un mercato secondario sufficientemente ampio. Gli investitori istituzionali tendono a trascurare i titoli con scarso flottante poiché le loro transazioni sul mercato secondario potrebbero avere un impatto troppo grande sui prezzi, con vistosi rialzi all'acquisto ed ampi sconti al momento dello smobilizzo delle posizioni. Abbiamo perciò un mercato diviso in due comparti: un primo segmento di titoli liquidi in cui operano prevalen-

temente gli investitori istituzionali e un secondo segmento di titoli meno liquidi in cui operano quasi esclusivamente i piccoli investitori.

L'istituzionalizzazione porta ad un aumento delle contrattazioni di blocchi che a loro volta causano un incremento nella volatilità di breve periodo dei prezzi. Inoltre, il comportamento spesso uniforme dei gestori può condurre a fenomeni di squilibrio del flusso degli ordini, quando tutti gli investitori istituzionali si pongono contemporaneamente dallo stesso lato del mercato.

È stato sostenuto che l'istituzionalizzazione comporta un aumento del volume delle transazioni in titoli. Una possibile causa del fenomeno risiede nel tentativo dei gestori di «battere il mercato» usando tecniche di market timing. Quest'ansia dei gestori di offrire performances superiori all'indice azionario può essere a sua volta fatta risalire alla forte concorrenza esistente sul mercato dei servizi di gestione di portafoglio.

La nascita dei fondi comuni ha prodotto un iniziale shock positivo sulla domanda di titoli azionari nella nostra borsa, e, facendo salire i corsi, ha provocato ulteriori aumenti delle sottoscrizioni di quote e quindi successivi aumenti dei corsi, innescando un processo a catena. Poiché l'adeguamento dell'offerta alla domanda, attraverso l'emissione di nuovi valori mobiliari, è avvenuto soltanto in un secondo periodo, l'avvento dei fondi ha alimentato il boom di borsa del 1985-1986. Dopo le massicce emissioni avvenute nel 1986, il riequilibrio dell'offerta di titoli ha riportato i corsi azionari verso livelli più sostenibili, ma ha anche causato un incentivo alla vendita per i sottoscrittori di quote di fondi comuni, creando una pressione al ribasso dei prezzi. Tale pressione al ribasso è stata in parte contenuta, evitando quindi aggiustamenti tumultuosi nei prezzi, anche grazie alla smobilizzazione da parte dei fondi del portafoglio di titoli di stato, che godevano di un mercato più liquido.

Il principale effetto positivo causato dall'apparire dei fondi comuni sul mercato azionario italiano è stato indubbiamente legato all'aumento del volume delle contrattazioni. È ben noto che un aumento degli investitori su un mercato secondario può avviare un circolo virtuoso riducendo i costi di transazione e rendendo più liquido il mercato stesso. In parte questo effetto deve essersi verificato, in quanto i volumi trattati sulla nostra borsa valori sono rimasti elevati rispetto al trend storico anche nel successivo periodo di ripiegamento dei corsi. Inoltre l'introduzione dei fondi, ampliando la domanda di titoli, ha reso più agevole il collocamento di nuove emissioni sul mercato primario, facilitando così lo sviluppo del ruolo fondamentale di apporto di capitale di rischio e di sostegno all'investimento del mercato mobiliare italiano.

La comparsa di una seconda generazione di fondi comuni più specializzati, ad esempio nell'investimento sui mercati esteri, ha portato ad una maturazione di questo intermediario finanziario. Una sollecita approvazione della disciplina sui fondi chiusi di investimento, tuttora allo studio, potrebbe contribuire a specializzare ulteriormente gli investitori istituzionali

italiani, a favorire la creazione di intermediari con strategie di più lungo respiro ed anche a sviluppare la capacità di investimento in aziende meno grandi ed in titoli con mercati più sottili. L'ampliamento dello spettro delle strategie di investimento disponibili per i fondi comuni, al quale contribuirebbe la rimozione del divieto di trattare in strumenti derivati, potrebbe rappresentare un ulteriore fattore di crescita.

Data l'ampiezza dei portafogli gestiti, gli investitori istituzionali tendono a effettuare le proprie contrattazioni per grossi lotti di titoli. Nasce allora la necessità di un mercato specializzato di blocchi che preveda specifiche procedure di contrattazione.

In un mercato come quello azionario in cui operano sia investitori istituzionali che singoli investitori si pone il problema del collegamento tra il mercato dei blocchi e il mercato al dettaglio. Si tratta di due segmenti di mercato distinti, in quanto il lotto medio di titoli trattato è differente; tuttavia, poiché entrambi i mercati formano un prezzo per lo stesso titolo, sono evidenti i benefici che risultano dall'integrazione tra i due segmenti. Diversamente dai mercati di altri beni il prezzo più significativo, quello che meglio riflette le ultime notizie sull'andamento del titolo, può formarsi sia sul mercato al dettaglio che su quello dei blocchi; non è possibile quindi subordinare a priori il processo di formazione del prezzo in un mercato a quello che si determina sull'altro. Emerge pertanto il problema dell'integrazione dei mercati stessi.

Appare a questo punto utile riflettere su come normalmente avvengano le contrattazioni sui blocchi di titoli. In un mercato con pochi operatori o caratterizzato da ridotti volumi di contrattazioni, prevarrà il meccanismo della ricerca autonoma delle controparti. Inoltre, poiché l'identità del venditore può dare informazioni sulle sue ulteriori intenzioni di vendita, inducendo il compratore a richiedere uno sconto più elevato, è probabile che il venditore abbia in ogni caso interesse ad assicurarsi l'interposizione di un intermediario specializzato. Quest'ultimo si incaricherà della effettiva collocazione del blocco, eventualmente spezzandolo tra più controparti. L'intermediario potrà operare da broker, cercando l'acquirente o gli acquirenti per il blocco, o da dealer, acquistando in proprio l'intero blocco per poi rivenderlo successivamente. Quando vi è un ordine di vendita (o di acquisto) di un blocco, coloro che si pongono in contropartita tendono a richiedere uno sconto (un premio) rispetto al prezzo di equilibrio prevalente sul mercato. Due sono le ragioni: la prima è che occorre tempo perché si accumuli spontaneamente una contropartita delle stesse dimensioni, e quindi la controparte deve sostenere un costo di liquidità per assorbire immediatamente l'ordine; la seconda è che un ordine di ampie dimensioni può segnalare il possesso di informazioni privilegiate da parte di chi lo effettua e quindi la controparte chiede lo sconto (o il premio) come assicurazione contro questa eventualità. Benché in linea teorica un mercato di dealer assicuri condizioni di una maggiore liquidità ai blocchi, esso configura complesse situazioni di conflitto di interessi. Il dealer tenderà a sostituirsi all'acquirente finale nel chiedere un ampio sconto

al venditore o addirittura, anticipando il ribasso temporaneo nei prezzi successivo al collocamento del blocco, potrà vendere titoli dal proprio portafoglio prima di collocare il blocco, per poi riacquistarli a prezzi più bassi. Negli Stati Uniti, l'emergere del conflitto di interessi tra investitori istituzionali e dealers ha addirittura portato alla creazione, talora con qualche successo, di mercati di blocchi formati dagli stessi investitori istituzionali, in competizione con il più ampio mercato di broker-dealers integrato con la sala di contrattazione del New York Stock Exchange.

È essenziale in ogni caso la regola informativa da imporre al mercato dei blocchi sui prezzi fatti e sulle quantità contrattate. L'informazione è fondamentale per garantire il collegamento tra i prezzi che si formano sul mercato dei blocchi e quelli che si formano sul mercato al dettaglio: tanto minore sarà il ritardo tra l'effettuazione delle transazioni sul mercato dei blocchi e il momento in cui l'informazione relativa è divulgata, tanto maggiore sarà l'efficienza complessiva del mercato. Quando la contrattazione di blocchi è effettuata in un mercato di dealers, una regola informativa vincolante che scattasse alla conclusione di ogni scambio penalizzerebbe gravemente il dealer che ha appena acquisito nel suo portafoglio un grosso quantitativo di titoli. La regola infatti favorirebbe le controparti, in generale dealers minori che di solito non entrano in contropartita diretta con l'investitore sui grandi ordini, le quali beneficerebbero del vantaggio informativo dovuto alla conoscenza dello squilibrio nel portafoglio del dealer che ha appena trattato il blocco.

Una regolamentazione troppo rigida incentiverebbe quindi gli investitori a trattare fuori mercato, su un mercato meno regolamentato o eventualmente all'estero, riducendo così la liquidità del mercato stesso.

D'altronde, in assenza di ogni regola di informativa sui prezzi fatti e sulle quantità trattate nella contrattazione di blocchi, come tuttora accade in Italia, il meccanismo di formazione dei prezzi sul mercato di borsa risulta gravemente impoverito. L'attività di arbitraggio tra i due segmenti del mercato non è possibile in quanto le proposte, i prezzi e le quantità di uno dei segmenti del mercato stesso non vengono resi pubblici.

È possibile in questa sede concludere accennando a due principi fondamentali ai quali dovrebbe ispirarsi una sistemazione regolamentare della materia. In primo luogo, non si dovrebbe prescindere dall'introduzione di una regola di informativa sui prezzi fatti e sulle transazioni concluse sul mercato dei blocchi. In secondo luogo dovrebbero essere previste procedure volte a proteggere gli ordini limitati collocati sul mercato ufficiale. Le regole potrebbero essere concepite in modo da salvaguardare la necessaria specificità del mercato dei blocchi, ad esempio permettendo che le proposte di acquisto e di vendita siano anonime e preservando la possibilità che il prezzo fatto sul mercato dei blocchi possa collocarsi al di fuori dello spread denaro-lettera determinato dagli ordini limitati esistenti sul mercato ufficiale.

Un'altra importante implicazione dell'istituzionalizzazione del mercato sulla sua regola-

mentazione è data dalla necessità di riconoscere che sta emergendo una categoria di investitori sofisticati che necessitano di un grado minore di protezione. Per questi ultimi è opportuno instaurare un duplice livello di regolamentazione che tenga conto del loro interporre tra gli investitori finali e gli intermediari negozianti. Se da una parte la disciplina del rapporto tra investitori istituzionali ed intermediari negozianti può essere semplificata, dall'altra occorre rafforzare la disciplina specifica del rapporto contrattuale tra investitore istituzionale ed investitore finale.

Nel nostro paese è tuttavia assente una definizione puntuale di investitore istituzionale. Solo in taluni casi particolari, tra i quali può essere ricordata la recente Raccomandazione della Consob sulle commissioni di intermediazione praticate dagli agenti di cambio, è riconosciuto il principio della differenza di trattamento tra gli investitori istituzionali e gli investitori finali.

Nell'ordinamento inglese, ad esempio, una classificazione completa degli investitori basata sulle loro caratteristiche operative è contenuta nel Financial Services Act del 1986. Quella legislazione definisce le caratteristiche degli investitori secondo due differenti parametri: il grado di sofisticazione dell'investitore e il tipo di delega conferito all'intermediario negoziante. La prima classificazione si articola in investitori istituzionali (*business investors*), investitori esperti (*experienced investors*), investitori professionali (*professional investors*) e investitori inesperti (*other investors*), la categoria residuale e meritevole di maggiore tutela. Una seconda classificazione è basata sulla natura della delega conferita all'intermediario. Essa comprende: investitori che chiedono la semplice esecuzione di un ordine (*execution only customers*); investitori occasionali (*occasional customers*); investitori che demandano la completa gestione del portafoglio. Proprio per questi ultimi l'intermediario ha un obbligo di preventiva informazione su ogni eventuale conflitto di interessi in cui potrebbe venirsi a trovare.

Dall'incrocio tra le due classificazioni l'ordinamento inglese fa scaturire il livello di intensità della regolamentazione, sia sotto l'aspetto della protezione dell'investitore istituzionale nei riguardi dell'intermediario negoziante che sotto quello della tutela del singolo risparmiatore che si affida all'investitore istituzionale. In particolare, gli investitori istituzionali sono soggetti ad un obbligo fiduciario nei confronti dei sottoscrittori. Detto obbligo impone l'amministrazione dei fondi gestiti negli interessi del sottoscrittore in base ad un principio di prudenza. Quest'ultimo principio deve essere interpretato in maniera corretta. Quando le attività gestite comprendono un portafoglio di titoli, si valuterà la prudenza dell'investimento sulla base del rischio complessivo di portafoglio. Ad esempio, l'investimento in uno strumento finanziario che considerato isolatamente presenterebbe un elevato margine di rischio, quando effettuato nell'ambito di una strategia di portafoglio che comprenda altri strumenti i cui rendimenti risultino inversamente correlati con il primo, non dovrà essere considerato in contrasto con un principio di prudenza. Ecco quindi che gli strumenti derivati, come le opzioni

ed i futures, non dovranno essere valutati isolatamente, ma nel contesto del portafoglio complessivo nel quale sono inseriti.

Così invece di imporre un divieto generalizzato sull'uso di questi strumenti, è opportuno permettere il loro inserimento nel portafoglio degli investitori istituzionali, eventualmente prevedendo un sistema di ratios prudenziali, migliorando le procedure sulla loro contabilità e, soprattutto, garantendo l'informazione del risparmiatore sulla natura e sulla quantità del rischio implicito nell'acquisto di una quota del portafoglio.

Un'altra importante conseguenza del processo di istituzionalizzazione è data dall'aumento del peso degli investitori istituzionali sul capitale sociale delle imprese quotate. In generale, gli azionisti hanno due modi per manifestare la loro eventuale insoddisfazione su come la società è gestita: essi possono far valere la propria opinione nell'assemblea dei soci oppure semplicemente vendere i titoli della società in loro possesso.

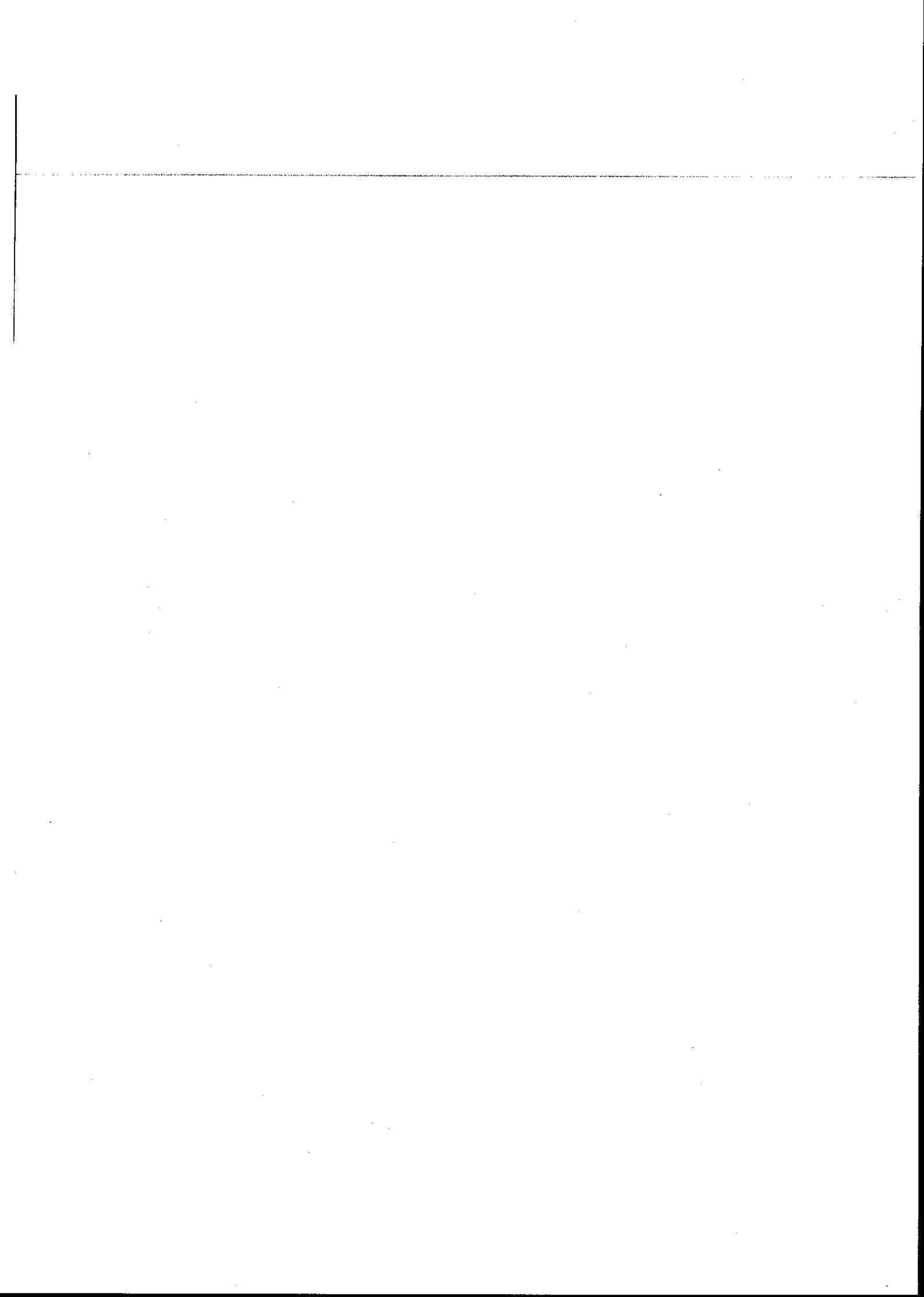
In teoria queste due vie dovrebbero portare a risultati analoghi. Nel primo caso, ammesso che l'opinione degli azionisti scontenti abbia un peso sufficiente, il consiglio di amministrazione potrà prendere le misure più opportune, ad esempio sostituendo il management inefficiente; nel secondo caso si potrà avere un risultato simile, ma indirettamente. Le vendite di azioni porteranno infatti ad una diminuzione dei prezzi sul mercato che alla fine provocherà o una reazione del management o l'intervento di investitori esterni, che prendendo il controllo della società potranno sostituire il management stesso.

Quando gli investitori istituzionali rappresentano i principali azionisti di minoranza, il meccanismo decisionale assembleare, almeno in teoria, diventa più efficace che in presenza di un azionariato disperso. D'altro canto, gli investitori istituzionali sono limitati nel loro impegno in una società dai vincoli fiduciari verso i propri sottoscrittori. Ad esempio, in caso di scalata, il vincolo fiduciario può obbligarli a cedere le azioni appena il prezzo offerto appaia vantaggioso, anche quando un intervento diretto avrebbe potuto ottenere risultati positivi per la società.

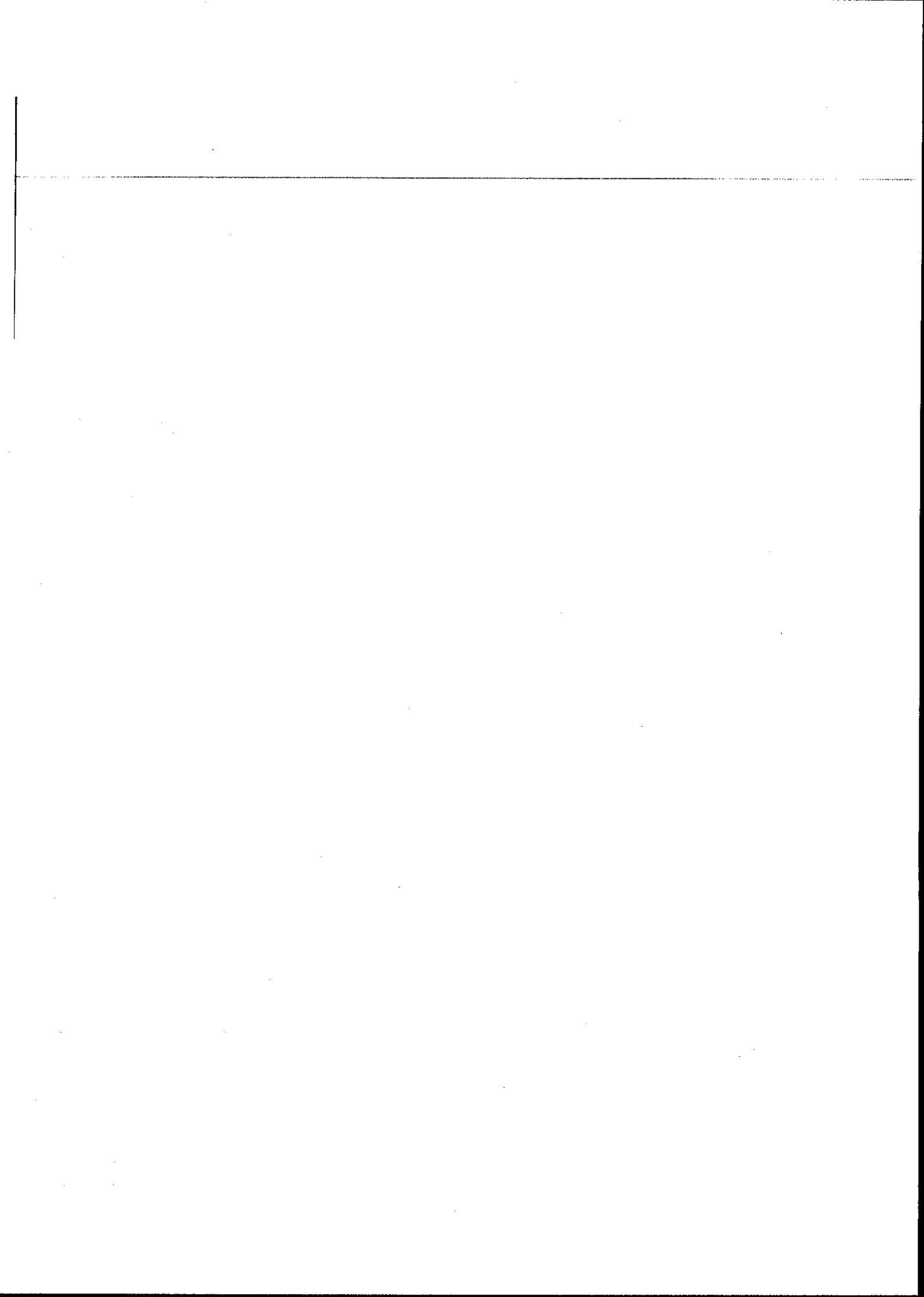
Nel nostro paese vi è stato in passato un vivace dibattito, nel quale è intervenuta anche la Commissione, sul problema dell'uso del diritto di voto in assemblea da parte dei fondi comuni di investimento. Senza voler ritornare sulla questione, appare utile in questa sede avanzare una constatazione. I fondi comuni sono considerati in Italia esclusivamente degli intermediari finanziari piuttosto che dei soci, e si sono finora comportati di conseguenza.

D'altro canto una maggiore enfasi sul problema dell'uso del diritto di voto da parte degli investitori istituzionali sembra essere progressivamente imposta dalla natura delle cose. Come è già accaduto negli Stati Uniti, la insufficiente liquidità dei mercati secondari delle azioni rispetto alla sempre più elevata quantità di titoli detenuta dagli investitori istituzionali può rendere progressivamente meno efficace l'espressione del dissenso attraverso la vendita dei titoli.

In conclusione, un ruolo più attivo degli investitori istituzionali, in occasione delle decisioni importanti delle assemblee societarie, appare sempre più coerente con la protezione degli interessi dei sottoscrittori. Se questa tendenza dovesse confermarsi in futuro, dovrebbero essere approntate norme volte a disciplinare tutti i casi di conflitto di interessi nei quali il gestore possa avere, nell'uso del diritto di voto, incentivi estranei al perseguimento del vincolo fiduciario verso i propri sottoscrittori.



**L'ATTIVITÀ SVOLTA
NELL'ANNO 1989**



Capitolo I

BORSE VALORI E MERCATI RISTRETTI

1. Borse Valori

1.1 Quadro generale

Nel 1989 la borsa italiana ha proseguito nella fase di recupero delle quotazioni lungo il trend rialzista in atto dal marzo 1988 facendo registrare a fine anno una variazione positiva del 16%.

Questa «performance» appare modesta se confrontata con quella delle altre principali piazze mondiali e se si tiene conto che, nel corso del 1989, gli indici di tali piazze hanno fatto segnare i massimi assoluti mentre la borsa italiana ha solo recuperato i livelli pre-crack ma rimanendo ancora sotto i livelli massimi del maggio 1986 di ben 23 punti percentuali.

Nonostante questa fase di recupero delle quotazioni massime, più lenta rispetto a quella delle altre borse mondiali, l'indice della borsa italiana ha triplicato il suo valore rispetto ai livelli di inizio 1985: tra le principali borse mondiali, solo l'indice della borsa di Tokyo ha fatto registrare una variazione migliore.

Sulle principali borse mondiali l'incremento delle quotazioni si è manifestato in modo pressochè uniforme tanto che — a fine anno — le variazioni percentuali registrate dagli indici erano perfettamente allineate (ad eccezione di Milano). Questo andamento positivo è stato accompagnato da una riduzione della volatilità (ad eccezione dell'episodio del cosiddetto «mini-crack» di ottobre, di cui si parlerà dettagliatamente in seguito); tale minor volatilità è testi-

monciata sia da una riduzione generalizzata della percentuale di sedute con variazioni giornaliere dell'indice superiori al 2%, sia da una riduzione dell'entità della variazione media giornaliera e da una minor dispersione degli scarti intorno a tale valore medio.

Nel corso del 1989 si è pure assistito ad un generalizzato miglioramento dei volumi scambiati: su tutte le principali piazze mondiali si è tornati su livelli massimi degli scambi. Solo Londra è rimasta sotto i massimi del 1987 quando, sotto la spinta del «big bang», gli scambi registrarono una impennata. Tale miglioramento dei volumi tuttavia non è stato omogeneo su tutti i mercati, infatti, mentre alcune piazze hanno consolidato i livelli precedenti (ad esempio New York), altre, in particolare Francoforte, hanno fatto registrare sostanziosi incrementi nei livelli di attività.

Il comportamento del mercato azionario in Italia ha presentato, all'interno di questo quadro generale, alcune caratteristiche specifiche.

Innanzitutto il mercato ha mostrato una maggior selettività che ha premiato i cosiddetti «titoli minori» rispetto alle «blue chips» verso le quali anzi ha avuto un atteggiamento di marcato disinteresse. Tale comportamento è testimoniato dalla peggiore «performance» degli indici Mediobanca ed Aletti 25 (più rappresentativi dei «titoli guida») rispetto al MIB.

In quest'ottica di ricerca di titoli sottovalutati o trascurati dagli investitori si pone il miglior andamento delle azioni di risparmio rispetto a quello dei corrispondenti titoli ordinari. Tale comportamento, peraltro, è spiegato oltre che da un recupero delle peggiori «performances» 1988 anche da alcune operazioni sul capitale volte a favorire questa categoria di azioni (anche sulla scia di un dibattito sorto intorno all'inadeguatezza dell'attuale regime dei titoli di risparmio a garantire una sufficiente redditività).

Il grafico n. 8, confrontando l'andamento dell'indice MIB con quello di un indice costruito tenendo conto dei soli titoli di risparmio, mostra come questi ultimi abbiano avuto un miglior andamento durante tutto il 1989; in particolare a metà gennaio le azioni di risparmio avevano fatto registrare una brusca impennata al rialzo anche sull'onda di voci che ventilavano, nell'ipotesi di una tassazione dei capital gains, un trattamento più favorevole per questa categoria di titoli.

La minor vivacità del mercato, in particolar modo nella prima metà dell'anno, è imputabile anche ad una minor reattività del mercato nei confronti di operazioni societarie quali ristrutturazioni, fusioni, acquisizioni. Infatti, mentre nel 1988 alcune grosse operazioni ed una convulsa ricerca di titoli potenzialmente «scalabili» (con la scoperta delle azioni privilegiate quale strumento per la conquista del controllo di una società) avevano fortemente influenzato l'andamento della borsa italiana, nel 1989 tali vicende hanno perso la loro forza trainante.

Nel corso del 1989 i seguiti di operazioni iniziate nel 1988 hanno continuato a produrre qualche effetto sui singoli titoli coinvolti ma hanno perso quella capacità di rivitalizzare il mercato che pure avevano avuto nel 1988. Solo il caso BNL/IRAK, tra gli eventi societari

che hanno avuto origine nel 1989, ha avuto un effetto di indirizzamento del mercato; altri eventi, pur di assoluto rilievo, sono riusciti al più a muovere i titoli direttamente interessati.

Il modesto comportamento dell'indice è però stato accompagnato da un netto miglioramento nei volumi scambiati. La media annua del controvalore giornaliero degli scambi ha superato i 200 Lit. Mld., valore inferiore solo al dato del 1986. Tuttavia, questo miglioramento nei volumi scambiati non è stato omogeneo nel corso dell'anno: fino a giugno, infatti, le medie mensili dei controvalori giornalieri erano inferiori ai 200 Lit. Mld. accompagnando, in questa fase, l'andamento piatto delle quotazioni. A partire da giugno le medie mensili dei volumi giornalieri si portano rapidamente sopra i 200 Lit. Mld. e si mantengono su tali livelli fino ad ottobre. La punta massima (oltre 300 Lit. Mld.) si tocca, sorprendentemente, in agosto, mese in cui, di norma, l'attività si mantiene su livelli ridotti a causa della coincidenza con il periodo di ferie.

Dopo ottobre, anche a seguito del «mini-crack», i livelli di attività tornano sotto i 200 Lit. Mld. medi giornalieri.

Passando ad esaminare l'attività dei vari operatori presenti sul mercato dal lato della domanda si può osservare che, nel corso dell'anno in esame, i gruppi emittenti sono stati presenti sul mercato con continuità svolgendo un'azione di stabilizzazione dei corsi che si è andata accentuando nei momenti critici. Inoltre, la sensazione di una volontà dei gruppi di essere presenti sul lato della domanda è stata rafforzata nel corso del 1989 dalle numerose delibere (prima fra tutte quella della FIAT) di riacquisto di azioni proprie.

L'intervento degli investitori esteri è risultato ancora quantitativamente e qualitativamente limitato sia a causa della modesta entità sia perchè prevalentemente orientato al breve periodo. Tali operatori tuttavia hanno confermato anche nel 1989 il ruolo di forza capace di imprimere una accelerazione alla tendenza del mercato.

Per quanto riguarda gli investitori istituzionali e, in particolare, i fondi comuni di investimento, il 1989 fa registrare una raccolta netta ancora negativa, sebbene sensibilmente ridotta rispetto a quella dell'anno precedente; ne è risultato che i fondi sono stati venditori netti sul mercato azionario per un importo stimabile in oltre 1000 Mld. di lire.

L'importo del disinvestimento complessivo operato dai fondi sull'azionario risulta tuttavia meno che proporzionale all'entità della raccolta netta. Infatti, le vendite nette di azioni operate dai fondi nel corso dell'anno sono state di gran lunga inferiori a quelle che sarebbero dovute scaturire dall'entità della raccolta netta nell'ipotesi che i gestori avessero voluto mantenere costante la quota di azionario nei loro portafogli. Da tali scelte emerge una volontà dei gestori di sostenere i corsi azionari, sostegno che ha assunto particolare dimensione durante il mini-crack di ottobre.

Nonostante il disinvestimento netto di circa 1000 miliardi, a fine 1989 i fondi possedevano uno stock di titoli azionari la cui valutazione era prossima ai 14.830 Lit. Mld. (18.300

Lit. Mld. se si includono i fondi di diritto lussemburghese) contro i 13.940 Lit. Mld della valutazione relativa al precedente esercizio (17.300 Lit. Mld includendo i fondi di diritto lussemburghese).

Il peso della componente azionaria sul totale delle attività detenute dai fondi è pari a circa il 30% (rispetto ad un 27% per il 1988); è diminuito invece il peso della quota azionaria detenuta dai fondi rispetto alla capitalizzazione complessiva del mercato. Infine, vale la pena sottolineare la migliore performance ottenuta dai fondi azionari nel 1989 rispetto alle altre tipologie di fondi.

Sulla base di prime analisi effettuate su dati campionari, le gestioni patrimoniali, confermando la tendenza dell'anno precedente, sembrerebbero aver registrato una raccolta netta in sostanziale pareggio a fronte della quale dovrebbe essere aumentata anche la quota azionaria detenuta da questi intermediari.

I privati, infine, dopo la crisi del 1986, sono stati raramente presenti sul mercato nel ruolo di investitori diretti e solo nelle fasi di accelerazione del trend del mercato hanno fatto sporadiche apparizioni.

Dal lato dell'offerta è da segnalare un rinnovato interesse degli emittenti a finanziarsi attraverso operazioni di aumento di capitale a pagamento, dopo un 1988 in cui il ricorso al mercato era stato particolarmente contenuto.

In particolare, le operazioni si sono concentrate nel terzo e quarto trimestre dell'anno anche se, dopo il mini-crack di ottobre, il mercato ha avuto maggiori difficoltà di assorbimento (valga a titolo di esempio il caso Olivetti).

Le operazioni di aumento di capitale, nel corso del 1989, sono state disegnate dagli emittenti in modo che potessero risultare più gradite al mercato: i sovrapprezzi sono stati differenziati per le diverse categorie di azioni e, in alcuni casi, le azioni di risparmio hanno goduto di più favorevoli condizioni di partecipazione alle operazioni. Inoltre, l'incertezza seguita al «market-break» del 1987 ha suggerito agli emittenti di far maggior ricorso allo schema contrattuale dell'opzione: sono così aumentate le emissioni di obbligazioni convertibili e cum warrant. Si è registrato anche un aumento dei collocamenti finalizzati a costituire il flottante in vista di una successiva quotazione, mentre il numero di nuove società quotate si è assestato sui livelli dell'anno precedente.

L'andamento dell'indice medio delle quotazioni della borsa di Milano trova una parziale giustificazione nelle prime anticipazioni sui risultati economici delle società quotate per il 1989.

Tali indicazioni confermerebbero, anche per il 1989, il buon andamento dei profitti conseguiti dalle società quotate seppure con saggi di crescita inferiori rispetto al 1988.

L'andamento del rapporto «prezzo/utili» dovrebbe passare da un valore di 15 a fine 1988 a 14 a fine 1989. Il confronto internazionale di tale indicatore (confronto la cui validità

è pur sempre relativa dati i noti problemi di omogeneità) segnala a fine 1989 un sostanziale allineamento di tutte le principali borse mondiali ad eccezione di quella giapponese.

1.2 Il «mini crack» di ottobre

Il positivo andamento delle borse mondiali, in termini di crescita sia delle quotazioni che dei volumi scambiati, è stato bruscamente interrotto, tra il 13 ed il 16 ottobre, da una violenta caduta dei corsi, originatasi sulla borsa statunitense e immediatamente propagatasi alle altre borse.

Alla vigilia dell'ottobre 1989 la situazione sui mercati dei capitali internazionali appariva meno preoccupante rispetto al precedente market-break. In tema di politica di tassi di interesse e di cambio vi era un generale accordo fra i principali paesi e — a differenza del 1987 — non vi erano stati né inasprimenti di posizioni conflittuali tra i membri del G7 né incaute dichiarazioni che avevano esasperato lo stato di incertezza circa possibili movimenti al rialzo dei tassi.

A fronte di un quadro più sereno sui mercati finanziari faceva, però, riscontro una situazione economica meno favorevole: nell'ottobre 1989, infatti, la diminuzione del saggio di crescita dei profitti poteva essere interpretata come un segnale del progressivo rallentamento del ciclo economico.

In questo contesto le altre principali borse mondiali avevano recuperato, senza strappi eccessivi, i livelli dell'indice pre-crash 1987 ed anzi, proprio nel periodo tra settembre ed ottobre 1989, avevano fatto registrare i loro massimi assoluti: nei giorni immediatamente precedenti il 13 ottobre, infatti, gli indici delle borse mondiali erano poco al di sotto dei livelli massimi ad eccezione di Londra (—8%) e, ovviamente, della borsa italiana che doveva ancora recuperare oltre 20 punti percentuali rispetto al massimo del maggio 1986.

Nell'ottobre 1987 invece, tutte le principali borse (ad eccezione di Tokyo) erano sensibilmente più lontane dai massimi assoluti pur provenendo da 3 anni di forte crescita (ad eccezione di Francoforte e di Milano che avevano finito la loro corsa nella prima parte del 1986); inoltre, in tale circostanza, il crack era stato preavvisato da una serie di sedute al ribasso culminate con la perdita «record» di Wall Street di —4,6% di venerdì 13 ottobre.

Il mini-crash del 1989 non era stato preannunciato da alcun segnale ed anzi la seduta del 13 ottobre a New York volgeva stancamente alla conclusione con una perdita modesta (—1% circa) quando la notizia che il «buy out» sulla compagnia United Airlines sarebbe potuto fallire a causa di difficoltà nel reperimento dei finanziamenti necessari, provocò una serie di vendite prima concentrate sui titoli del settore trasporti, poi allargata alle «blue chips».

Alla prima ondata di vendite altre ne seguirono sia a causa dei timori di una crisi del mercato delle acquisizioni/fusioni e del collegato mercato dei «junk bonds», sia a causa del program trading e del temporaneo scollegamento tra mercato a termine e mercato a pronti.

Tale scollegamento era stato causato dalla chiusura temporanea del CBOE a seguito dei provvedimenti che, dopo il «crack» del 1987, avevano stabilito l'istituzione di «circuit breakers» e che dovevano entrare in funzione qualora vi fossero state cadute dell'indice superiori a certi limiti.

In questo stato di incertezza e di attesa per i risultati delle borse asiatiche le borse europee si preparavano al lunedì.

Alcune considerazioni avrebbero dovute rendere la nostra borsa meno esposta all'andamento della borsa americana:

- 1) una congiuntura più favorevole ed, in particolare, migliori attese per i risultati aziendali delle società quotate;
- 2) un listino senza società estere e con tre sole società italiane con ADR quotati al NYSE. Le perdite registrate a Wall Street non si sarebbero pertanto riflesse automaticamente sul nostro mercato come era, invece, prevedibile per Londra, Sydney e Hong Kong;
- 3) l'assenza sul nostro mercato di prodotti derivati (stock index futures e options) le cui interrelazioni con i mercati di attività finanziarie sottostanti possono, in situazioni di «stress», amplificare le fluttuazioni e rendere più difficoltoso il ristabilirsi di un equilibrio (sebbene l'effetto destabilizzante di tali prodotti sul NYSE è probabilmente il prodotto dell'insufficiente coordinamento fra i due mercati causato dall'esistenza di due distinte autorità di controllo).

Nonostante queste considerazioni, l'insegnamento del precedente crack consigliava di adottare alcune misure che, da un lato, avrebbero dovuto contribuire a dare liquidità al mercato e a frenare alcuni eccessi speculativi al ribasso e, dall'altro, avrebbero dovuto costituire un segnale rassicurante. Tali misure sono così riassunte:

- 1) inizio delle negoziazioni sui titoli con la chiamata a listino eliminando il cosiddetto «avant bourse»;
- 2) divieto di effettuare vendite allo scoperto;
- 3) riduzione dello scarto sui riporti dal 50% al 40%;
- 4) riduzione dal 100% al 75% del controvalore del deposito a garanzia degli ordini di acquisto.

Infine, attraverso contatti con il Comitato direttivo degli agenti di cambio, era stato stabilito di procedere senza esitazione al rinvio della chiamata a fine listino ogni qualvolta si fossero registrate variazioni negative di rilievo.

Il primo provvedimento aveva lo scopo di evitare una apertura del mercato condizionata da una eccessiva caduta dei prezzi. Provocata, in definitiva, solo da scambi di modesta entità e non rappresentativi dell'effettiva domanda/offerta presenti sul mercato.

Il secondo provvedimento necessita di una breve digressione. È noto che le vendite allo scoperto hanno un ruolo importante nel fornire liquidità al mercato e nello stabilizzarlo purché siano effettuate in controtendenza, vale a dire in una fase di crescita dei corsi. Tale ruolo

viene meno in una fase di flessione dei corsi: in questo caso, anzi, le vendite allo scoperto contribuiscono a destabilizzare ulteriormente il mercato aumentandone la volatilità.

Ecco, allora, che in assenza di norme specifiche che impediscano le vendite allo scoperto «in tendenza» — norme presenti comunemente sugli altri mercati (ad esempio sul NYSE la cosiddetta «tick rule») — e in un mercato turbato da eventi di natura eccezionale e quindi sicuramente orientato al ribasso si è ritenuto opportuno impedire l'effetto destabilizzante di tali operazioni.

La riduzione della percentuale dello scarto sui riporti trova una giustificazione squisitamente tecnica: infatti il lunedì 16 era, secondo il calendario di borsa, il giorno dei riporti del mese borsistico di ottobre. La prevedibile caduta dei corsi in questa particolare giornata avrebbe ridotto la capacità di finanziarsi in lire da parte di chi avesse inteso prorogare le posizioni in titoli costringendolo, pertanto, a vendite obbligate.

Infine il provvedimento che disponeva la riduzione della percentuale del controvalore da depositare a garanzia degli acquisti intendeva offrire una migliore liquidità a coloro che avessero voluto impostare operazioni di acquisto.

La mattina del lunedì 16 ottobre il quadro della situazione, alla luce di contatti avuti prima dell'inizio delle contrattazioni con alcuni intermediari, appariva decisamente preoccupante: gli ordini di vendita erano superiori a quelli di acquisto nella misura di 9 a 1, il volume degli ordini di vendita era da 5 a 10 volte superiore al normale e, infine, oltre il 50% degli ordini di vendita risultava non avere limiti di prezzo; anche le notizie che giungevano dalle piazze asiatiche non erano confortanti, Tokyo aveva perso l'1.8%, più gravi le perdite di Hong Kong (-6.5%) e di Sydney (-8.1%).

Dopo la prima ora di contrattazioni, svolte solo a listino e nel dopo, su 60 titoli chiamati 26 erano stati rinviati: tra le «blue chips» solo la CIR faceva segnare un prezzo di listino senza necessità di rinvio sebbene con un pesante arretramento (-7.7%).

Mentre i rinvii alla borsa di Milano si susseguivano e, congiuntamente ad un rallentamento della chiamata a listino dei titoli, dilatavano i tempi delle contrattazioni, le notizie che giungevano dalle altre borse europee alimentavano nuovi timori.

Alle 15, quando finalmente cominciavano ad arrivare notizie rassicuranti sull'apertura di Wall Street, risultavano rinviati 90 titoli con una punta massima di 30 rinvii toccata tra le 13 e le 14. Da quel momento in poi si registrava un ritorno della domanda che consentiva la rilevazione dei prezzi via via che i titoli venivano richiamati a listino: nel dopo listino, poi, si avevano diffusi miglioramenti dei prezzi. La seduta terminava dopo le 20 con il massimo assoluto degli scambi (circa 740 Lit. Mld contro i 432 scambiati nel «lunedì nero» del 1987) e con una perdita di -6.8%.

L'andamento di Wall Street nel corso del pomeriggio del 16 aveva influenzato tutte le borse europee (ad eccezione di Francoforte le cui contrattazioni terminano alle 13 prima del-

l'apertura della borsa statunitense) consentendo un parziale recupero delle perdite e facendo sì che, a fine seduta, gli indici giornalieri non rivelassero l'effettiva intensità del crollo, intensità che era stata certamente maggiore di quella del precedente crack. A tal proposito è significativa la perdita della borsa di Francoforte (-13.3%), le cui contrattazioni terminando, come detto sopra, alle ore 13 non avevano potuto avvantaggiarsi del recupero pomeridiano.

L'intensità della caduta dei corsi tuttavia non ha impedito che, a fine anno, gli indici di tutte le principali borse mondiali avessero pressochè recuperato i livelli antecedenti al mini-crack; nel 1987, invece, il recupero dei livelli precedenti il «lunedì nero» aveva richiesto tempi molto più lunghi: dai sei mesi di Tokyo ai quasi due anni di Londra e Milano.

È inoltre da sottolineare come nel periodo successivo alla caduta dei corsi, ad eccezione dei giorni immediatamente seguenti, la volatilità dei mercati non sia risultata in aumento.

1.3 L'andamento delle quotazioni

Nel 1989 le quotazioni hanno fatto registrare, secondo l'indice MIB e Comit, un incremento medio pari a circa il 16%; risultati sostanzialmente diversi sono stati ottenuti dagli indici calcolati da MEDIOBANCA, BNL o dal SOLE 24 ORE, che hanno avuto un incremento più contenuto (circa l'8% - cfr. tab. a/I/1).

Il differente comportamento è spiegato dal fatto che mentre gli indici Comit e MIB sono riferiti all'intero universo dei titoli quotati, gli altri indici prendono in considerazione un campione più ristretto (i titoli già quotati alla data di riferimento dell'indice stesso). L'andamento difforme dei due gruppi di indici starebbe a dimostrare una peggiore performance dei titoli quotati in tempi più lontani (essenzialmente i cosiddetti «titoli guida»).

L'andamento delle quotazioni nel 1989 è stato caratterizzato da tre fasi ben distinte.

Nella prima fase — protrattasi fino alla fine di maggio — il mercato è stato caratterizzato da un'attività ridotta con iniziative speculative a brevissimo termine ed essenzialmente centrate sui titoli minori e di risparmio; del tutto trascurate sono risultate, invece, le «blue chips».

Durante questo periodo l'indice MIB si è mantenuto sempre intorno alla quota di inizio anno (il massimo ed il minimo del periodo sono stati rispettivamente +4,6% e -2,7% rispetto al valore dell'indice all'inizio dell'anno), con variazioni giornaliere contenute.

Ad alimentare questo andamento apatico delle quotazioni sono stati fattori sia esterni (situazione politico-istituzionale e andamento delle grandezze macroeconomiche) sia fattori interni al mercato: tra i primi vanno menzionate le ricorrenti voci sulla tassazione dei «capital gains» e sull'istituzione di uno schedario dei titoli azionari, l'incertezza della situazione politica ed i continui contrasti all'interno del governo, le incertezze sulle politiche monetarie e sui conseguenti effetti sui tassi di interesse ed, infine, il rialzo — a marzo — del tasso di sconto.

A questi temi si aggiungevano, poi, la dichiarazione dello stato di insolvenza di una commissionaria di borsa ed il conseguente ritiro delle tessere alla stessa, l'insolvenza (seppur per importi modesti) di due agenti di cambio ed il connesso rinvio della liquidazione di aprile, la raccolta negativa dei fondi, una ridotta presenza degli investitori esteri (presenza scoraggiata anche da episodi come il rinvio della liquidazione).

In momenti di euforia questi elementi di perturbazione hanno un minor impatto negativo rispetto alle situazioni, quale quella di inizio 1989, in cui il mercato non riesce a trovare temi sui quali impostare iniziative di lavoro di lungo periodo.

Peraltro, le indicazioni per uscire da questa fase di incertezza non mancavano: i buoni risultati 1988 e il permanere anche per il 1989 di soddisfacenti condizioni di redditività per le società quotate, una campagna dividendi complessivamente favorevole agli azionisti, la crescita delle borse estere, una serie di operazioni di singole società che avrebbero potuto avere un effetto di trascinamento per l'intero mercato (ad esempio: OPAS su L'Editoriale L'Espresso, Bonifiche Siele/BNA/CREDIT, Finarte/Interbanca, Franco Tosi, costituzione di Enimont).

La risultante di tutte le circostanze sopra indicate porta a una crescita media delle quotazioni, a fine maggio, di solo il 3,1%; risultati migliori dell'indice erano stati fatti registrare solo da qualche titolo a bassa capitalizzazione e dalle azioni di risparmio in generale.

L'inizio della seconda fase del 1989 borsistico è segnato dall'annuncio, agli inizi di giugno, dei dividendi FIAT contenente, fra l'altro, la proposta di riacquisto di azioni proprie da parte della FIAT per 1.000 miliardi.

Questo secondo periodo, protrattosi sino alla fine di agosto, è caratterizzato da un rialzo costante dell'indice accompagnato da un volume degli scambi ritornato su livelli soddisfacenti e del tutto inusuali per il periodo estivo. Grazie a questo rialzo, a luglio l'indice ritorna — dopo quasi due anni — sui livelli pre-crack 1987 ed il 31 agosto viene toccato il massimo dell'anno con una variazione positiva di +23,7% rispetto all'inizio dell'anno (tuttavia il valore dell'indice rimaneva ancora al di sotto rispetto ai massimi assoluti del maggio 1986).

Questa fase di espansione è accompagnata solo da un modesto incremento della volatilità che si mantiene sempre su livelli estremamente contenuti (in 88 sedute solo una volta la variazione giornaliera supera il 2%: 2.1% il 17 agosto, primo giorno borsistico del mese di settembre).

In questa fase si assiste al ritorno di interesse sui titoli guida, ed in particolare sulla FIAT mentre continua a brillare il comparto bancario (sempre sull'onda delle voci di ristrutturazione e riorganizzazione in vista del 1992).

Sul lato della domanda vi è un maggior interesse degli investitori esteri e, successivamente, anche dei cosiddetti «borsini»; i fondi comuni di investimento svolgono invece una funzione stabilizzatrice vendendo sul mercato nei quattro mesi azioni per un valore di circa 700 miliardi; tale importo, infatti, trova solo in parte giustificazione nella raccolta netta ne-

gativa del periodo.

L'ultima fase — caratterizzata principalmente dal mini-crack di ottobre — inizia ai primi di settembre in coincidenza con la sospensione del titolo di risparmio BNL a seguito della vicenda IRAK.

Il caso BNL/IRAK e la successiva sospensione del titolo per oltre un mese cadono in un momento di correzione della fase di rialzo estiva ed hanno un impatto pesantemente negativo sull'intero listino.

La richiesta di danaro fresco per il collocamento ENIMONT, l'avvio — con l'inizio del mese borsistico di ottobre — di operazioni sul capitale di un certo rilievo e, successivamente, le delibere circa nuovi aumenti di capitale insieme alle inevitabili prese di beneficio dopo i forti rialzi dei mesi precedenti sono stati gli altri principali motivi che hanno portato ad un assestamento delle quotazioni e, soprattutto, ad una diminuzione dell'attività sul mercato.

Il 13 ottobre l'indice era a quota 1167 (—5.6% rispetto ai massimi) quando si è verificata la caduta dei corsi a New York che ha innescato una serie di crolli sulle altre borse mondiali. La caduta del 16 ottobre è stata accompagnata da un rimbalzo del 4.0% e da una perdita dell'1.9% nei due giorni seguenti; successivamente — e sino alla fine del 1989 — le variazioni giornaliere sono sempre state contenute (solo in 3 occasioni è stato superato l'1%). Il periodo successivo al «crack» dell'ottobre 1987, invece, era stato caratterizzato da una elevata volatilità e variazioni giornaliere superiori all'1% costituivano la norma. Inoltre — a fine anno — l'indice MIB aveva pressoché completamente recuperato i livelli «pre-crack», mentre come visto per il 1987 erano occorsi quasi due anni per recuperare le perdite della crisi di ottobre.

La crisi di ottobre 1989 tuttavia non è passata senza conseguenze; queste, però, si sono avute in termini di una riduzione dei volumi piuttosto che di una aumentata volatilità. Da metà ottobre, infatti, i volumi scambiati tornano sui livelli di inizio anno mentre l'andamento delle quotazioni è caratterizzato da una maggiore selettività e da un rinnovato interesse sulle azioni di risparmio che — sul finire dell'anno — ha ridato tono all'intero mercato, seppure per pochi giorni.

Passando ad esaminare l'andamento delle quotazioni per categorie di azioni è da rilevare, come più sopra ricordato, il migliore andamento delle azioni di risparmio.

Tale migliore andamento viene sottolineato dalle tabelle a/I/5 e a/I/6.

Nella tabella a/I/5 viene evidenziato che ben il 59% delle azioni di risparmio ha avuto una performance migliore delle rispettive azioni ordinarie (tale percentuale era solo del 18% per il 1988). Più in dettaglio si nota che i risultati di tale confronto sono sempre fortemente condizionati dal segno della variazione dei corrispondenti titoli ordinari: infatti, anche per il 1989, le azioni di risparmio hanno conseguito mediamente risultati migliori in presenza di un andamento negativo delle azioni ordinarie.

Questo migliore andamento ha ovviamente avuto dei riflessi positivi sull'entità degli scarti fra le quotazioni delle azioni ordinarie e delle risparmio: nel 1989 la percentuale di società i cui titoli di risparmio presentavano uno scarto della quotazione superiore al 50% rispetto a quella del titolo ordinario si è così ridotta al 37.8% contro il 45.9% del 1988. Nonostante ciò oltre l'80% delle azioni di risparmio continua a presentare una quotazione con uno scarto negativo rispetto alla quotazione del corrispettivo titolo ordinario superiore al 20%.

L'altro elemento che ha caratterizzato il 1989 è stato il buon andamento dei titoli medio/piccoli rispetto alle «blue chips»; questo fenomeno è reso ben evidente dalle differenti performances dell'indice SVILUPPO FINANZIARIA (costruito su titoli a bassa capitalizzazione) e dell'indice ALETTI (che invece sintetizza il comportamento dei 25 titoli leaders del mercato).

Infine, confrontando la «performance» dei titoli con quella dell'indice MIB si nota come nel 1989 solo un terzo dei venti titoli a maggiore capitalizzazione ha «battuto» il mercato (si tratta essenzialmente di titoli bancari e del settore comunicazioni) mentre ben oltre i due terzi dei titoli ha avuto variazioni superiori a quella del MIB.

Andando infine ad osservare il comportamento dei singoli comparti si nota innanzitutto la performance del comparto «commercio» (+58.7%) imputabile quasi totalmente all'interesse venutosi a creare sulla grande distribuzione a seguito delle voci di fusione e/o di accordi tra la Standa e La Rinascente. Anche il comparto Cartarie-Editoriali ha fatto registrare una variazione dell'indice superiore al 50% (+54.8%) ma anche in questo caso la spiegazione va ricercata nella lotta per il controllo del gruppo Amef-Mondadori; incrementi superiori al 50% sono pure stati realizzati dal settore Elettrotecniche e dal settore Immobiliari/Edilizie.

Positivo l'andamento del settore bancario, cui si è contrapposto un mercato disinteresse verso il comparto assicurativo non spiegabile solo da risultati di bilancio inferiori alla media.

Il settore tessile è stato l'unico altro settore che — oltre l'assicurativo — si è posizionato su livelli inferiori a quelli di inizio anno.

Fra i singoli titoli — non sospesi dalle quotazioni — sono 16 quelli che nel 1989 hanno raddoppiato le quotazioni: fra questi 10 ordinari (di cui 2 non quotati a Milano), 5 di risparmio ed 1 privilegiata (Interbanca, che già nel 1988 aveva fatto registrare una performance superiore al 100%).

I titoli che, invece, hanno avuto una flessione dei corsi sono stati circa il 15% del totale, per la grande maggioranza (circa 3/4) titoli ordinari.

Infine, i titoli delle società ammesse a quotazione nel corso del 1989 hanno tutti fatto registrare una buona performance (sia in termini assoluti che relativamente alla performance media del mercato) rispetto al prezzo di collocamento con l'unica eccezione costituita dal titolo PREMAFIN. Più contenute, ma pur sempre soddisfacenti, le performances delle «ma-

tricole» se le variazioni dei corsi a fine anno vengono calcolate rispetto al prezzo del primo giorno di quotazione.

1.4 Volume degli scambi

Nel 1989 sono stati scambiati presso le 10 borse valori 14.948 milioni di titoli per un controvalore totale di 57.685 miliardi; l'incremento rispetto ai dati 1988 è stato del 32% in termini di quantità e del 33% in termini di controvalore.

Il dato sulle quantità rappresenta il massimo assoluto (+19% sui dati 1986) mentre il controvalore delle stesse rimane tuttora su livelli inferiori rispetto ai valori registrati nel 1986 per circa un 19%.

Questo diverso andamento delle quantità e dei controvalori è spiegato in parte da un livello medio dei corsi per il 1989 ancora inferiore a quello 1987 ed in parte dalle numerose operazioni sul capitale con frazionamento dei titoli.

La media giornaliera degli scambi ha nuovamente superato i 200 miliardi (230 miliardi), seppur ancora distante dal massimo di 283 miliardi raggiunto nel 1986.

Anche nel 1989 oltre il 90% del controvalore degli scambi è stato negoziato sulla piazza di Milano, grazie anche al fatto che su di essa vengono eseguite transazioni che hanno avuto origine su altre piazze sede di borsa.

La percentuale del controvalore degli scambi negoziati a Milano ha subito però una leggera flessione rispetto agli anni precedenti a favore della piazza di Torino, che è diventata la seconda borsa italiana in termini di volume di affari e che, presumibilmente, si è potuta avvantaggiare di un miglior funzionamento dei collegamenti fra le cosiddette borse minori, e, in minor misura, di quella di Roma e di Genova. Le altre sei borse non coprono neppure l'1% del giro di affari.

Si è già avuto modo di rilevare seppur brevemente che l'andamento degli scambi è stato caratterizzato, nella prima parte dell'anno fino a fine maggio, da volumi contenuti sugli stessi livelli dell'anno precedente ma con una riduzione della variabilità. Il controvalore degli scambi, infatti, praticamente non è mai sceso sotto i 100 miliardi anche nei periodi di totale mancanza di iniziative (minimo 98.5 miliardi); tuttavia non si sono neppure registrati picchi particolari.

Con la ripresa di giugno si assisteva ad un progressivo aumento degli scambi che raggiungevano il loro massimo nel mese di settembre (nei tre mesi estivi, nonostante il periodo feriale, veniva scambiato il 37% del totale con una media giornaliera molto vicina ai 300 miliardi di lire).

Con l'inizio del mese borsistico di ottobre si registrava una progressiva riduzione dell'attività intervallata solamente nel periodo del mini-crack di ottobre, quando in tre sole sedute venivano scambiati titoli per quasi 1.500 miliardi con una punta nella giornata del 16 otto-

bre di 747 miliardi, massimo assoluto per la nostra borsa (il precedente massimo era stato registrato il 29 maggio 1986: 745 miliardi). Nel precedente crack di ottobre erano invece stati scambiati solo 432 miliardi. Dopo tale punta la media giornaliera nell'ultima parte dell'anno si è nuovamente assestata sotto i 200 miliardi giornalieri.

Per quanto concerne l'andamento dei singoli titoli il minor interesse sulle «blue chips» ha determinato una diminuzione della concentrazione degli scambi rispetto all'anno precedente.

Il titolo più trattato è stato comunque sempre la FIAT ord., con una quota sull'intero mercato però di oltre 2 percentuali inferiore rispetto a quella dell'anno precedente (dall'11.7% al 9.2%).

I 20 titoli più trattati inoltre coprono tuttora circa il 50% degli scambi (tale percentuale tuttavia l'anno precedente era pari ad oltre il 60%).

Nella tabella n. a/I/8 sono riportati i dati relativi alla composizione del mercato per classi di controvalore scambiato e per valori del rapporto di rotazione della capitalizzazione («turn-over») per il 1988 ed il 1989.

Il confronto tra i due anni sottolinea che del netto miglioramento del volume degli scambi avutosi nel corso del 1989 si sono avvantaggiati in modo particolare i titoli medio-piccoli: infatti i titoli appartenenti alle due classi inferiori (titoli con controvalore scambiato medio giornaliero fino a 100 Lit. Mil.) che nel 1988 costituivano oltre la metà del listino di Milano si riducono a poco più di un quarto, mentre la classe di controvalori giornalieri medi compresi tra i 100 ed i 500 Lit. Mil. passa dal 28% a quasi il 47% del totale, un buon incremento è, infine, registrato anche dalla classe con controvalori giornalieri scambiati superiori ai 500 Lit. Mil.

La miglior liquidità del mercato è testimoniata anche da un notevole miglioramento dei valori del rapporto di rotazione: complessivamente la classe con valori del rapporto di turnover inferiori allo 0,25, cui nel 1988 apparteneva circa il 70% dei titoli del listino, comprende nel 1989 poco più del 48% dei titoli.

All'interno delle singole classi di controvalore giornaliero medio scambiato è la classe tra i 100 ed i 500 Lit. Mil. ad avere i valori migliori del rapporto di turnover confermando la già rilevata tendenza del mercato a privilegiare i titoli medio-piccoli rispetto alle «blue-chips»; anzi è proprio quest'ultima categoria di titoli che fa registrare un rallentamento della velocità di rotazione della capitalizzazione.

1.5 Mercato dei premi

Nel 1989 il giro di affari sul mercato dei premi — misurato dal controvalore delle basi — è stato pari a circa 12.315 Mld. con un lieve incremento (+8.2%) rispetto al dato dell'anno precedente; rispetto al 1988 sono pure aumentati il numero dei contratti stipulati (+6% circa) ed il numero dei titoli trattati (+12% circa).

Il controvalore dei premi (pari a circa 340 Lit. Mld.), invece, è stato leggermente inferiore rispetto all'anno precedente (-6.3%) e molto al di sotto (oltre il 50%) del massimo assoluto registrato nel 1986.

È anche diminuito il peso percentuale degli scambi alle grida dei premi rispetto a quelli effettuati sul termine fisso: il rapporto tra controvalore delle basi trattate a premio e controvalore degli scambi sul mercato a termine fisso è risultato, per il 1989, pari a circa il 23%, valore inferiore sia rispetto al dato del 1988 (pari al 28,5%), sia a quello del 1987 (pari al 26,3%).

La minore vivacità del mercato dei premi si è riflessa sui costi: il rapporto tra controvalore dei premi e controvalore delle basi è risultato, in media, pari a circa il 2,7%, valore minimo degli ultimi cinque anni.

L'esame dei dati mensili conferma l'andamento parallelo tra mercato a termine fisso e mercato dei premi: la tendenza prima piatta poi euforica e quindi nuovamente apatica registrata sul primo si è riflessa senza particolari differenze sul mercato dei premi.

Nei mesi estivi, infatti, con la ripresa del mercato a termine fisso, il controvalore delle basi è quasi triplicato rispetto al minimo dell'anno (fatto registrare nel ciclo di marzo): i cicli di luglio ed agosto fanno registrare le due punte massime di attività sul mercato dei premi (con i controvalori delle basi superiori ai 1.500 Lit. Mld) con una impennata del costo dei premi che si posiziona su livelli superiori al 3% (sebbene non tornando mai sulle punte massime del 1988). Nei due cicli successivi al «mini-crack» di ottobre l'attività torna sui ridotti volumi di inizio anno, con il costo dei premi che, nel ciclo di dicembre, scende sotto il 2%.

L'andamento del mercato a termine fisso (ed in particolare quello delle «blue chips» su cui — di norma — si concentrano gran parte delle contrattazioni a premio) ha ovviamente condizionato, oltre che l'attività ed il costo dei premi, anche gli esiti delle risposte: ad eccezione dei mesi estivi, le partite abbandonate hanno sempre prevalso sui ritiri.

La prevalenza degli abbandoni e, nei mesi estivi (quando si è avuta una prevalenza dei ritiri), una migliorata liquidità del mercato a termine fisso hanno fatto sentire in modo minore il problema del condizionamento delle quotazioni sul mercato a termine fisso negli immediati dintorni della scadenza della risposta premi. Nel 1988, invece, il problema delle interrelazioni tra i due mercati era stato maggiormente avvertito e l'opportunità di una revisione delle modalità di negoziazione dei premi e/o l'introduzione di un mercato di «opzioni negoziabili» avevano costituito oggetto di ampio dibattito.

1.6 Riporti e anticipazioni

Il valore medio mensile, ai prezzi di compenso, dei titoli oggetto di contratti di riporto o di anticipazione con soggetti tenuti all'obbligo della comunicazione ai sensi della delibera Consob del 5.10.1977 è stato pari a circa 18.700 miliardi (poco meno del 10% della capitalizzazione media). Le variazioni di tali valori nel corso dell'anno — lo scostamento fra valore massimo e valore minimo è del 26% — sono in buona parte imputabili all'andamento delle quotazioni.

Per i contratti di riporto il confronto tra valorizzazione ai prezzi di compenso dei quantitativi oggetto del contratto e il valore degli importi effettivamente erogati (circa 1.200 miliardi al mese) evidenzia un valore dello scarto mediamente pari all'85%, percentuale sensibilmente superiore allo scarto minimo del 50% richiesto dalla Consob.

Tale risultato starebbe a dimostrare l'utilizzo del contratto di riporto non solo per prorogare posizioni speculative ma, altresì, per utilizzare le azioni date a riporto come deposito a fronte di operazioni sul mercato azionario nei limiti consentiti dalla delibera 929 oppure, ancora, come sostituto di un deposito custodia, o per fini fiscali.

Per i titoli costituiti in garanzia i soggetti tenuti all'obbligo della segnalazione forniscono informazioni solo sulle quantità oggetto del contratto di anticipazione; non viene fornita invece alcuna informazione sui finanziamenti effettivamente concessi ed erogati.

Nel corso dell'anno (ed in particolare nella fase di crescita del mercato) l'ammontare dei riporti e delle anticipazioni è ritornato sui massimi assoluti del 1° semestre 1987. Tale risultato — come evidenziato dalla stabilità dei valori della colonna relativa ai «valori costanti» — è tuttavia pressoché interamente dovuto all'aumento medio delle quotazioni.

Vi è infine da rilevare dal mese di ottobre un sensibile incremento del dato relativo ai riporti passivi. Tale importo, che dovrebbe evidenziare la proroga di posizioni speculative al ribasso, è raddoppiato dal settembre al novembre 1989 passando da 56 e 136 miliardi; una conferma sulla validità di tale dato viene dall'andamento della speciale seduta dei riporti dove, nella seduta di novembre, sono emerse posizioni di vendita allo scoperto sensibilmente superiori ai mesi precedenti.

1.7 Attività di controllo del mercato

L'attività di controllo del mercato è stata volta ad individuare ed a limitare le situazioni in cui sia venuta meno la regolarità del processo di formazione dei prezzi.

A tal fine sono state realizzate procedure di controllo volte a «monitorare» il comportamento dei titoli sia «in diretta», cioè sulla base dell'evoluzione delle contrattazioni all'interno della seduta di borsa, sia sulla base dell'evoluzione «storica» dei corsi (e dei relativi quantitativi scambiati).

Per quanto riguarda il controllo «in diretta» delle singole sedute, nel corso del 1989, è stato fatto un altro importante passo avanti verso la realizzazione di un agile strumento in grado di evidenziare, in modo completamente automatico, le cosiddette «anomalie» (nell'andamento dei corsi e delle quantità scambiate) che si verificano all'interno di ciascuna singola seduta di borsa.

Al riguardo, è stata messa a punto una procedura che, alimentandosi con i dati (relativi ai corsi ed alle quantità di ogni singola contrattazione svolta presso la borsa di Milano) trasmessi dal Ced Borsa di Milano tramite il Servizio DDB (diffusione dati borsa), genera in

modo automatico e continuo un data-base relazionale utilizzabile per l'effettuazione di idonee analisi di regolarità attraverso interrogazioni in linguaggio SQL.

È quindi ormai da tempo in funzione un sistema che consente di cogliere gli aspetti globali di ciascuna seduta di borsa, dai controvalori scambiati nel «durante» per ogni intervallo di tempo prefissato, ai campi di variazione dei corsi registrati sino al momento dell'interrogazione e agli aspetti particolari di ciascun titolo, quali i corsi e i relativi quantitativi scambiati, con l'indicazione dell'orario di contrattazione, dati questi raffrontabili con altri data-base relazionali contenenti invece informazioni di natura «storica».

Il passo successivo per raggiungere definitivamente l'obiettivo della completa automaticità di analisi in diretta di ciascuna seduta di borsa, dovrebbe essere effettuato nel corso del corrente anno e consiste nel rendere automatiche le interrogazioni (che attualmente vengono attivate a richiesta della persona che segue la procedura) con l'invio dei relativi output disponibili su appositi monitors dedicati.

Per quanto riguarda il controllo sulla base dei dati «storici», invece, sono stati affinati i programmi di analisi e selezione che, elaborando le serie storiche dei prezzi e delle quantità, consentono di individuare tutti i titoli che abbiano presentato nelle ultime sedute variazioni anomale sia per quanto concerne le quotazioni sia per quanto riguarda le quantità scambiate. Tali programmi, utilizzando una serie di «filtri», elaborano giornalmente l'elenco dei titoli che, presentando anomalie di un certo rilievo, richiedono un più attento esame.

Inoltre, poiché una delle principali cause dell'andamento anomalo dei titoli è risultata essere l'incertezza generata da informazione incompleta o inesatta, è stata sistematicizzata una procedura di vaglio delle notizie pubblicate sui principali quotidiani al fine di individuare — prima dell'inizio delle negoziazioni — quelle notizie incomplete o quelle voci il cui contenuto possa influenzare l'andamento di uno o più titoli o della seduta in generale.

Qualora si siano rilevate notizie stampa incomplete o voci di borsa, vengono immediatamente contattati gli esponenti della società interessata affinché possano — tramite un comunicato stampa — confermare o smentire le voci e/o integrare la notizia stampa oggetto della possibile turbativa prima dell'inizio delle contrattazioni.

Tali contatti con le società vengono avviati, dopo aver sentito il Commissario di borsa e l'Area Società, anche nel caso in cui siano state rilevate anomalie nell'andamento dei corsi o dei quantitativi scambiati al fine di verificare se i responsabili della società siano a conoscenza dei motivi (eventi societari ancora riservati, ad esempio) che in qualche modo possano giustificare le irregolarità di andamento dei titoli e, in caso di risposta affermativa, se siano disposti a rendere pubbliche tali notizie.

È stato, inoltre, realizzato un archivio, su supporti magnetici, delle principali notizie stampa quotidiane in modo da poter spiegare l'andamento storico di un titolo anche alla luce delle principali voci o notizie ad esso relative.

Infine, nel corso del 1989, è stato istituito, avvalendosi di un nuovo servizio offerto dal CED Borsa di Milano, un archivio relativo alle contrattazioni sul mercato a termine a premio e sono stati realizzati programmi di elaborazione dei relativi dati.

2. Mercati ristretti

2.1 Quadro generale

Nel corso del 1989 il mercato ristretto ha dato segni di una maggiore vitalità, facendo registrare a fine anno una performance media superiore a quella del mercato principale (+22.3%); nonostante ciò il valore dell'indice rimane ancora molto al di sotto (-40%) del massimo assoluto raggiunto nell'ormai lontano giugno 1981.

La maggiore vitalità del mercato ristretto è meglio evidenziata dal valore degli scambi che complessivamente hanno fatto registrare un incremento di circa 2.5 volte attestandosi su livelli massimi assoluti. Nonostante tale incremento, il valore del rapporto tra controvalore degli scambi e capitalizzazione, pur raddoppiando rispetto al 1988, rimane per il mercato ristretto molto al di sotto di quello del mercato principale (6% per il ristretto, 25% per il mercato principale).

Questo basso valore del rapporto di «turnover», unitamente al fatto che la grande maggioranza delle società quotate al ristretto — avendo natura di istituzione creditizia — svolge attività di intermediazione sui propri titoli, può in parte spiegare la ridotta volatilità che si registra su tale mercato (in proposito si vedano i grafici n. 9 e 10, che riportano, per il 1989, la spezzata delle variazioni giornaliere dell'indice IMR e dell'indice MIB).

L'incremento dei volumi scambiati, inoltre, non ha portato ad una redistribuzione dell'attività sulle varie piazze sedi di mercati ristretti: anzi, è proseguito il processo di concentrazione degli scambi sul ristretto di Milano, mentre sulle altre borse vengono pressoché esclusivamente trattati i pochi titoli non quotati anche sulla piazza di Milano.

Passando ad esaminare le cause che hanno determinato questa maggiore vivacità del mercato ristretto va innanzitutto menzionato il disegno di legge volto a modificare gli statuti delle Popolari (che, in termini di capitalizzazione, rappresentano circa i 2/3 dell'intero listino). Le indiscrezioni circa la possibilità di una sostanziale modifica del regime di circolazione dei titoli emessi da tali istituti e di una riduzione dell'efficacia della clausola di gradimento avevano, infatti, alimentato le voci circa ipotetici rastrellamenti di titoli in vista di acquisizioni, in particolar modo nei mesi estivi da giugno ad agosto.

In effetti tali ipotesi trovavano anche conferma nella realizzazione di alcune operazioni di fusione effettuate nell'ambito del più generale processo di riorganizzazione del comparto bancario.

Anche il cambiamento dell'orario di negoziazione per la piazza di Milano (su cui sono

concentrati oltre il 99% degli scambi complessivi) dalle 9 a.m. alle 15 p.m. può avere influito su questo sensibile miglioramento dei volumi scambiati. Lo spostamento delle negoziazioni al pomeriggio, difatti, ha consentito l'invio degli ordini durante il corso della mattina (e non il pomeriggio del giorno precedente) permettendo, tra l'altro, agli operatori di orientare le loro scelte anche in base all'andamento del mercato principale nel corso della stessa mattina.

Questo miglioramento quantitativo (sia in termini di performance dell'indice che dei volumi negoziati) non sembra però essersi sufficientemente tradotto in un miglioramento qualitativo: infatti, da un lato non è aumentata in modo sostanziale l'offerta di titoli, dall'altro l'incremento della domanda è rimasto concentrato in un periodo limitato dell'anno (giugno-ottobre). A fine anno il volume degli scambi si era notevolmente ridimensionato anche se su livelli superiori rispetto ai precedenti anni; ciò confermerebbe che l'incremento di attività su tale mercato è attribuibile a fattori momentanei (le ipotetiche possibilità di scalata, la ripresa del mercato principale) e solo marginalmente a modifiche strutturali.

Nel corso dell'anno 4 nuove società sono state ammesse al ristretto: solo una (Cibiemme Plastics) ha richiesto l'ammissione a quotazione a Milano, due (Ifis e Base H) a Genova, l'ultima (Istituto Cessione del Quinto) a Roma. Di queste quattro società nessuna appartiene al comparto bancario.

Nel 1989 sono stati inoltre richiesti al mercato mezzi freschi per complessivi 600 Mld. per operazioni di aumento di capitale: oltre il 60% di tale cifra è coperto da due sole operazioni relative alla Popolare di Novara ed alla Popolare di Milano.

Il confronto tra entità di cifre richieste per operazioni sul mercato primario e operatività sul mercato secondario evidenzia ancora una volta una sproporzione: infatti, mentre per il mercato principale il valore di tale rapporto è pari a circa il 12%, per il mercato ristretto è pari al 70%.

Anche per le società quotate al ristretto il 1989 rimane un anno positivo per quel che riguarda i risultati economici, sebbene il tasso di crescita dei profitti rimanga inferiore rispetto a quello delle società quotate al mercato principale e risulti leggermente diminuito rispetto al 1988; si conferma pressoché costante il rapporto di distribuzione degli utili.

2.2 Andamento delle quotazioni

L'andamento delle quotazioni nel mercato ristretto è stato caratterizzato rispetto agli scorsi anni da una più marcata correlazione con il mercato principale.

A fine anno, come già rilevato, l'indice generale IMR ha fatto segnare un incremento del 22.3% sulle quotazioni di inizio '89: tale risultato se è migliore di quello medio del mercato principale (15.8) è peggiore di quello del settore bancario (+42.3), con il quale — viste le caratteristiche del nostro mercato ristretto — il confronto è più omogeneo.

Nonostante il buon andamento del 1989, il recupero del massimo assoluto del giugno

1981 è ancora lontano (circa un 40%). Negli anni successivi al 1981 l'andamento del ristretto è stato caratterizzato da una pressoché totale mancanza di iniziativa: anche nei due anni di «boom», 1985 e 1986, l'incremento delle quotazioni del mercato ristretto è stato alquanto modesto. Alla luce di queste vicende il recupero delle quotazioni del 1989 è da considerarsi senza dubbio come un fatto positivo.

La proposta di legge sulle banche popolari e la decisione del passaggio delle contrattazioni — per il mercato di Milano — dal mattino al pomeriggio sono i motivi che hanno determinato una migliore tenuta del mercato ristretto nella prima parte dell'anno.

Al 22 maggio, data di inizio delle contrattazioni pomeridiane al mercato ristretto di Milano, l'IMR aveva guadagnato circa il 10% sui livelli di inizio anno; tuttavia in questo stesso periodo inizia anche la forte ripresa del mercato principale e si crea un forte interesse per alcuni titoli delle popolari. Risulta così difficile individuare quale sia stato l'elemento trainante della forte ripresa del mercato ristretto (soprattutto in termini di attività) nel periodo che va dalla fine di maggio alla fine di agosto quando l'indice IMR segna il massimo dell'anno (+29.7%).

Nell'ultima parte dell'anno il mercato ristretto subisce una flessione dei corsi, peraltro perfettamente in linea con l'andamento del mercato principale; a fine anno l'indice chiude con un ridimensionamento dei corsi del 5.7% rispetto ai massimi di fine agosto. La vicenda BNL/IRAK, il mini-crack, gli aumenti di capitale (seppur relativi al solo mercato principale) sono i temi — in comune con il mercato principale — che maggiormente hanno inciso sull'andamento delle quotazioni.

La perdita più contenuta (—4.3%) fatta registrare dal ristretto il 16 ottobre è spiegata essenzialmente dalle diverse ore di chiamata dei titoli, che ha consentito di beneficiare maggiormente del recupero di Wall Street.

Un altro elemento che ha caratterizzato il 1989 è il fatto che è la prima volta dal 1982 che il settore bancario registra una performance migliore del settore «altro».

Solo quattro titoli hanno fatto registrare una flessione di cui due appartenenti al settore bancario. Il titolo che ha fatto registrare il migliore andamento è la Banca di Credito Popolare di Siracusa (+129%); incrementi di poco superiori al 50% sono poi stati ottenuti da Zerowatt e Credito Bergamasco.

2.3 Scambi azionari

Il recupero dell'indice IMR è stato accompagnato da un volume ed un controvalore delle contrattazioni più che raddoppiato sia rispetto all'anno precedente sia rispetto al 1986, anno in cui il controvalore degli scambi aveva fatto registrare il precedente massimo.

Gli scambi sono aumentati su tutte le piazze eccetto Napoli e Firenze (in queste ultime continuano a non essere concluse transazioni); tuttavia, l'aumento delle negoziazioni sulle piazze

secondarie è da attribuirsi esclusivamente alla quotazione, tra la fine del 1988 e il 1989, di titoli non quotati a Milano (le negoziazioni su tali titoli rappresentano circa lo 0,5% del volume complessivo scambiato sui ristretti).

È aumentata, così, la concentrazione degli scambi su Milano la cui quota sul totale scambiato è passata dal 97,8% del 1988 al 99,2% nel 1989; gli scambi su tale piazza si sono mantenuti per tutto il corso dell'anno su livelli nettamente superiori a quelli dello scorso anno tanto che anche il minimo toccato è rimasto comunque superiore al valore medio dell'intero 1988.

Seguendo il comportamento del mercato principale, anche il mercato ristretto ha fatto registrare la concentrazione massima degli scambi nel periodo estivo: da giugno a settembre gli scambi hanno coperto oltre il 50% degli affari conclusi nell'intero anno registrando in agosto le punte massime (140 Mld. di controvalore complessivo degli scambi del mese, una media di circa 7 miliardi a seduta ed una punta massima di 12 Mld. in una sola seduta).

La forte flessione dei quantitativi scambiati nel periodo novembre/dicembre, con medie giornaliere tornate sui livelli di inizio anno, indurrebbe a pensare che il maggiore interesse per il mercato ristretto non sia stato determinato dal cambiamento dell'orario di negoziazione; l'effetto di tale spostamento di orario sembra piuttosto essere quello di una maggiore dipendenza del ristretto dall'andamento del mercato principale.

Il miglioramento dei volumi complessivamente scambiati ha fatto sì che oltre il 40% dei titoli avesse un controvalore giornaliero scambiato superiore a 100 milioni (nel 1988 solo tre titoli potevano vantare tale risultato) e che solo il 20% (oltre un terzo nel 1988) registrasse scambi giornalieri medi inferiori a 10 milioni. Tutti i titoli non quotati a Milano hanno una media per seduta inferiore a 10 milioni.

La Popolare di Milano risulta essere il titolo più trattato con scambi pari a 389 milioni per seduta (75 milioni nel 1988) seguita dal Credito Bergamasco; quest'ultima insieme alla Banca della Provincia di Napoli sono gli unici due titoli, quotati anche a Milano, che fanno registrare scambi di una qualche entità anche sulle piazze minori.

Capitolo II

SVILUPPO E CONTROLLO DEL MERCATO

1. Provvedimenti di rilievo adottati nell'anno

1.1 Regolamento di ammissione alla quotazione

Nel corso del 1989, in considerazione dell'esigenza di dare completa attuazione al disposto dell'art. 8 del d.P.R. n. 138 del 1975, così come modificato dall'art. 20 della legge n. 281 del 1985, in relazione all'esigenza di recepire organicamente le direttive CEE n. 279 del 1979 (condizioni per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione di borsa), n. 390 del 1980 (condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione di borsa), e n. 345 del 1987 (riconoscimento reciproco del prospetto) e, infine, per l'esigenza di rendere il procedimento di ammissione a quotazione più aderente alla realtà operativa, alla luce della esperienza maturata in circa cinque anni di vigenza del precedente Regolamento, la Commissione, con delibera n. 4088 del 24 maggio, ha adottato un nuovo Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale.

Il nuovo Regolamento, il cui testo è suddiviso in cinque Titoli e consta di 32 articoli, oltre gli allegati, ha introdotto alcune importanti innovazioni tra cui si segnalano in particolare le seguenti:

- l'ambito di applicazione viene esteso ai titoli rappresentativi di quote di capitale emessi da enti esercenti l'attività bancaria, ai buoni di acquisto o di sottoscrizione di titoli (cd. warrants) ed alle azioni di risparmio;

- il requisito della redditività viene posto in relazione con i risultati della gestione ordinaria degli emittenti e con la situazione economica consolidata del gruppo di appartenenza;
- viene richiesto che la redditività abbia carattere di autonomia, intesa come indipendenza del reddito conseguito dal gruppo di appartenenza, con la conseguenza che non possono accedere alla quotazione quegli emittenti che presentano una redditività priva di autonomia;
- si presume venga meno il carattere di autonomia della redditività, altresì, per quegli emittenti il cui reddito dipenda prevalentemente dai risultati economici di una partecipazione in società già quotata (c.d. «scatole cinesi»);
- vengono indicate le condizioni applicabili ai titoli esteri ed ai loro emittenti;
- viene disciplinata l'ammissione d'ufficio e vengono dettate le condizioni di ammissione per le azioni di risparmio;
- viene, infine, prevista una forma minimale di normativa per la revoca e la sospensione dei titoli dalla quotazione.

1.2 Disposizioni in materia di sospensione e revoca dei titoli della quotazione di borsa

Con riferimento alla disciplina prevista per la revoca e la sospensione dei titoli dalla quotazione (art. 30 del Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori), la Commissione, ritenuta l'opportunità di fissare criteri generali in ordine alle situazioni che possono rappresentare fattispecie rilevanti ai fini della tutela del pubblico risparmio, ai sensi dell'art. 8, settimo comma, del d.P.R. n. 138 del 1975, con delibera n. 4174 del 18 luglio, ha approvato una serie di disposizioni che individuano le suddette situazioni nelle seguenti:

- 1) cessione da parte della società emittente del ramo di attività prevalente con riferimento alla effettiva situazione operativa;
- 2) assoggettamento della società emittente a procedure concorsuali;
- 3) il venir meno anche di una sola delle condizioni di ammissione previste del Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale di borsa;
- 4) diffusione o mancata diffusione di notizie che possono incidere sul regolare andamento del mercato del titolo.

In relazione ai casi sopraindicati, sono state stabilite regole procedimentali per gli accertamenti istruttori, nonché per l'adozione di eventuali conseguenti provvedimenti di sospensione e revoca della quotazione ufficiale.

1.3 Disposizioni in merito all'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale relativamente all'istituzione di separate linee di quotazione e alla quotazione di titoli diversi da quelli già iscritti nei listini ufficiali

La Commissione, nel novembre 1989, in relazione alla riscontrata anomalia costituita dalla negoziazione di titoli emessi da società ed enti con altri titoli già quotati, ad opera di soggetti inidonei e in sedi non istituzionali (c.d. terzo mercato), al fine di garantire, nell'interesse primario del pubblico risparmio, che la negoziazione su detti titoli si svolga anch'essa nei recinti alle grida in borsa, ha inviato alle società ed enti con titoli quotati in borsa una Comunicazione con cui si raccomanda che:

- 1) le società emittenti titoli con godimento differenziato richiedano tempestivamente l'istituzione di separate linee di quotazione;
- 2) le società ed enti con titoli quotati nelle borse valori che emettono titoli diversi dai primi (es. azioni di categoria e tipo diverso, obbligazioni convertibili e non, buoni di opzione, di sottoscrizione ecc.) richiedano tempestivamente alla Commissione l'ammissione alla quotazione ufficiale di questi ultimi titoli.

2. Ammissione alla quotazione

2.1 Nuove società ammesse in borsa o al mercato ristretto

Nel corso del 1989 sette società hanno ottenuto la ammissione dei loro titoli azionari alla quotazione ufficiale in borsa e quattro l'ammissione alla quotazione presso il mercato ristretto.

Si riporta l'elenco delle nuove società ammesse al mercato ufficiale e quello delle società ammesse al mercato ristretto.

Tutte le società ammesse alla quotazione al mercato ufficiale hanno effettuato un collocamento delle proprie azioni mediante offerta pubblica, al fine di conseguire una sufficiente diffusione del titolo tra il pubblico.

2.2 Altre ammissioni

Nel 1989 sono stati iscritti al listino i seguenti prestiti obbligazionari ordinari e convertibili:

- ATTIVITÀ IMMOBILIARI 7,50% 1988-95 convertibile in azioni ordinarie della stessa società;
- SE.FI.MONT 1987-90 serie Bull 7,50% e serie Bear 9% con separate linee per ognuna delle due serie;

Società ammesse al Mercato Ufficiale e al Mercato Ristretto

Società	Titolo ammesso	Borse di quotazione	Data inizio negoziazioni
<i>Mercato Ufficiale</i>			
TELECO CAVI	azioni ordinarie	Milano	15.09.89
RATTI	»	»	29.09.89
BASSETTI	»	»	3.10.89
ENIMONT	»	»	3.10.89
COSTA CROCIERE	»	»	3.10.89
MANDELLI	»	Milano e Bologna	18.12.89
PREMAFIN FINANZ.	»	Milano e Roma	18.12.89
<i>Mercato Ristretto</i>			
IST. CESS. QUINTO	»	Roma	3.01.89
CIBIEMME PLAST.	»	Milano	2.01.89
IST. FIN. E SCONTO	azioni privilegiate	Genova	1.03.89
BASE H	»	Genova	8.03.89

- IMI 1988-93 a tasso variabile con warrant serie speciale Nuovo Pignone con separata linea di quotazione per le obbligazioni prive di warrant;
- MEDIOBANCA 2% 1989-94 serie speciale ITALCEMENTI con warrant convertibile in azioni ordinarie ITALCEMENTI e con warrant per acquistare azioni di risparmio non convertibili ITALCEMENTI;
- CIGA 9% 1988-95 convertibile in azioni ordinarie della stessa società;
- INTERBANCA 1987-94-90^a emissione tasso variabile
1988-95-94^a emissione tasso variabile
1988-96-96^a emissione a rata costante
- SIFA 9% - 1988-93 convertibile in azioni privilegiate Autostrade;
- EUROPA METALLI L.M.I. 10% - 1989-94 convertibile in azioni ordinarie della stessa società;
- SOCIETÀ PEL RISANAMENTO DI NAPOLI 7% - 1986-92 convertibile in azioni ordinarie.

Sono state inoltre adottate quattro delibere con le quali sono state istituite altrettante linee di quotazione separata, relativamente a titoli emessi con godimento differenziato rispetto a quelli già in circolazione, per le seguenti società:

- AUSONIA ASSICURAZIONI: quotazione delle azioni ordinarie, con godimento 1° luglio 1988, a decorrere dal 10 aprile 1989
- SOCIETÀ MERIDIONALE FINANZIARIA (SME): quotazione delle azioni ordinarie, con godimento 1° gennaio 1989, a decorrere dal 10 aprile 1989
- RIUNIONE ADRIATICA DI SICURTÀ (RAS): quotazione delle azioni di risparmio n.c., con godimento 1° gennaio 1989, a decorrere dal 17 luglio 1989
- ACQUA PIA ANTICA MARCIA: azioni di risparmio n.c., con godimento 1° gennaio 1989, a decorrere dal 30 ottobre 1989

Sempre nel corso del 1989, la FERRUZZI FINANZIARIA, con azioni quotate a Milano e Bologna, ha chiesto l'estensione della quotazione a Genova e, successivamente, a Torino; la GEMINA, con azioni quotate a Milano, ha chiesto l'estensione a Roma e Torino; la LLOYD ADRIATICO, con azioni quotate a Milano, Roma, Torino e Trieste ha chiesto l'estensione

della quotazione a Genova. Infine, a seguito di modifica della propria denominazione sociale da VIANINI in CALTAGIRONE, quest'ultima società è stata iscritta nel listino con la nuova denominazione.

2.3 Ammissioni di diritto alla quotazione

Nell'anno considerato sono stati ammessi di diritto alla quotazione 41 titoli di stato (22 certificati di credito del tesoro e 19 buoni del tesoro poliennali) e 105 prestiti obbligazionari emessi da Istituti di credito speciale, enti delle partecipazioni statali, ENEL, BEI.

Sono stati inoltre quotati quattro titoli di risparmio, emessi da società con azioni ordinarie già quotate e precisamente: azioni di risparmio non convertibili KERNEL ITALIANA; azioni di risparmio non convertibili MERLONI ELETTRODOMESTICI; azioni di risparmio non convertibili VINCENZO ZUCCHI; azioni di risparmio FINARTE.

3. Interventi sulla quotazione dei titoli

3.1 Provvedimenti di sospensione e di ripristino della quotazione

Nel 1989 sono stati sospesi dalla quotazione i titoli delle seguenti società quotate al mercato ufficiale: INTERBANCA (az. priv.); BANCA NAZIONALE DELL'AGRICOLTURA (az. ord. priv. e risp.); SISA (az. ord.); ARNOLDO MONDADORI EDITORE (az. ord. priv. e risp.); CARTIERA DI ASCOLI (az. ord.); EDITORIALE L'ESPRESSO (az. ord.); AME FINANZIARIA (az. ord. e di risp. e obbl. conv.); NUOVO BANCO AMBROSIANO (az. ord. e di risp.); BANCA CATTOLICA DEL VENETO (az. ord. e di risp.); S.I.O. S.p.A. (az. ord. e di risp.); BNL (quote risp.); FERRUZZI FINANZIARIA (az. ord. e di risp. n.c.); LA FONDIARIA (az. ord.); GAIC (az. ord.). Fra le società quotate al mercato ristretto sono state sospese la BANCA TIBURTINA DI CREDITO E SERVIZI, la BIEFFE, il CREDITO BERGAMASCO.

Per quel che concerne le motivazioni delle sospensioni, tutte adottate con provvedimento urgente del Presidente, successivamente approvato dalla Commissione, si rileva che i titoli delle società BIEFFE, CREDITO BERGAMASCO e S.I.O. S.p.A. sono stati sospesi in relazione a notizie di stampa, ovvero con riferimento ad una comunicazione ufficiale fatta alla Consob, circa l'intenzione di una società di procedere ad una OPA sui titoli delle società considerate.

Gli stessi titoli, per una prassi oramai consolidata della Commissione, sono stati poi riammessi in quotazione a seguito della pubblicazione del prospetto relativo all'operazione.

I titoli delle società NUOVO BANCO AMBROSIANO, BANCA CATTOLICA DEL VENETO, FERRUZZI FINANZIARIA, LA FONDIARIA, GAIC sono stati sospesi in relazio-

ne alla insufficienza di informazioni, per il mercato, relativamente ad una annunciata operazione di fusione per le prime due società, e ad una operazione di acquisto da parte di GAIC del pacchetto di maggioranza de LA FONDIARIA per le restanti. E, tra l'altro, la sospensione tendeva anche ad evitare l'insorgere di fenomeni di «insider trading».

I titoli delle società facenti capo al gruppo Mondadori, ARNOLDO MONDADORI EDITORE, CARTIERA DI ASCOLI, EDITORIALE L'ESPRESSO e AME FINANZIARIA, sono stati ripetutamente sospesi, nel corso dell'anno, per differenti motivazioni: nel mese di aprile per fornire al mercato una maggiore informativa sulle trattative in corso per l'acquisto, da parte del Gruppo Mondadori, del controllo dell'EDITORIALE L'ESPRESSO e sulle conseguenti ripercussioni dell'operazione sulle società quotate del Gruppo; nei mesi di novembre e dicembre per fornire al mercato adeguate informazioni circa una annunciata operazione di offerta pubblica di acquisto e scambio di titoli della CARTIERA DI ASCOLI e dell'EDITORIALE L'ESPRESSO, successivamente rinviata, e in considerazione delle controversie intervenute tra i principali azionisti delle società.

I titoli delle società AME FINANZIARIA e CARTIERA DI ASCOLI e ARNOLDO MONDADORI EDITORE, peraltro, oltre che per le motivazioni già menzionate, sono stati assoggettati ad altri provvedimenti limitativi della quotazione: il primo (azioni ordinarie), in maggio, in relazione all'irregolare andamento del titolo che ha evidenziato la necessità di un accertamento della consistenza del flottante; il secondo, in ottobre, per fornire notizie al mercato circa la costituzione di un «polo cartario», in cui sarebbero stati conferiti gli impianti della società; il terzo, infine, a dicembre, in relazione all'irregolare andamento del titolo.

La sospensione dei titoli delle altre società è riconducibile a motivazioni specifiche imputabili alla singola società: quelli della BANCA TIBURTINA DI CREDITO E SERVIZI per la fusione della stessa nella Banca Popolare di Ancona; quelli dell'INTERBANCA per l'irregolare andamento della quotazione; quelli della SISA per poter fornire al mercato notizie circa l'ipotesi di cessione del pacchetto di controllo; quelli della BNL, infine, in relazione all'irregolare andamento del titolo (quote di risparmio) a seguito della diffusione, da parte della stampa, di notizie circa rilevanti vicende concernenti l'operatività di una filiale estera.

Tutti i titoli delle società menzionate, ad eccezione di quelli dell'AME FINANZIARIA (azioni ordinarie) e della ARNOLDO MONDADORI EDITORE, sono stati riammessi in quotazione al venire meno delle ragioni che avevano originato il provvedimento di sospensione.

Nel corso del 1989 è stata poi ripristinata la quotazione delle azioni ordinarie e di risparmio della UNIPAR (già Unione Chimica Europea), sospese dal 1987, con decorrenza dal 14 dicembre.

3.2 Provvedimenti di revoca della quotazione

Nel 1989 sono stati revocati dalla quotazione presso i mercati ristretti di Milano e di

Roma i titoli della Banca Tiburtina di Credito e Servizi, a seguito di fusione per incorporazione della stessa nella Banca Popolare di Ancona.

4. I lavori per la realizzazione del sistema telematico di borsa

Nel corso dell'anno i lavori per la realizzazione del sistema telematico delle borse valori hanno registrato ulteriore positivi sviluppi.

A seguito degli accordi intervenuti tra le componenti di mercato si è infatti proceduto, nel luglio 1989, alla costituzione della società Generale Telematica di Borsa (GTB), cui hanno dato vita con partecipazione paritetica agenti di cambio, aziende di credito e società commissionarie di borsa.

La società ha quindi provveduto ad acquisire le attività tecniche del CED borsa di Milano allo scopo di non disperdere l'importante patrimonio costituito da tali strutture tecniche e operative che già forniscono un importante supporto all'attività di borsa.

Il Consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori, appositamente costituito nel 1986 ed investito delle responsabilità della realizzazione del sistema, ha formalizzato nell'ottobre 1989 l'atto di concessione alla GTB per la realizzazione e gestione del sistema stesso con le caratteristiche tecniche definite nell'allegato dell'atto stesso e secondo le modalità indicate nella bozza di Regolamento.

Gli Uffici della Commissione hanno, parallelamente, coordinato i lavori di un gruppo rappresentativo delle componenti di mercato e del Consorzio camerale per il riesame della bozza di normativa regolamentare del sistema telematico.

Tali lavori, avviati nell'aprile del 1989, hanno inteso esaminare, anche mediante accertamenti tecnici in loco, i sistemi già operanti all'estero le cui caratteristiche tecniche più si prestassero a un esame comparativo con quello già progettato per la borsa italiana.

Sulla base di tali esami, gli Uffici della Commissione hanno quindi provveduto a formalizzare in una prima bozza di Regolamento le norme riguardanti il funzionamento del sistema telematico italiano.

In considerazione delle finalità attribuite al sistema telematico delle borse la struttura della bozza di Regolamento è stata, schematicamente, articolata in:

- norme generali di indirizzo al Consorzio camerale per la definizione delle caratteristiche generali e dei criteri di funzionamento del sistema;
- norme di regolamentazione della negoziazione continua con particolare riferimento alle caratteristiche degli ordini eseguibili con il nuovo sistema telematico;
- norme relative alle attribuzioni e alle deleghe dei poteri di controllo e intervento sul mercato, attesa l'importanza che la tempestività e la trasparenza delle informazioni sono destinate ad avere nelle scelte di investimento da parte degli investitori;

— norme relative alla definizione delle funzioni e delle caratteristiche del sistema di riscontro e rettifica automatica giornaliera delle operazioni di borsa.

A tale bozza di Regolamento, già definita nelle sue linee essenziali, dovrà fare riferimento la progettazione del sistema e la realizzazione delle funzioni operative da parte della società concessionaria.

Giova qui ricordare che le caratteristiche della bozza di Regolamento summenzionata sviluppano notevolmente l'articolato della prima bozza di Regolamento della contrattazione continua predisposta dalla Commissione nel 1986 conforme, come noto, ai contenuti dell'accordo inizialmente intervenuto nel luglio del 1985 tra i rappresentanti degli agenti di cambio e delle banche.

I tempi necessari alla effettiva realizzazione del sistema telematico di borsa non risultano, al momento, precisamente quantificabili.

In linea di massima si può comunque rilevare che l'atto di concessione da parte del Consorzio camerale alla società concessionaria prevede la realizzazione, sia pure in fase sperimentale, del sistema entro sei mesi dalla stipula dell'atto stesso e la implementazione completa del sistema, con erogazione anche dei servizi di riscontro e rettifica delle operazioni di borsa, entro 24 mesi.

Tali scadenze temporali non vanno tuttavia interpretate in senso tassativo esistendo comunque la possibilità di slittamenti, sia pur limitati, della fase di realizzazione anche in funzione di possibili modifiche e dell'assetto degli intermediari finanziari.

5. Disciplina della Monte Titoli S.p.A.

Nel corso del 1989 è stata svolta un'intensa attività da parte della Commissione per l'integrazione della normativa contenuta nel Regolamento di attuazione della legge 289/86, approvato dalla Commissione con delibera n. 2723 del 18 febbraio 1987.

Attraverso la nuova disciplina integrativa e in parte modificativa della precedente regolamentazione, si è inteso regolamentare alcuni aspetti particolari dell'attività della Monte Titoli creando le condizioni per l'ampliamento della base operativa del sistema di custodia e amministrazione dei valori mobiliari.

Si è, infatti, perseguito il soddisfacimento di due esigenze: l'ampliamento delle categorie degli intermediari ammessi al sistema in qualità di depositari e l'accrescimento delle specie di titoli oggetto del deposito con particolare riferimento ai titoli di emittenti esteri.

Per quanto riguarda le categorie di soggetti ammessi al sistema di custodia ed amministrazione accentrata, oltre a quelle già contemplate nel regolamento di attuazione approvato con la delibera sopra menzionata, sono state comprese anche le società commissionarie di borsa, le società fiduciarie e le società ed enti finanziari di cui all'art. 19, sub art. 1 della legge n. 216 del 1974.

Si è ritenuto inoltre opportuno, ai fini di una maggiore funzionalità complessiva del sistema, includere tra i soggetti depositari i Comitati direttivi degli agenti di cambio per consentire loro lo svolgimento delle funzioni istituzionali, quali quelle relative alle procedure di liquidazione coattiva di borsa, di liquidazioni di posizioni di agenti di cambio etc..

Per ciascuna delle figure di intermediari citati sono stati inoltre determinati i requisiti minimi che la Commissione ha ritenuto indispensabili a garanzia degli adempimenti e degli obblighi di tali depositari.

I summenzionati requisiti, che si aggiungono a quelli generali di onorabilità previsti dalle cosiddette «norme antimafia», devono essere attestati alla Monte Titoli da una società di revisione iscritta all'albo Consob, e richiedono in particolare a ciascun intermediario: il mantenimento di un livello minimo di patrimonio netto; l'intermediazione di un volume minimo annuo di valori mobiliari ammessi al sub-deposito presso la Monte Titoli s.p.a.; la costituzione di adeguate garanzie a tutela dei depositanti.

La normativa riguardante i soggetti ammessi al sub-deposito è stata infine completata con le necessarie disposizioni relative alla sospensione ed esclusione dei depositari dal sub-deposito in relazione alle nuove fattispecie di intermediari finanziari ammessi al sistema.

Infatti, oltre che nei casi di provvedimenti sanzionatori già contemplati nel Regolamento, la sospensione è stata prevista, in relazione alle caratteristiche tipiche delle nuove categorie di depositari, anche nelle ipotesi di sospensione dall'ammissione agli antirecinti alle grida relativamente alle società commissionarie e di sospensione dall'attività di amministrazione dei beni per conto terzi relativamente alle società fiduciarie.

Al riguardo si è proceduto anche ad una revisione dei criteri di sospensione automatica dalla Monte Titoli degli intermediari finanziari, in conseguenza di provvedimenti sanzionatori che interdicano l'ingresso in borsa per periodi limitati; in questi casi si è prevista una semplice facoltà discrezionale da parte della Consob di adottare il provvedimento di sospensione.

Parallelamente, in relazione all'esigenza di ampliamento delle specie di titoli oggetto del deposito, si è provveduto ad ampliare le categorie di titoli che possono formare oggetto di amministrazione accentrata, includendovi, sotto determinate condizioni, anche i titoli obbligazionari rimborsabili per estrazione a sorte.

Particolare attenzione si è inoltre posta nella disciplina dell'accentramento dei depositi titoli di emittenti di diritto estero.

Tale disciplina, che troverà applicazione a tutti i collocamenti in Italia di azioni estere, ha inteso, tra l'altro, superare i problemi relativi ai trasferimenti e alla liquidazione di tali titoli a mezzo stanza di compensazione in conseguenza della loro quotazione nelle nostre borse.

L'abilitazione della Monte Titoli a detenere depositi in titoli esteri quotati nelle borse valori italiane consente inoltre di estendere a tutte le categorie di intermediari ammessi al sistema la possibilità di intrattenere rapporti di deposito con la clientela.

Altre norme sono state poi previste in relazione ai contenuti necessari del contratto di deposito stipulato dalla clientela con i soggetti depositari e alle modalità di immissione nel sistema e di ritiro dei valori mobiliari esteri.

Particolare rilievo assume inoltre la facoltà, attribuita alla Monte Titoli, di custodire i valori mobiliari esteri presso organismi di custodia che svolgano all'estero analoghe funzioni o presso banche estere al fine di eliminare il trasferimento materiale dei titoli stessi per l'esercizio dei relativi diritti.

Per quel che concerne l'operatività del sistema in termini di numero dei depositari e numero e valore dei titoli depositati presso di esso, si è registrato un ulteriore e costante consolidamento.

Significativo appare, infine, il consolidamento della tendenza ad un costante e sensibile aumento del numero complessivo di saldi liquidati a mezzo stanza di compensazione mediante semplici scritture contabili da parte della Monte Titoli (vedi tabelle 1 e 2).

6. Linee di intervento in tema di disciplina della liquidazione dei contratti di borsa

Nel corso dell'anno la Commissione ha con delibera n. 4176 del 25 luglio 1989 determinato le principali linee di intervento in tema di disciplina della liquidazione dei contratti di borsa.

In tale delibera si è inteso individuare le principali anomalie e disfunzioni che affliggono il sistema italiano di liquidazione dei contratti di borsa e indicare le necessarie misure correttive.

A tale proposito si è rilevato che il non corretto e puntuale adempimento delle obbligazioni scaturenti dai contratti di borsa incide in primo luogo sulla significatività stessa dei prezzi di borsa. La validità e la significatività di un contratto di borsa concluso a un certo prezzo dipende infatti in modo essenziale della corretta e tempestiva esecuzione degli adempimenti di consegna dei titoli e di pagamento del controvalore nei termini contrattuali. Il ritardato o mancato adempimento delle obbligazioni contrattuali (pagamento contro consegna) svuota, in altri termini, la significatività del prezzo del contratto, che è stato concordato in previsione che gli effetti del contratto stesso si producano in modo certo e puntuale.

Tale considerazione rende essenziale, al fine di un corretto funzionamento del mercato mobiliare stesso, l'attivazione di meccanismi di copertura dal rischio di inadempimento. Con questo obiettivo la Commissione ha ritenuto opportuno, in via preliminare, definire attraverso appositi gruppi di studio le caratteristiche di un sistema di compensazione e garanzia («clea-

Tabella 1

	1986 n./valore	1987 id.	1988 id.	1989 id.
1 — NUMERO DEI DEPOSITARI E VALORE NOMINALE DEI TITOLI DEPOSITATI				
Banche	128 / 22735	163 / 45242	173 / 59758	177 / 69417
Agenti di cambio	46 / 120	78 / 282	89 / 392	93 / 596
Società emittenti	— / —	1 / 296	1 / 289	1 / 172
2 — NUMERO DEI DEPOSITI E LORO VALORE NOMINALE				
Titoli azionari	241 / 3788	255 / 11492	297 / 15219	327 / 17970
Titoli obbligazionari	483 / 19067	568 / 34328	538 / 45220	547 / 52215
TOTALI	724 / 22855	823 / 45820	835 / 60439	874 / 70185

Tabella 2

SALDI REGISTRATI DALLA MONTE TITOLI NELLE LIQUIDAZIONI GIORNALIERE E MENSILI

Numero «spunte»	105618	261730	332600	397332
-----------------	--------	--------	--------	--------

ring house») che intervenga per tutte le operazioni concluse dagli intermediari al fine di garantire in ogni caso, cioè anche nell'ipotesi di insolvenza di una controparte, la liquidazione dei contratti conclusi.

In via preliminare, e nelle more della realizzazione di tale sistema, appare altresì necessario prevedere una disciplina regolamentare della liquidazione dei contratti di borsa che disponga a carico degli intermediari di qualsiasi categoria, associati alle stanze di compensazione, uno specifico obbligo di liquidare a mezzo stanza nei tempi stabiliti tutti i contratti conclusi.

Altrettanto importante appare inoltre rimuovere le cause per cui alcune procedure amministrative (collocamento di nuove emissioni, pagamento di dividendi, raggruppamenti e frazionamenti di certificati e simili) ritardano le disponibilità materiali di titoli e, conseguentemente, le procedure di liquidazione.

La Commissione ha inoltre ritenuto che dalla soluzione dei problemi esposti possano scaturire le condizioni per addivenire ad una riduzione dei cicli borsistici e dei tempi di liquidazione dei contratti di borsa in considerazione che i rischi che gravano in capo agli investitori, agli intermediari e al mercato nel suo complesso sono proporzionalmente collegati all'ampiezza dei termini previsti per la liquidazione delle operazioni concluse ed al rispetto di tale scadenza per la consegna dei titoli venduti in quanto con l'allungarsi di tali termini aumenta il rischio che una controparte si renda inadempiente.

Né va trascurata l'importanza che tale riduzione dei cicli borsistici assume in relazione all'esigenza di integrare il mercato mobiliare italiano alle procedure standard di liquidazione seguite sui principali mercati esteri e che prevedono la liquidazione del contratto di borsa concluso entro un termine di 3/5 giorni.

Per il perseguimento di tali obiettivi la Commissione ha quindi individuato come misure necessarie di intervento:

— la realizzazione del sistema telematico delle borse per la conclusione automatica dei contratti di borsa (si veda a tale proposito altra parte della Relazione);

— l'attribuzione di un carattere prioritario all'organizzazione dei sistemi di clearing nell'ambito del sistema telematico di borsa. Attraverso l'introduzione di un sistema automatico di spunta e rettifica dei contratti conclusi e la sua estensione a tutte le operazioni di intermediazione (comprese anche le operazioni eseguite fuori borsa) si potrà concludere, infatti, entro tempi molto ristretti l'operazione di determinazione delle posizioni debitorie e creditorie degli intermediari in relazione all'intero mercato. Ciò consentirà, in prospettiva, di passare a tempi di liquidazione molto più ridotti degli attuali;

— l'adozione di messaggi standardizzati e di codici internazionali identificativi nelle transazioni al fine di agevolare l'integrazione del mercato mobiliare italiano ai principali mercati esteri. A tale proposito la Commissione ha promosso la costituzione di un gruppo di lavoro che, in collaborazione con gli altri organismi ed enti interessati, promuova l'introduzione di

un sistema italiano degli standards internazionali tra i quali, in particolare, quelli per l'identificazione dei titoli, dei soggetti intermediari e dei mercati borsistici.

I tempi per la realizzazione delle summenzionate misure appaiono difficilmente stimabili. Sembra, tuttavia, ragionevole ipotizzare l'avvio, in via prioritaria, del sistema automatizzato di riscontro e rettifica giornaliero e di quello relativo alla codifica secondo gli standards internazionali entro il 1990.

7. Società commissionarie di borsa

Nel 1989 è divenuto operante, per le commissionarie ammesse presso le borse valori di Milano, Genova e Napoli, il nuovo Regolamento adottato dalla Commissione con la delibera n. 3267 del 23 febbraio 1988, su cui si è ampiamente riferito nella Relazione per il 1988; inoltre, con il 31 dicembre 1989 ha avuto termine il periodo transitorio previsto dalla normativa citata per le restanti società commissionarie di borsa, che hanno quindi provveduto, nei casi necessari, a completare il processo di adeguamento ai requisiti (attinenti alla forma societaria, ai minimi di patrimonio, alla struttura organizzativa, ecc.) stabiliti dalla normativa in questione.

Pertanto, l'attività della Commissione nel settore è stata particolarmente caratterizzata, per quanto concerne l'esercizio del controllo, dalla gestione e dall'analisi dei flussi informativi mensili e semestrali riguardanti le situazioni operative e contabili dei soggetti in argomento e, per quanto attiene all'aspetto istruttorio, dall'esame delle istanze di conferma dell'ammissione negli antirecinti alle grida dei soggetti che hanno effettuato i necessari adeguamenti ai requisiti richiesti.

7.1 Applicazione del nuovo Regolamento di ammissione negli antirecinti alle grida

7.1.1 Gestione dei flussi informativi

Come specificato nella Relazione relativa allo scorso anno, i nuovi flussi informativi sono costituiti da prospetti riclassificati di stato patrimoniale e conto economico (allegati 'C' e 'D' del Regolamento) e da prospetti mensili (allegati 'F', 'G' ed 'H') riguardanti la situazione del portafoglio titoli, nonché l'esposizione debitoria e le operazioni di riporto poste in essere nel mese borsistico di riferimento. Tali informazioni hanno sostituito l'informativa precedente, costituita quasi esclusivamente dal bilancio di fine esercizio.

Limitandosi agli aspetti essenziali può quindi rilevarsi che un primo importante oggetto dell'evoluzione normativa riguarda i periodi di riferimento delle informazioni. Il precedente Regolamento prescriveva l'invio del bilancio alla chiusura dell'esercizio e l'invio della «semestrale» (contenente peraltro quasi esclusivamente l'indicazione dei volumi intermediati nel pe-

riodo) sei mesi dopo la chiusura del bilancio. Ciò comportava, tra l'altro, disomogeneità temporali in quanto molte commissionarie presentano chiusure di esercizio particolari. Il nuovo Regolamento prevede invece situazioni contabili sempre riferite, anche nel caso di esercizi non ordinati con l'anno solare, ai periodi 1° gennaio-30 giugno e 1° luglio-31 dicembre. Conseguentemente è reso più agevole e significativo qualsiasi confronto tra soggetti.

Altro miglioramento di rilievo attiene alle quantità e al livello di dettaglio delle voci di bilancio richieste. Le maggiori innovazioni riguardano le seguenti aree di voci dell'attivo e del passivo patrimoniale:

- CREDITI/DEBITI derivanti da operazioni in titoli
- RIPORTI e ANTICIPAZIONI SU TITOLI
- INDEBITAMENTO FINANZIARIO
- CONTI IMPEGNI e D'ORDINE
- VOCI NECESSARIE AL CALCOLO dei requisiti di SITUAZIONE PATRIMONIALE E FINANZIARIA.

Partendo dalla disponibilità dei dati, omogenei sia come quantità/qualità delle informazioni che come periodo di riferimento, è stato quindi possibile agli Uffici elaborare una metodologia di analisi dei bilanci delle società commissionarie che si avvale di sistemi automatici di trattamento dei dati ed è basata essenzialmente sul calcolo di indici significativi del tipo di operatività e dei rischi assunti da ciascun soggetto.

Le comunicazioni mensili e semestrali consentono pertanto non soltanto la verifica del rispetto degli indici di situazione patrimoniale e finanziaria prescritti dal nuovo Regolamento ma costituiscono le informazioni di base per individuare il tipo di operatività delle commissionarie di borsa soprattutto sotto l'aspetto dei comportamenti seguiti nei rapporti con la clientela.

Il 31 marzo 1989 ha costituito la prima scadenza significativa del sistema di segnalazioni introdotte dal nuovo Regolamento, trattandosi delle informazioni semestrali concernenti i dati di situazione patrimoniale al 31 dicembre 1988.

L'analisi dei dati disponibili ha quindi consentito di acquisire, per le società già soggette alla nuova disciplina, alcune importanti indicazioni che di seguito si espongono sinteticamente.

a) Tipologia delle attività svolte

L'attività svolta dalle commissionarie di Milano, Genova e Napoli non è ancora in via esclusiva attività di intermediazione in valori mobiliari (la normativa prevede infatti che tale requisito debba essere soddisfatto entro la fine del 1992); tuttavia, lo svolgimento di attività estranee a quella tipica risulta circoscritto ad un limitato numero di soggetti per i quali la presenza di investimenti in dette attività ha creato difficoltà nell'osservanza dei requisiti di situazione patrimoniale e finanziaria, prescritti dal nuovo Regolamento.

b) Volumi in valori mobiliari trattati

Sulla base dei dati più aggiornati disponibili (riferiti al 30 giugno 1989) i volumi intermediati dalle società commissionarie di borsa nel corso nel primo semestre 1989 risultano i seguenti:

— TITOLI AZIONARI	L./Mld.	39.528
— TITOLI DI STATO	»	170.686
— TITOLI OBBLIGAZIONARI	»	15.709
— ALTRI TITOLI	»	7.829
	TOTALE	233.752

I dati sui volumi intermediati dalle singole commissionarie rivelano una notevole disparità di dimensioni operative in ognuna delle tipologie di titoli (azionari, obbligazionari, di stato e altri).

Quasi il 60 per cento dei complessivi volumi intermediati di «titoli azionari» è di pertinenza di sette società commissionarie su un totale di 111 soggetti.

Analoga situazione si presenta nel settore dei «titoli di stato»: il 60 per cento circa dei volumi sviluppati nel semestre è riferito solo a dieci commissionarie.

Per quanto riguarda i «titoli obbligazionari», il 57 per cento circa dei volumi intermediati rispetto al totale è di pertinenza di sei commissionarie.

Ancora più specializzato risulta il mercato degli «altri titoli» (caratterizzato dalla presenza predominante della «carta commerciale»), dove quattro commissionarie rappresentano il 97 per cento del totale intermediato.

Un aspetto caratteristico di questa «distribuzione» dei volumi intermediati nell'ambito del settore delle commissionarie è costituito dalla ricorrenza degli stessi soggetti nella fascia dei «volumi rilevanti», mentre si individuano pochi casi di effettiva specializzazione.

Il fenomeno «specializzazione» sembra avere un maggior peso quando il totale dei volumi intermediati al semestre risulta al di sotto dei 1.000 miliardi, nel caso dei titoli azionari e obbligazionari, e al di sotto dei 5.000 miliardi, nel caso dei titoli di stato.

Vi è, infine, un gruppo di commissionarie di borsa, in special modo quelle derivanti da soggetti già presenti negli antirecinti alle grida nella forma di ditta individuale o di società di persone, e che solo recentemente hanno provveduto a costituirsi in S.p.A., le quali sono tuttora scarsamente operative in ogni mercato e sempre in coda ad ogni graduatoria. Gli scarsi

volumi intermediati rispetto alle loro dimensioni patrimoniali stanno ad indicare che i requisiti di capitalizzazione richiesti dal nuovo Regolamento non sono sufficienti, di per sé, a garantire lo sviluppo della loro operatività; sviluppo che segue invece processi più gradualmente e che inizia con la ristrutturazione organizzativa e prosegue con l'ampliamento della clientela e che, al 31 dicembre 1988, per questi soggetti risulta ancora allo stadio iniziale.

A livello di intero settore si può comunque affermare che l'attività di intermediazione risulta in larga misura influenzata dalle dimensioni (in termini di mezzi finanziari e organizzativi) di cui può disporre l'intermediario. Le commissionarie dotate di risorse più limitate sono infatti costrette a concentrarsi su di un tipo di mercato, ovvero a specializzarsi.

c) Caratteristiche operative dell'attività di intermediazione in valori mobiliari

Quanto al tipo di attività posto in essere dalle commissionarie, l'esame dei crediti/debiti per operazioni in titoli ha evidenziato che:

- l'operatività sui titoli azionari è svolta prevalentemente in intermediazione;
- l'operatività in titoli a reddito fisso è caratterizzata dalla contrattazione a termine e a pronti contro termine.

d) Fonti di finanziamento

L'analisi delle fonti di finanziamento ha evidenziato che l'attività di intermediazione in valori mobiliari utilizza mezzi di finanziamento endogeni e pertanto prevalgono tra i debiti quelli per operazioni in titoli. Non si sono evidenziati casi di finanziamento tra intermediari per scadenze diverse da quelle dei contratti posti in essere per operazioni in titoli. Il fabbisogno finanziario non coperto da detti debiti trova copertura nei debiti finanziari di cui la porzione garantita (da titoli o altre garanzie) appare consistente.

Ne deriva che i rischi di instabilità per il mercato finanziario conseguenti alla possibile insolvenza di intermediari appartenenti a questa categoria appaiono, anche «a livello aggregato», limitati ai casi di presenza di debiti non garantiti, per i quali, comunque, gli importi affidati risultano di gran lunga non utilizzati.

e) Redditività

L'attività di intermediazione in valori mobiliari ha presentato, nel 1988, una redditività complessiva, espressa dall'indice ROE, del 5,50 per cento. Tale valore è influenzato positivamente dalla politica di finanziamento delle società commissionarie che strutturalmente si basa su elevati livelli di indebitamento. Il «vantaggio di leva finanziaria» appare determinante affinché tale attività risulti remunerativa; ciò è stato possibile solo in quanto gli oneri dell'indebitamento sono risultati molto ridotti.

f) Rispetto degli indici prescritti

I dati delle commissionarie al 31 dicembre 1988 evidenziano che l'attività di intermediazione in valori mobiliari genera meno del 50 per cento della «quota a rischio dell'attivo» (costituito in prevalenza dal portafoglio titoli di proprietà e dalle operazioni di riporto su titoli non quotati). In sostanza le società commissionarie presentano posizioni in conto proprio non rilevanti e comunque coperte da mezzi propri.

Al 31 dicembre 1988 otto commissionarie presentavano un indice di situazione patrimoniale al di sotto del minimo prescritto, mentre quattro risultavano non in possesso del requisito di situazione finanziaria.

Al 30 giugno 1989 gli stessi dati evidenziavano 5 società con indice di situazione patrimoniale inferiore al minimo prescritto, mentre sempre 4 soggetti presentavano un indice di situazione finanziaria inadeguato.

In tutti questi casi si è provveduto, come prescritto, alla formale contestazione delle irregolarità riscontrate. Le indicazioni fornite in risposta alle contestazioni hanno comunque evidenziato l'avvio di meccanismi di rientro delle partite sottoposte a maggior rischio (prevalentemente crediti finanziari) e quindi richiedenti maggiori mezzi propri. La segnalazione della mancanza degli indici ha anche comportato da parte delle commissionarie una maggiore attenzione ai problemi organizzativi e di controllo interno e, nei casi più gravi, ha richiesto interventi di ricapitalizzazione al fine di ristabilire l'equilibrio patrimoniale e finanziario richiesto.

Si segnala, infine, che le informazioni acquisite a seguito della nuova normativa, approfondite anche con apposite verifiche ispettive disposte dalla Commissione, hanno consentito il tempestivo accertamento di situazioni patrimoniali gravemente compromesse nei confronti di due società di Milano e irregolarità operative nei riguardi di una società di Roma; in tutti e tre i casi — successivamente all'adozione di provvedimenti urgenti e cautelari, con i quali le locali Camere di commercio sono state invitate a ritirare le tessere di ingresso in borsa comunque rilasciate ai rappresentanti e al personale delle commissionarie — è stata formalmente disposta la sospensione dell'ammissione negli antirecinti alle grida.

7.1.2 Attività istruttorie relative all'adeguamento dei requisiti

Come già accennato, con il 1989 si è concluso il graduale processo di omogeneizzazione dei soggetti di cui trattasi, iniziato sin dal 1985 con l'entrata in vigore del primo Regolamento di ammissione delle società commissionarie (adottato, per la sola piazza di Milano, nel dicembre 1984).

Un intervento graduale della Commissione, per quanto attiene alla disciplina regolamentare, si è reso necessario in considerazione della realtà operativa delle singole piazze e del

consolidarsi di situazioni nelle quali, accanto a soggetti in possesso di adeguate risorse patrimoniali e operative, coesistevano ditte ancora organizzate su basi personali.

Allo scadere dei prescritti periodi transitori, tutte le commissionarie ammesse — salvo pochissimi casi, in relazione ai quali si è proceduto alla revoca dell'ammissione — hanno effettuato la trasformazione in S.p.A. con capitale minimo di L. 500.000.000, patrimonio minimo di L. 1.000.000.000 e bilancio certificato; tale circostanza è tanto più significativa ove si consideri la ricordata situazione precedente ai primi interventi della Commissione, quando le complessive 93 commissionarie presenti presso le borse valori comprendevano 57 S.p.A., 4 S.r.l., una S.n.c., una S.a.s., una società di fatto e ben 22 ditte individuali.

In particolare, la trasformazione in S.p.A. per adeguarsi ai requisiti di struttura, di capitale e di patrimonio netto ha interessato complessivamente sette delle residue dieci commissionarie ancora organizzate in forma di ditta individuale (due a Roma, una a Torino e una a Napoli), di S.a.s. e S.n.c. (queste ultime, una S.a.s. e due S.n.c., a Genova). I mancati adeguamenti hanno riguardato soltanto tre commissionarie operanti presso la piazza di Torino: una ditta individuale e una S.r.l., per le quali è già stata disposta la revoca dell'ammissione, e una S.a.s. per la quale il provvedimento di revoca era in corso di perfezionamento alla data del 31 dicembre 1989.

Appare altresì interessante segnalare come il processo di adeguamento ai nuovi requisiti si sia spesso accompagnato al trasferimento della proprietà della ditta o società commissionaria. In particolare la ripartizione dell'assetto proprietario di tutte le società commissionarie fra le diverse categorie di soggetti risulta dalla seguente tabella in cui i dati al 31 dicembre 1989 sono confrontati con i corrispondenti valori del 1988:

Tabella 3

Soggetti proprietari	Numero di commissionarie		% sul totale	
	1988	1989	1988	1989
Società finanziarie	33	42	31,4	37,8
Istituti di credito	11	18	10,5	16,2
Società fiduciarie	3	4	2,8	3,6
Persone fisiche (*)	46	38	43,8	33,3
Proprietà mista	12	10	11,5	9,1
Totale	105	112	100	100

(*) Ivi comprese le commissionarie ancora organizzate in forma di ditta individuale.

Al riguardo è da evidenziare il significativo incremento del numero di società facenti capo ad aziende di credito (fra cui anche casse di risparmio e banche popolari, nonché banche estere) e il consolidarsi della presenza di grandi gruppi industriali e finanziari.

Da segnalare inoltre che l'obbligo della esclusività dell'attività di intermediazione in titoli ed il rispetto degli indici di situazione patrimoniale hanno indotto alcune società svolgenti anche attività diverse (leasing, factoring, finanziamenti, partecipazioni di controllo) ad operare scorpori in nuove S.p.A. all'uopo costituite — e totalmente controllate — dei rami d'azienda concernenti l'intermediazione in titoli; in tali casi, la neocostituita società, se in possesso di tutti i requisiti richiesti dalla normativa in vigore, subentra nell'ammissione agli antirecinti in luogo della scorporante. Nel corso del 1989, un provvedimento della specie ha interessato una società ammessa presso le borse valori di Firenze e di Milano che aveva portato a compimento lo scorporo dell'attività di intermediazione.

7.1.3 Modifica del Regolamento e disposizioni di attuazione

Particolare attenzione è stata anche posta nel rendere il più possibile agevole la compilazione dei prospetti di riclassificazione delle situazioni patrimoniali e finanziarie delle società in argomento, onde assicurare un puntuale adempimento degli obblighi di informazione previsti dal Regolamento in vigore e migliorare la qualità dei controlli svolti dalla Commissione.

A tal fine, la Circolare esplicativa annessa al Regolamento adottato con delibera n. 3267 del 23 febbraio 1988 è stata ampiamente integrata e rielaborata in un nuovo testo riepilogativo di tutte le norme di attuazione prescritte dalla Commissione. Si è così tenuto conto delle richieste di chiarimenti applicativi da più parti avanzate e soprattutto si sono forniti i dettagli per l'applicazione delle disposizioni alle nuove tipologie di operazioni poste in essere dalle società commissionarie, in un processo di continuo adeguamento del sistema di rilevazione che proseguirà anche nei prossimi anni.

Le indicazioni di cui trattasi hanno formato oggetto della Comunicazione in data 16 febbraio 1989 n. BOR/RM/89000452; ulteriori chiarimenti sono stati poi forniti con la successiva Comunicazione in data 16 marzo 1989 BOR/RM/89001137.

Come più volte evidenziato, la specificità dell'attività degli intermediari mobiliari impone che gli interventi dell'Organo di controllo siano il più possibile tempestivi e in taluni casi risolutivi: a tal fine si è ritenuta l'esigenza di modificare le norme del Regolamento di ammissione relative alla disciplina della «sospensione» e della «revoca» dell'ammissione (in particolare l'art. 13), da un lato attraverso lo snellimento delle procedure relative alla «notifica» degli atti ai terzi interessati (nel rispetto, ovviamente, delle garanzie richieste nelle particolari circostanze) e dall'altro prevedendo la possibilità di disporre, a seconda della diversa gravità delle situazioni richiamate dalla norma, direttamente la revoca dell'ammissione anziché la preventiva «sospensione» (che nel precedente regime era necessariamente propedeutica all'even-

tuale provvedimento di revoca).

Opportune disposizioni sono state altresì impartite ai Commissari di borsa e agli Organi locali delle borse valori al fine di snellire le procedure relative all'esame delle istanze di ammissione e di garantire comunque il rispetto dei tempi istruttori previsti dal Regolamento.

Sono state anche fornite indicazioni agli organismi competenti in ordine all'accertamento dei requisiti di onorabilità (anche ai fini del rilascio dei certificati di specchiata correttezza professionale) nei confronti dei soggetti interessati, con specifico riferimento ai criteri applicativi della disciplina riguardante i requisiti della specie.

7.2 Altre attività istruttorie

Nel corso del 1989 si è verificato un consistente incremento del numero di nuove ammissioni (nove in tutto), a testimonianza del crescente rilievo assunto da questa categoria di intermediari; sono risultate in possesso dei requisiti prescritti, infatti, ben nove società, che hanno ottenuto l'ammissione presso le seguenti borse valori:

B.V. MILANO	5
B.V. GENOVA	1
B.V. ROMA	1
B.V. TORINO	1
B.V. VENEZIA	1

Inoltre, una società già operante presso la borsa di Torino è stata ammessa anche presso la borsa di Milano.

La situazione delle società commissionarie presso le singole borse risulta pertanto, al 31 dicembre 1989, la seguente:

Tabella 4

BBVV.	Numero posti	Commissionarie ammesse	Posti disponibili
BOLOGNA	5	1	4
FIRENZE	5	4	1
GENOVA	10	7	3
MILANO	70	64	6
NAPOLI	5	1	4
PALERMO	2	0	2
ROMA	30	23	7
TORINO	22	17 (*)	5
TRIESTE	3	2	1
VENEZIA	2	1	1
TOTALI	154	120	34

(*) Per una commissionaria era in corso, alla data del 31 dicembre 1989, la procedura per la revoca dell'ammissione a seguito di mancato adeguamento ai nuovi requisiti richiesti.

per complessivi n. 112 soggetti, in quanto n. 6 commissionarie sono ammesse presso più borse valori.

Nel corso del 1989 sono stati inoltre adottati i seguenti provvedimenti:

— rigetto dell'istanza di estensione dell'ammissione negli antirecinti alle grida della borsa valori di Milano prodotta da una commissionaria ammessa presso la borsa di Roma, per mancanza dei requisiti richiesti;

— adozione di cinque provvedimenti di conferma dell'ammissione di altrettante società commissionarie in esito al mutamento della ragione sociale;

— approvazione delle nomine di quindici rappresentanti in borsa e di quattordici sostituti rappresentanti in borsa delle società di cui trattasi.

Infine, sulla base delle esigenze del mercato e delle indicazioni fornite dagli organi locali di borsa, il numero di società commissionarie da ammettere presso la borsa valori di Bologna è stato elevato da due a cinque unità.

8. Rilevazione delle operazioni di riporto e di anticipazione

Nel corso del 1989 è stato portato a compimento il programma di potenziamento e di razionalizzazione delle procedure di rilevazione e di elaborazione dei dati relativi ai contratti di riporto, comunicati dagli intermediari ai sensi della delibera n. 274 del 1977.

Con il trasferimento delle procedure sul nuovo elaboratore centrale si è infatti provveduto da un lato a migliorarne l'utilizzabilità, accrescendo la quantità di dati disponibili per le attività ispettive e di analisi amministrativa, e dall'altro a garantirne la qualità attraverso controlli automatici di validità, riscontri sistematici e procedure di correzione degli errori, controlli di quadratura tra titoli dati e titoli presi per titolo e per tipo di operazione, elaborazione di situazioni sintetiche a vario livello, ecc..

Interventi sono stati svolti anche per rendere più funzionale l'acquisizione dei dati comunicati su supporto cartaceo.

L'obiettivo è infatti non solo di pervenire ad un più adeguato utilizzo del sistema di rilevazione per lo svolgimento dei controlli di competenza della Commissione, ma soprattutto di assicurare una tempestiva pubblicazione dei dati ai fini della conoscenza da parte del mercato delle posizioni speculative presenti su ciascun titolo.

Con gli stessi intenti la Commissione è anche intervenuta in più occasioni ai fini di una razionalizzazione della disciplina regolamentare applicabile alla materia.

Con la delibera n. 4046 del 9 maggio si sono ridefiniti i periodi di rilevazione, comprendendo il giorno dei riporti (e quello immediatamente successivo di borsa aperta) nella prima segnalazione bimensile. Si è inteso così anticipare l'acquisizione dei dati più significativi sotto l'aspetto quantitativo, costituiti proprio dai contratti stipulati nella scadenza tipica dei «riporti», per disporre di margini maggiori nell'elaborazione dei dati stessi. In tal modo sarà

anche possibile dare corso all'ulteriore innovazione, allo studio della Commissione, di diffondere i dati in via telematica a partire dalla situazione, pressoché definitiva, risultante dalla prima rilevazione bimensile.

Successivamente, ed al fine di migliorare la qualità della rilevazione, la Commissione ha disposto (delibera n. 4358 del 21 novembre) uno slittamento, fino al primo giorno lavorativo successivo alla «correzione errori», dei termini di spedizione dei supporti magnetici relativi al primo periodo di rilevazione, in modo da consentire la preventiva correzione degli errori e la quadratura fra gli operatori delle posizioni oggetto di rilevazione.

L'ambito della rilevazione è stato infine esteso ai warrants.

Al 31 dicembre 1989 risultavano censiti, come potenzialmente dichiaranti, 1907 soggetti; di questi erano attivi 309, così ripartiti: 85 aziende di credito (su 1115), 142 agenti di cambio (su 213), 79 commissionarie di borsa (su 112), 3 fiduciarie (su 454), e nessuna finanziaria delle 9 risultanti iscritte all'Albo della Banca d'Italia.

9. Attività relativa al funzionamento ed al controllo delle borse valori

Tra i provvedimenti di carattere generale, aventi cadenza annuale, concernenti il funzionamento delle borse valori sono ricomprese la delibera riguardante il Calendario di borsa e quella per la designazione dei componenti delle Deputazioni di borsa, ambedue riferite all'anno 1990.

Riguardo alla definizione del Calendario di Borsa (delibera n. 4222 del 29 agosto 1989), si rammenta che con la legge n. 154 del 13 maggio 1988 si è provveduto ad unificare la tassa sui contratti di borsa a termine di durata non superiore ai centotrentacinque giorni; ciò ha consentito, fin dallo scorso anno, una maggiore elasticità nella definizione del calendario di borsa e la possibilità di prevedere senza aggravii fiscali maggiori intervalli temporali fra le diverse scadenze tecniche, allo scopo di rendere più funzionale lo svolgimento delle attività che accompagnano la liquidazione mensile dei contratti.

Cionondimeno, anche per evitare un eccessivo prolungamento dei cicli borsistici, risultato non gradito agli operatori esteri, si è fatto in modo di mantenere il giorno della «liquidazione» entro il termine del mese solare di riferimento.

Infine, sempre in considerazione del nuovo regime fiscale e della conseguente possibilità di stipulare contratti a termine, a fermo e a premio, di più lunga durata, la Commissione ha anticipato, rispetto agli anni scorsi, la pubblicazione del Calendario di borsa per l'anno 1990.

Con provvedimento di carattere generale si è dato luogo alla rideterminazione dei quantitativi minimi di negoziazione relativi a n. 21 titoli quotati in borsa; i criteri generali di adeguamento hanno fatto riferimento a importi compresi entro un fascia di prezzi collocati intorno a 5 milioni di lire per i titoli azionari ordinari e privilegiati e non superiori ai 2 milioni per quelli di risparmio.

È inoltre in programma di procedere in tempi brevi, sulla base dei predetti criteri e d'intesa con gli organismi di borsa interessati, alla revisione dei quantitativi minimi dei titoli che maggiormente si discostano dalle indicazioni date dalla stessa Commissione.

Nelle designazioni al Ministro del tesoro dei componenti titolari e supplenti delle Deputazioni di borsa si è tenuto non solo conto dei requisiti di professionalità e di esperienza necessari per l'espletamento dell'incarico, ma anche dei criteri di massima stabiliti dalla Commissione miranti, com'è noto, ad assicurare da un lato una equilibrata rappresentanza delle tre categorie presenti in borsa oltretutto delle locali Camere di commercio e dall'altro un'adeguata rotazione delle personalità designate allo scadere di un periodo di permanenza in carica di un triennio.

Nel corso del 1989 sono state proposte al Ministro del tesoro quattro modifiche nella composizione delle Deputazioni delle BBVV. di Genova, Roma, Trieste e Venezia a seguito di sostituzioni di singoli deputati intervenute a vario titolo nell'anno.

Fra gli altri provvedimenti di portata generale è da segnalare il puntuale richiamo, contenuto nella Comunicazione n. 89004609 del 4 ottobre 1989 indirizzata agli organi locali di borsa, all'applicazione della vigente normativa in materia di denuncia e di rilevazione ufficiale dei quantitativi di titoli scambiati dagli agenti di cambio durante la riunione di borsa con corrispondenti di altre piazze, anche ai fini della formazione dei prezzi ufficiali di listino.

L'adozione di comportamenti particolari presso talune borse, e soprattutto la prassi di fare risultare gli scambi eseguiti alle grida su altre piazze anche fra le quantità scambiate nella piazza in cui risiede l'operatore che ha passato l'ordine, portava infatti ad una artificiosa duplicazione delle denunce e ad una non veritiera rilevazione dell'entità di lavoro globalmente svolto presso alcune borse valori. Per contro, le borse che non seguivano tale prassi risultavano penalizzate in quanto non veniva data alcuna evidenza alle loro potenzialità operative. Per tali considerazioni si è quindi disposto che, nel caso di operazioni con agenti di cambio di altre piazze, le quantità scambiate vengano rilevate solo nella borsa in cui la contrattazione avviene effettivamente e che nella piazza di provenienza dell'ordine le relative quantità vengano denunciate come eseguite su altra piazza, a testimonianza delle quantità di lavoro originate dalla piazza stessa.

In relazione poi al diffondersi di comportamenti in deroga alle intese intercorse fra le categorie interessate nell'applicazione delle tariffe di mediazione spettanti agli agenti di cambio, la Commissione ha proceduto ad un generale riesame della materia, tenendo anche conto di una proposta di revisione delle tariffe formulata da parte del competente organismo di categoria. In particolare, la Commissione — in attesa dell'attuazione dei provvedimenti di riforma in corso di discussione, che avranno effetto anche nella materia in esame — in luogo di determinare una nuova tabella ufficiale dei diritti di mediazione, ha ritenuto più opportuno rivolgere agli operatori apposita Raccomandazione di attenersi alla misura dei di-

ritti di mediazione risultante dalle intese a suo tempo intercorse fra gli operatori.

I livelli tariffari sono stati proposti in una nuova articolazione che distingue le diverse categorie di committenti fra intermediari ammessi in borsa (banche e commissionarie di borsa), intermediari non ammessi (fondi comuni, assicurazioni, commissionarie in titoli) ed altri committenti e prevede altresì, per tutte le categorie richiamate, che in caso di singoli ordini di maggiore importo sia possibile convenire una riduzione delle tariffe fino ad una misura massima definita nella stessa Raccomandazione, in funzione del controvalore degli ordini stessi e della categoria di appartenenza.

La Commissione si è espressa anche in relazione ad una particolare fattispecie attinente all'applicazione delle norme di cui alla delibera n. 929 del 1981: si trattava in particolare del rapporto operativo tra un agente di cambio ed un istituto di credito il quale a garanzia degli ordini della clientela, di cui passava il nome all'agente di cambio, rilasciava una lettera di manleva, assicurando con la stessa il rispetto delle norme in materia di deposito previo.

La fattispecie esposta è stata ritenuta sostanzialmente assimilabile al rapporto di compravendita tra due contropartite di borsa, previsto al punto b) della richiamata delibera e quindi esente da obblighi di deposito.

Particolarmente importante è anche l'intervento svolto dalla Commissione in relazione al noto problema dei rapporti tra criminalità e finanza.

Nella sua funzione di organo preposto al funzionamento ed al controllo dei mercati mobiliari, la Commissione ha infatti ritenuto — in linea con analoghe iniziative assunte in altri settori dell'intermediazione finanziaria, anche a livello internazionale — che occorresse, nei limiti delle competenze ad essa spettanti, intensificare gli sforzi per contrastare con ogni mezzo il fenomeno.

Ai provvedimenti già adottati, che impongono requisiti di onorabilità per i soci ed i dirigenti di intermediari mobiliari (società commissionarie di borsa, reti di vendita), ha quindi fatto seguito la Raccomandazione n. 89003891 del 4 agosto 1989 con la quale sono state definite, per tutte le categorie di intermediari in valori mobiliari non bancari, specifiche modalità (in aggiunta a quelle già previste dalla normativa vigente) di identificazione della clientela ed è stata prevista l'attivazione di evidenze sistematiche dei versamenti in contanti di importo pari o superiore a L. 10 milioni in apposite raccolte di dati da porre a disposizione delle autorità inquirenti.

Tra i provvedimenti di carattere specifico adottati nel corso dell'anno, si citano, infine, l'approvazione di n. 144 nomine di rappresentanti alle grida di agenti di cambio e l'adozione di n. 62 delibere di nomina di osservatori e sostituti osservatori alle grida di istituti di credito.

Capitolo III

LA RIFORMA DELLA BORSA

In data 27 aprile 1989 il Senato della Repubblica ha conclusivamente approvato il disegno di legge n. 953, recante norme sulla «Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari», del cui iter parlamentare si è già riferito ampiamente nella precedente Relazione. Il testo adottato dal Senato è stato quindi trasmesso alla Camera dei Deputati che ne ha avviato l'esame all'inizio del corrente anno.

Come si evince anche dal titolo della proposta, il d.d.l. si pone l'ambizioso obiettivo di costituire la base per un approccio globale ai temi dell'intermediazione mobiliare e di dare una nuova veste ed un nuovo assetto alla disciplina ed all'organizzazione del mercato mobiliare italiano. Tale visione d'insieme costituisce del resto una costante di tutte le iniziative di riforma recentemente realizzate a livello internazionale, ed appare coerente con le evoluzioni ed i mutamenti in atto nei mercati finanziari e con le prospettive, sempre più concrete, di una loro integrazione a livello europeo. La stessa Comunità Europea, con la apposita direttiva in corso di approvazione riguardante i servizi di intermediazione finanziaria non bancaria, mostra di considerare il campo dei servizi finanziari come uno dei settori prioritari in cui i principi dell'Atto unico europeo devono ricevere nuovo slancio e sviluppo. Questo complesso scenario contribuisce pertanto a qualificare come oggettivamente urgente un intervento organico ed esauritivo quale quello proposto con il d.d.l. n. 953.

1. Il disegno di legge n. 953

Come già segnalato, il testo approvato dal Senato trae origine dall'originaria proposta governativa riguardante l'istituzione di società per azioni (le c.d. SIB) abilitate alla sola attività di negoziazione in borsa e nel mercato ristretto, oggi riservata agli agenti di cambio. Il successivo dibattito parlamentare ne ha tuttavia notevolmente ampliato i contenuti fino a delineare un vero e proprio quadro organico della disciplina dell'intermediazione in valori mobiliari e delle attività in cui essa si esplica.

Il primo comma dell'art. 1 del d.d.l. n. 953 definisce infatti le società di intermediazione mobiliare (c.d. SIM) come quelle società il cui oggetto sociale riguardi una o più delle seguenti funzioni di intermediazione: negoziazione in borsa, negoziazione in proprio, mediazione, collocamento, gestione e consulenza. Accanto a queste attività, il cui esercizio professionale è riservato alle SIM (comma 2), possono essere svolte le attività di custodia ed amministrazione «statica» di valori, nonché ogni altra attività connessa e strumentale a quelle descritte, «ivi comprese quelle di finanziamento dei contratti di borsa».

Tra le attività consentite alle SIM (comma 3) figura inoltre l'acquisizione in proprio di titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto e la loro gestione professionale attraverso operazioni di compravendita da eseguire esclusivamente su detti mercati. La necessità di consentire alle SIM anche tale particolare attività nasce dall'esigenza di sopperire ad uno dei difetti strutturali dei mercati ad asta, ed in particolare di quelli organizzati secondo il sistema dell'asta continua: quello di presentare, cioè, discontinuità nella distribuzione degli ordini e, conseguentemente, oscillazioni improvvise ed anomale nelle quotazioni. In tal senso si esprime lo stesso disegno di legge, laddove, al terzo comma dell'art. 1, finalizza detta attività a «garantire una maggiore continuità dei prezzi» dei titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto e specifica che le relative operazioni di acquisto e vendita debbono essere effettuate esclusivamente su tali mercati.

Con riguardo ai requisiti richiesti per l'iscrizione all'albo, va segnalato che il d.d.l. non disciplina espressamente, e per ciò stesso ne ammette la possibilità, la partecipazione al capitale delle SIM di società quotate anche non svolgenti attività finanziarie (ed in particolare delle società industriali). Il tema, certamente di grande rilievo ed ancora al centro di dibattito in altri settori dell'intermediazione finanziaria (quale ad es. quella bancaria), è stato oggetto di discussione anche nella materia in esame; si è però giunti alla conclusione che, in ogni caso, anche la fissazione di limiti quantitativi al possesso di azioni delle SIM non avrebbe comunque fornito sicure garanzie di indipendenza dell'operato delle società stesse rispetto al capitale di controllo. Per contro esiste la necessità di consentire, almeno nella fase a regime, un libero accesso al capitale delle SIM a tutte quelle istituzioni (banche, società di assicurazioni, società di gestione di fondi comuni, società finanziarie, ecc.) che, indipendentemente dalla eventuale quotazione in borsa dei loro titoli, intermedino, per conto proprio o per con-

to di terzi, rilevanti volumi di titoli. L'attenzione è stata pertanto concentrata sul piano concreto dei comportamenti dei soggetti partecipanti direttamente o indirettamente al mercato mobiliare e sulla opportunità di prevedere regole di condotta idonee ad impedire ogni possibile condizionamento della proprietà sulle attività svolte dalle istituende società di intermediazione e ad evitare l'insorgere di situazioni di conflitto di interessi.

In questo senso è stata introdotta all'art. 6 un'apposita disposizione (obbligo della sottoscrizione da parte dei partecipanti al capitale delle SIM dei c.d. «Protocolli di autonomia gestionale») finalizzata a garantire l'indipendenza di comportamento delle società; ulteriori specificazioni di questo vincolo potranno poi essere fornite con l'emanazione della normativa attinente alle modalità di svolgimento delle diverse attività di intermediazione e ai comportamenti che gli intermediari sono tenuti ad osservare.

La regolamentazione delle SIM e delle attività da esse svolte viene assicurata, sotto i diversi profili (di stabilità, di informazione, di correttezza e di regolare svolgimento delle trattazioni), dai regolamenti previsti dall'art. 4, da emanarsi, d'intesa, dalla Consob e dalla Banca d'Italia; tale articolo detta altresì le norme per l'esercizio dei relativi controlli, ripartiti, in relazione alla loro finalità, tra la Commissione (informazione, correttezza e regolarità delle negoziazioni) e la Banca d'Italia (stabilità e flussi finanziari). In sostanza, il sistema previsto risulta caratterizzato dall'intervento di autorità diverse in ragione proprio della complessità e della rilevanza pubblicistica di questo particolare comparto dell'intermediazione finanziaria.

Per quanto attiene alle norme per l'esercizio delle attività di intermediazione, un'attenzione del tutto particolare è stata dedicata alle regole applicabili all'attività di gestione di patrimoni; per essa, infatti, si è ritenuto opportuno inserire (art. 7), in ragione della specificità e complessità della materia, già a livello di regolamentazione primaria, una serie di obblighi e di divieti specifici.

Altro punto cardine della proposta di legge, nel testo approvato dal Senato, è costituito dalla concentrazione delle negoziazioni in borsa e negli altri mercati regolamentati in genere, a cui è dedicato l'art. 8. Al riguardo il testo proposto individua nel principio della concentrazione un fondamentale strumento di tutela del pubblico risparmio sotto il duplice profilo dell'accrescimento dello spessore e della liquidità del mercato e della necessità di garantire che agli investitori siano praticate le condizioni che il mercato ha espresso secondo i meccanismi stabiliti per il suo funzionamento. A questo principio di carattere generale, esteso anche all'attività svolta per proprio conto dagli intermediari mobiliari e dagli investitori istituzionali, sono previste solo limitate eccezioni nei casi in cui, avendolo preventivamente autorizzato per iscritto, il cliente ne possa trarre un vantaggio in termini economici.

Di non minore importanza risulta altresì il regime sanzionatorio previsto dagli artt. 11 e 12 che viene efficacemente a colmare una delle maggiori lacune della vigente normativa in materia.

Altra disposizione di rilievo, anch'essa ampliata nella portata nel corso della discussione parlamentare, è costituita dall'art. 19 («Modalità di negoziazione dei titoli»). L'importanza della norma è data dal fatto che essa si collega logicamente con la previsione di modalità diverse di negoziazione di titoli individuate dall'art. 1 e consente quindi l'istituzione di segmenti del mercato ufficiale a cui attribuire in via esclusiva particolari titoli o classi di titoli per la loro negoziazione. Coerentemente con questa impostazione, l'art. 19 prevede la possibilità di introdurre particolari forme di negoziazione per i casi in cui (comma 1) la natura dei titoli ovvero le caratteristiche degli scambi (come ad es. nel caso dei «blocchi» o delle «spezature» di azioni) non rendano opportuna l'esecuzione delle operazioni nelle modalità ordinarie e nel caso in cui (comma 2) si tratti di titoli non quotati o non negoziati nel mercato ristretto.

Da ultimo, particolarmente degna di nota appare la norma (art. 21) dettata per l'istituzione di un mercato degli «strumenti finanziari negoziabili per la gestione dei rischi di variazione dei prezzi di valori mobiliari» e che apre la strada anche in Italia all'introduzione dei nuovi strumenti contrattuali costituiti dai c.d. futures e dalle options.

2. Le questioni ancora aperte

Come si è già avuto modo di evidenziare, il d.d.l. n. 953 persegue un obiettivo di revisione globale del settore dell'intermediazione mobiliare, secondo un orientamento che la Commissione ha da tempo indicato come essenziale per garantire la competitività dei nostri mercati nel confronto internazionale e, soprattutto, una più adeguata tutela dei risparmiatori. Nel valutare il testo elaborato dal Senato non può, pertanto, non apprezzarsi lo sforzo compiuto nell'affrontare i complessi problemi della disciplina delle attività di intermediazione e del rinnovamento delle strutture e delle modalità di funzionamento del mercato, dando ad essi un contenuto normativo sostanzialmente adeguato.

Cionondimeno, a giudizio della Commissione, la normativa proposta necessita ancora, almeno sotto alcuni profili, di quegli ulteriori approfondimenti che i ristretti tempi in cui si è giunti alla definitiva approvazione da parte del Senato non hanno concesso e che certamente non mancheranno di essere svolti in seno alla Camera dei Deputati.

In primo luogo, è stato da più parti rilevato che nell'art. 1 del d.d.l. si è utilizzata la disciplina dei soggetti per individuare le attività di intermediazione mobiliare, oggetto, accanto alle SIM, di regolamentazione nel Titolo I del provvedimento. Le diverse attività di negoziazione (in borsa, in proprio e mediazione) appaiono inoltre definite in modo eccessivamente descrittivo, laddove, invece, sarebbe preferibile adottare una nozione più ampia e in un certo senso onnicomprensiva delle modalità attraverso cui la negoziazione può estrinsecarsi, rinviando poi per la loro individuazione alle altre disposizioni concernenti l'organizzazione e il funzionamento dei mercati. Tale approccio appare preferibile in ragione delle continue evo-

luzioni che caratterizzano i mercati e le modalità tecniche di negoziazione dei titoli che potrebbero rendere in breve tempo obsolete le definizioni adottate o comunque inibire agli operatori nazionali l'accesso a mercati esteri organizzati con tecniche di negoziazione differenti.

Ancora con riguardo all'art. 1, va segnalato che tra le attività tipiche delle SIM mancano quella di negoziazione delle valute in borsa, per la quale, a seguito della prevedibile sostituzione delle SIM agli agenti di cambio, potrebbe crearsi un vuoto operativo, e quella di distribuzione di valori mobiliari di cui all'art. 18 ter della legge n. 216/1974 che rientra senza dubbio tra le attività di intermediazione mobiliare e che, pertanto, dovrebbe trovare apposita collocazione fra le attività il cui esercizio è riservato alle SIM. Opportuna sarebbe anche l'estensione delle norme di legge e di regolamento inerenti al conflitto di interessi ai fondi comuni di investimento, atteso che, nell'ambito della legge n. 77/1983 istitutiva dei fondi, i problemi connessi alla correttezza professionale del gestore ed al contenimento dei possibili conflitti di interesse non formano oggetto di specifica regolamentazione, così come non è espressamente prevista una vigilanza finalizzata ai controlli della specie.

Sempre sotto il profilo degli assetti generali della disciplina si ravvisa l'esigenza di rendere esplicito che gli strumenti finanziari negoziabili di cui all'art. 21 sono da considerarsi, ai fini della legge, valori mobiliari, sì da ricomprenderli nella definizione delle attività di intermediazione mobiliare e di estendere ad essi la disciplina prevista per i controlli.

Anche altre parti della normativa appaiono suscettibili di miglioramento sotto l'aspetto sistematico. Così in particolare gli artt. da 3 a 9 contengono norme che attengono indistintamente ai principi ed alle regole generali cui i soggetti autorizzati dovranno attenersi, alle regole particolari per lo svolgimento delle singole attività ed alla disciplina dei controlli e della vigilanza sugli intermediari. Ne deriva una notevole eterogeneità del complesso normativo che attiene peraltro a materie di importanza fondamentale, quali l'oggetto e le modalità di svolgimento della vigilanza, le regole di comportamento cui assoggettare gli intermediari, i requisiti minimi di patrimonio e di liquidità e le forme tecniche dei bilanci delle SIM, per le quali appare indispensabile evitare dubbi e difficoltà interpretative.

Riguardo all'art. 11 («Sospensione cautelare e cancellazione dall'albo - Sanzioni»), va segnalato che il provvedimento di sospensione può essere disposto dalla Consob, qualora sussistano elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi irregolarità di gestione o di gravi violazioni di legge o di regolamento (comma 1), ovvero dal Ministro del tesoro, nel caso in cui le suddette irregolarità e violazioni siano accertate (comma 2).

Nell'un caso trattasi dunque di un provvedimento di natura prettamente cautelare, mirante a salvaguardare principalmente gli interessi della clientela, nell'altro di una vera e propria sanzione.

Va comunque considerato che in entrambi i casi l'adozione del provvedimento di cui trattasi provocherà la cessazione di ogni attività da parte delle società di intermediazione interes-

sate, posto che esse hanno per oggetto sociale esclusivo lo svolgimento di una o più attività di intermediazione mobiliare; ciò provocherebbe, nella migliore delle ipotesi, l'incapacità per la SIM di gestire i rapporti con la clientela, con evidenti conseguenze negative per quest'ultima, e con effetti che vanno ben al di là del desiderato. Una soluzione meno radicale potrebbe pertanto essere quella di riferire la sospensione alle singole attività di intermediazione per le quali vi sia il fondato sospetto, ovvero la certezza, del compimento di irregolarità o violazioni, sì da consentire comunque alla società la prosecuzione di un'operatività, sia pure limitata.

Per ciò che attiene alle «Disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari» contenute nel Titolo II si pone, in primo luogo, il problema del mantenimento dell'operatività degli organi locali di borsa.

Ai sensi della vigente legislazione, infatti, ai Comitati direttivi degli agenti di cambio, alle Commissioni per il listino ed alle Deputazioni di borsa sono delegati compiti istituzionali di grande rilievo sia esecutivi che di vigilanza sull'esercizio della mediazione e sul regolare funzionamento del mercato.

Poiché è prevedibile che, con l'entrata in vigore del d.d.l. in esame, la figura dell'agente di cambio tenderà ad essere sostituita dalle nuove società di intermediazione mobiliare, è altrettanto prevedibile il progressivo «svuotamento» degli organi locali. Pertanto, tenendo anche conto della prevista attivazione di un mercato unico nazionale attraverso collegamenti telematici fra le singole borse, sembrerebbe indispensabile inserire nella normativa in corso di definizione apposite disposizioni che disciplinino la materia alla luce della nuova configurazione degli operatori e soprattutto evitino l'attuale frammentazione delle competenze fra più organi, unificandole in un unico organismo (Consiglio di borsa), opportunamente articolato in sede territoriale, avente competenza sull'intero mercato nazionale.

Per ciò che attiene all'art. 19 («Modalità di negoziazione dei titoli»), va rilevato innanzitutto che tale norma sottopone all'approvazione del Ministro del tesoro i regolamenti emanati dalla Consob in tema di modalità di negoziazione dei titoli quotati in borsa e di organizzazione e funzionamento dei singoli mercati. Al riguardo non può nascondersi che il sistema ipotizzato realizzerebbe un cambiamento dell'assetto delle competenze istituzionali in materia di disciplina tecnica dei mercati.

Le competenze di cui trattasi sono infatti già esercitate dalla Commissione con riguardo ai mercati di borsa ai sensi della legge n. 216/1974 (art. 1/3 lett. f ed h). A ciò va peraltro aggiunto che l'articolo in esame si pone in antitesi con il quadro delineato dalla legge n. 281/1985, che, eliminando il visto di esecutività del Ministro del tesoro sui provvedimenti della Consob, ha attribuito alla Commissione stessa piena autonomia nell'esercizio della propria potestà regolamentare.

Le considerazioni di cui sopra sono riferibili anche alle disposizioni dello stesso art. 19

riguardanti l'organizzazione di mercati per la contrattazione di titoli non quotati in borsa e non negoziati al mercato ristretto, nelle quali è prevista una competenza esclusiva del Ministro del tesoro. Trattasi, infatti, della stessa materia e per di più riguardante un ambito operativo di minor rilievo rispetto ai mercati ufficiali, che non giustifica la sottrazione alla Consob di un potere regolamentare pieno.

Sempre nell'ambito della disciplina e dell'organizzazione dei mercati, occorre rilevare che, nella versione approvata dal Senato, il d.d.l. lascia ancora aperte numerose e rilevanti questioni che meriterebbero, invece, di trovare all'interno della nuova legge adeguata collocazione e regolamentazione. In particolare, non è stata considerata la necessità di recepire a livello legislativo per i titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto un mercato unico nazionale da realizzare mediante il collegamento telematico delle singole borse sul quale collocare anche il mercato degli strumenti finanziari negoziabili di cui all'art. 21. Con riguardo ai titoli non quotati e non negoziati nel mercato ristretto, in aggiunta a quanto già espresso in precedenza, va detto inoltre che nella disciplina proposta manca la previsione generale che renda possibile istituire dei veri e propri mercati e che consenta di affidare agli intermediari la gestione delle strutture ed alla Consob i poteri di controllo sugli stessi.

Ancora, non si è ritenuto necessario introdurre il principio del riconoscimento dei mercati organizzati esteri di cui pure da più parti è sentita l'urgenza alla luce degli orientamenti che stanno consolidandosi nella Comunità Europea in sede di approvazione della direttiva sui servizi di investimento. L'emanazione di tale direttiva consentirà infatti la libera esportazione non solo dei servizi ma, per il tramite delle applicazioni telematiche, anche dei mercati; ciò che non mancherà di sollevare il problema della valutazione, ai fini della tutela del risparmio, della qualità informativa di tali mercati, delle modalità di formazione dei prezzi, delle norme di vigilanza e controllo sugli intermediari ivi operanti, ecc..

Infine, pare necessario che l'emananda normativa venga integrata nella parte concernente la liquidazione delle operazioni in valori mobiliari. Al riguardo la Commissione, che già da tempo ha segnalato la criticità di tale fase delle operazioni di borsa, non può non esprimere l'auspicio che nel d.d.l. vengano inserite apposite previsioni che, da una parte, facciano carico agli intermediari di liquidare i contratti conclusi esclusivamente a mezzo stanza di compensazione e, dall'altra, consentano nel futuro di poter utilizzare la cassa di compensazione e garanzia, prevista per la negoziazione dei soli prodotti c.d. derivati, ma che costituisce strumento essenziale per la sicurezza delle liquidazioni in tutte le operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari.

Capitolo IV

INFORMATIVA SOCIETARIA

1. Informativa concernente le società con i titoli ammessi alla quotazione in borsa

1.1 Riunioni dell'assemblea ordinaria

Nel corso del 1989 le società con azioni quotate in borsa hanno regolarmente tenuto le proprie assemblee ordinarie per l'approvazione dei bilanci di esercizio.

L'attività di controllo della Commissione sulla documentazione predisposta dai consigli di amministrazione in occasione delle assemblee in parola è stata preordinata all'obiettivo di pervenire a standards informativi tali da fornire agli azionisti ed al mercato in generale un'immagine quanto più chiara e precisa della realtà economica, finanziaria e patrimoniale delle aziende e dei relativi fatti societari.

Va rilevato, per inciso, che l'esercizio di questa funzione è reso al momento più arduo a causa del mancato recepimento nel nostro ordinamento delle disposizioni comunitarie previste nella IV e VII direttiva concernenti, rispettivamente, i conti annuali ed i conti consolidati. Ne è conseguito che le iniziative di alcuni gruppi societari tese a dare alla documentazione di bilancio una conformazione il più aderente possibile alle prevedibili norme attuative delle citate direttive, hanno creato situazioni di disomogeneità nel sistema informativo del mercato mobiliare.

In tale ambito deve nuovamente sottolinearsi la difficoltà che la Consob incontra nell'esercizio dei poteri previsti dall'art. 6 del d.P.R. 31/3/75 n. 136 in presenza dell'attuale quadro

di riferimento legislativo.

Già nella precedente Relazione annuale era stato infatti posto l'accento sui problemi di coordinamento tra le regole legali di valutazione, dettate dal codice civile in materia di bilancio d'esercizio, e le regole tecniche statuite dai principi contabili nazionali e internazionali.

Problemi di coordinamento che, tuttavia, non debbono ritenersi superati attraverso il recepimento delle direttive comunitarie e questo per due ordini di motivi.

Il primo da ricondurre alla necessaria presenza di un corpo di principi contabili di riferimento che, in coerenza con la disciplina legale dei conti, aiuti nel processo di formazione e controllo dei bilanci ad esprimere correttamente, soprattutto negli aspetti quantitativi, i fatti aziendali laddove la singola fattispecie sia espressamente prevista dai principi contabili medesimi.

Il secondo dovuto alla circostanza che le regole comunitarie ed i principi contabili internazionali sono in questo momento oggetto di processi di revisione che, pur se condotti in ambiti diversi, hanno comuni obiettivi: l'armonizzazione delle norme contabili e l'eliminazione delle diverse opzioni in esse contenute.

La Commissione deve comunque rappresentare che permane la tendenza di talune società a non fornire in assemblea tutta la documentazione prevista per legge.

Sotto questo profilo le carenze riguardano spesso la mancata trasmissione dell'elenco delle partecipazioni, delle copie integrali dell'ultimo bilancio delle società controllate e del prospetto dei dati essenziali dell'ultimo bilancio delle società collegate.

Assicurata agli atti la completezza della documentazione la Commissione è intervenuta sugli schemi contabili e sulla documentazione di supporto richiedendo un complesso di dati e notizie dei quali, nella generalità dei casi, ha chiesto altresì la comunicazione in assemblea esercitando i poteri di cui all'art. 1/3 lettera b) della legge 7 giugno 1974 n. 216. Rilevata la crescente presenza di gruppi societari nel mercato azionario, molti degli interventi sono stati mirati alla individuazione delle strategie di fondo, economiche e finanziarie, delle politiche di gruppo.

A tali aspetti sono da ricondurre le richieste di delucidazioni relative alla definizione del controllo, alla composizione e movimentazione del portafoglio partecipazioni con particolare riguardo ai criteri di valutazione seguiti.

Una particolare attenzione è stata posta inoltre all'analisi delle voci relative ai rapporti con le altre società appartenenti al medesimo gruppo.

Da segnalare gli interventi della Commissione tesi a contrastare la tendenza, anche da parte di società che costituiscono per il loro peso importanti punti di riferimento per il mercato, a pubblicare il bilancio consolidato solo dopo l'avvenuta approvazione del bilancio civilistico.

Altro tipo di richieste ha riguardato l'iscrizione in bilancio di voci al fine di usufruire di benefici fiscali non altrimenti ottenibili. È il caso ad esempio degli ammortamenti anticipati.

Ci si è preoccupati, in tale ipotesi, di garantire che l'informativa contenuta nella relazione del consiglio di amministrazione fosse tale da permettere di rendere trasparenti gli effetti del fenomeno.

La Commissione ha continuato, anche nell'esercizio in discorso, ad attuare interventi tesi alla realizzazione di un sistema informativo conforme a criteri di continuità ed omogeneità temporale.

In tale senso vanno considerati gli interventi relativi alla richiesta di prospetti integrativi di bilancio civilistico redatti secondo la classificazione utilizzata in sede di relazione semestrale.

Sono stati altresì effettuati interventi in ordine alla richiesta di informazioni o integrazioni fornite su fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio e di rappresentazione dei programmi futuri, nei casi in cui l'indicazione di questi dati rivestiva carattere di significatività in ordine alle decisioni che gli azionisti erano chiamati ad assumere in assemblea, o quando, più in generale, ciò risultava opportuno per una corretta informativa del mercato.

Per ciò che concerne l'esercizio dei poteri previsti dall'art. 6 del d.P.R. n. 136/75 durante il 1989 è proseguito lo svolgimento dell'attività istruttoria volta ad accertare, sotto il profilo tecnico, la sussistenza degli elementi sulla base dei quali attivare i poteri medesimi.

Come già evidenziato nella Relazione annuale del 1988, l'attività istruttoria in discorso ha avuto come punti di riferimento sia le norme legali in materia di bilancio che i principi contabili correttamente applicabili ed ha visto come elemento fondamentale il lavoro svolto dalle società incaricate della certificazione legale dei bilanci delle società quotate in borsa.

Si è infatti provveduto, attraverso incontri ed acquisizioni di documenti, ad approfondire gli aspetti critici di alcuni bilanci che avevano determinato l'inserimento di qualificati commenti nelle relazioni di certificazione.

In altri casi le indagini istruttorie sono state indirizzate all'ottenimento di delucidazioni su criteri di valutazione che pur non avendo trovato riscontro nel documento conclusivo della revisione, tuttavia presentavano particolari profili di delicatezza.

Ove necessario si è provveduto, inoltre, a richiedere agli amministratori delle società interessate adeguate informazioni.

1.2 Bilancio consolidato di gruppo

Nell'ambito dei poteri conferiti alla Commissione dall'art. 1/3, primo comma, lettera a) della legge 7 giugno 1974 n. 216 si è provveduto anche per l'anno 1989, ad accertare nell'am-

bito delle società quotate l'esistenza delle condizioni per la redazione del bilancio consolidato.

Per le società già presenti al listino ufficiale, tale indagine è consistita nella verifica di eventuali significative modificazioni intervenute nelle strutture patrimoniali di significatività tale da rendere opportuna la redazione e la pubblicazione di bilanci consolidati; mentre, per le società di nuova ammissione, l'esame ha avuto come punto di riferimento le valutazioni espresse in sede di ammissione stessa e principalmente le informazioni contenute nei relativi prospetti informativi.

La Commissione nell'imporre alle società la redazione del documento ha fatto riferimento, in coerenza con quanto previsto dai principi contabili e dalla VII direttiva comunitaria, ai criteri seguenti:

- a) l'esistenza di partecipazioni di controllo;
- b) la loro significatività rispetto alla capogruppo con riferimento ai valori di libro, ai patrimoni netti contabili, ai risultati di esercizio, ai ricavi;
- c) l'esistenza dei conti consolidati già redatti su base volontaria;
- d) i giudizi espressi dalle società di revisione.

Nel corso dell'esercizio sono state altresì esaminate talune richieste di esonero.

Al riguardo la Commissione si è espressa già in passato nel senso di esonerare dalla redazione dei bilanci consolidati per un periodo predeterminato quelle società per le quali si siano verificati o erano in essere processi di ristrutturazione tali da rendere poco significativo il consolidamento al termine dell'esercizio sociale. In presenza di modificazioni permanenti della struttura patrimoniale, ricorrendo le condizioni, la Commissione procede, invece, alla revoca dei provvedimenti di prescrizione originari.

Nella analisi dei documenti contabili inviati la Commissione ha provveduto, preliminarmente, a verificare il rispetto delle raccomandazioni per la redazione del bilancio consolidato impartite a tutte le società quotate con la Comunicazione n. 84/08412 del 7 giugno 1984.

La Commissione è inoltre intervenuta richiedendo ulteriori precisazioni su singole voci iscritte nei bilanci consolidati di società quotate. Da questo punto di vista, particolare attenzione è stata posta al prospetto di raccordo tra il bilancio civilistico della capogruppo ed il bilancio consolidato di gruppo, relativamente all'utile di esercizio ed al patrimonio netto nelle due rappresentazioni.

Si tratta infatti di un documento rilevante per i profili di trasparenza dei processi di consolidamento. Al riguardo l'esperienza fin qui maturata suggerisce di pervenire ad una standardizzazione delle voci tipiche che nel prospetto vengono fatte confluire. La delicatezza della questione rileva anche per gli aspetti concernenti le valutazioni operate dagli amministratori nella redazione del bilancio consolidato rispetto a quelle espresse, su medesimi accadimenti aziendali, nei bilanci d'esercizio.

Da segnalare, altresì, gli interventi relativi all'iscrizione ed il dettaglio dei conti d'ordine, parte questa spesso non considerata nella redazione dei bilanci consolidati con la conseguenza di privare il documento di una informazione rilevante quale l'insieme degli impegni e dei rischi assunti dai terzi o nei confronti dei terzi da parte del gruppo.

Occorre nuovamente sottolineare l'opportunità che il bilancio consolidato venga reso disponibile ai soci in occasione dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio d'esercizio. Nei casi in cui ciò non avviene la circostanza costringe la Commissione ad intervenire per richiedere alcune informazioni su base consolidata che ovviamente non possono avere le caratteristiche della definitività e della completezza.

Tale situazione è stata riscontrata in alcuni casi particolarmente significativi in quanto a non presentare il bilancio consolidato, nel corso dell'assemblea chiamata a deliberare sul bilancio di esercizio, sono state alcune società a capo di gruppi di notevole peso ed importanza nel mercato italiano. È auspicabile che tali orientamenti vengano a modificarsi in un'ottica di maggior chiarezza e trasparenza delle informazioni.

1.3 Relazione semestrale

La funzione di stabilire il raccordo informativo tra il bilancio d'esercizio precedente e quello dell'esercizio in corso, è stata assegnata alla relazione semestrale.

L'art. 13 della legge 4 giugno 1985, n. 281 nel sostituire integralmente il testo dell'ultimo comma dell'art. 2429 bis del c.c. ha attribuito alla Commissione la potestà di stabilire i criteri e i modi secondo cui la relazione deve essere redatta, nonché la determinazione dei termini relativi alla sua pubblicazione.

In tale direzione si sono espresse le delibere 2837 e 2838 dell'8 aprile 1987 introducendo un Regolamento e una Raccomandazione.

La Commissione ha separato il Regolamento dalla Raccomandazione stabilendo, tra l'altro, l'applicazione di un regime transitorio in attesa dell'attuazione legislativa della IV direttiva CEE sui conti annuali.

Il regime transitorio consente di fornire i dati della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica che tenga conto solo dei risultati lordi della gestione.

Lo scopo della citata separazione è stato quello di includere nel Regolamento le sole norme cogenti, e nella Raccomandazione quelle di carattere tecnico a cui si è voluto attribuire maggiore flessibilità.

Dalle rilevazioni concernenti i dati al 1989, risulta che il 76% delle società quotate hanno redatto la relazione utilizzando gli schemi di riclassificazione dei conti semestrali raccomandati dalla Commissione, le rimanenti hanno adottato schemi contabili della situazione patrimoniale e finanziaria ispirati ad una metodologia di analisi «funzionale» che si discosta dai criteri di liquidità ed esigibilità previsti dalla Raccomandazione Consob.

Il 73,6% delle relazioni evidenziano il risultato economico ante imposte, di queste il 48,9% arriva alla determinazione dell'utile netto.

Il regime transitorio è stato scelto dal 26,4% delle società, con prevalenza delle bancarie e delle assicurative, che hanno pubblicato i dati della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica tenendo conto dei soli risultati lordi della gestione.

Il 48% delle relazioni sono state redatte in forma consolidata, pur prevedendo il Regolamento la discrezionalità di redigere il documento semestrale in forma consolidata o non consolidata. La Commissione auspica una più diffusa adesione alla formazione di conti semestrali consolidati al fine di ottenere un maggior grado di omogeneità e confronto con i conti annuali di bilancio.

1.4 Riunioni dell'assemblea straordinaria

In corso d'anno il 48% delle società quotate ha convocato l'assemblea straordinaria per deliberare proposte di aumento di capitale sociale, deleghe al C.d.A. ai sensi dell'art. 2443 c.c., emissione di prestiti obbligazionari ordinari e convertibili ai sensi degli artt. 2410 e 2420 del c.c., modifiche dell'oggetto sociale, spostamenti della sede legale, variazioni alla denominazione sociale nonché operazioni di fusione.

1.4.1 Aumenti di capitale sociale

L'analisi comparativa dei dati relativi agli aumenti di capitale deliberati (1988-1989) ha evidenziato sostanziali variazioni percentuali.

Il totale degli aumenti deliberati è stato di L. 5.855,2 Mld.

L'importo complessivo delle operazioni a pagamento è stato di L. 4.885,2 Mld, ed ha rappresentato una quota dell'83% rispetto al totale delle operazioni considerate. L'incremento registrato rispetto al dato del 1988 è stato del 285,1%.

A tale importo vanno aggiunti i 6.486,4 Mld. di sovrapprezzo (1.476,1 nel 1988) che hanno quantificato il totale dei mezzi liquidi in L. 11.371,6.

L'aumento di capitale deliberato in forma gratuita è stato di L. 970 Mld. rispetto ai 630,2 del precedente anno con un'incidenza del 17% rispetto al totale delle operazioni in questione; la variazione è del 53,9%.

Il settore pubblico incide per una quota del 53% in termini di valore nominale.

Le aziende pubbliche hanno deliberato aumenti a pagamento per L. 2.633,1 Mld. rispetto ai 426,1 Mld. del 1988.

Il settore privato ha deliberato di raccogliere L. 2.252,1 Mld. di capitale a pagamento (842,4 nel 1988).

Tuttavia, in termini di mezzi liquidi complessivamente deliberati i rapporti si ribaltano: il settore privato ha deliberato di raccogliere L. 7.038 Mld.; il settore pubblico L. 4.333 Mld. e ciò in quanto più alti sono stati i sovrapprezzi richiesti dal settore privato.

Le operazioni di aumento portate a termine nel periodo considerato hanno fatto affluire nelle casse societarie L. 7.545 Mld. (3.228 nel 1988) rappresentando un trend di crescita percentuale che si attesta sul valore di 133,9.

Le operazioni sul capitale eseguite dal settore privato rappresentano il 71% del totale.

I mezzi liquidi a disposizione sono stati 6.195 Mld. (di cui 3.897 imputabili al sovrapprezzo di emissione); il settore pubblico ha rappresentato una quota marginale di 1.380 Mld. (di cui 397 relativi al sovrapprezzo di emissione).

Le società hanno deliberato di emettere azioni di risparmio per un importo complessivo di L. 1.354,2 Mld. di cui 776,2 di sovrapprezzi. Tali delibere hanno inciso per una quota del 10,9% sul totale degli aumenti di capitale deliberati comprensivi del sovrapprezzo.

L'incremento percentuale rispetto al dato 1988 è del 314,3.

È stato, inoltre, deliberato di immettere sul mercato 5.642,5 Mld. di obbligazioni convertibili (un ammontare superiore del 58% rispetto allo scorso anno).

Sulla base della documentazione trasmessa ai sensi dell'art. 1/4 della legge 216/74, invocando i poteri conferiti dall'art. 1/3 lett. b) della medesima legge e facendo riferimento alla propria Circolare del 22 gennaio 1982, la Commissione è intervenuta invitando le società interessate a fornire ogni possibile ulteriore dato e notizia riguardante le modalità, l'esecuzione, l'andamento ed i tempi del proposto aumento di capitale sociale.

Particolare attenzione è stata posta per rendere noti elementi informativi riguardanti i programmi di produzione e di investimento.

Le integrazioni di informazione richieste hanno consentito di illustrare i criteri di valutazione che hanno portato alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, di conoscere la composizione, il ruolo, i modi di intervento di consorzi di garanzia e/o collocamento nonché la disponibilità da parte dell'azionista di maggioranza a sottoscrivere le quote di propria spettanza. Informazioni che successivamente sono state riprese nei prospetti informativi messi a disposizione del pubblico prima dell'esecuzione delle operazioni (v. paragrafo 2.7).

1.4.2 Operazioni di fusione

Il continuo processo di adeguamento delle strutture societarie al modificarsi della realtà economica sottostante ha comportato, nell'anno in esame, che diverse società quotate hanno deliberato operazioni di fusione.

Per la maggioranza delle aziende tali operazioni non hanno comportato variazioni di capitale sociale essendo le incorporande integralmente possedute dalle società incorporanti.

Gli interventi della Commissione hanno fatto conoscere alle parti interessate le motivazioni sottostanti la fusione, riconducibili all'esigenza di razionalizzare e ristrutturare l'assetto organizzativo e funzionale, e alla necessità di comprimere i costi per realizzare economie gestionali.

Gli interventi più frequenti si riferiscono a informazioni riguardanti i tempi dell'operazione, i dettagli finanziari, nonché la valutazione delle imprese da fondersi, valutazione evidenziata oltre che da aggiornate situazioni patrimoniali, anche e soprattutto da relazioni peritali volte a stimare il rapporto di cambio.

Per le fusioni più importanti per il mercato, vale a dire quelle che hanno coinvolto più società quotate o che hanno rappresentato per le società quotate rilevanti modificazioni strutturali, seguendo una prassi consolidata, sono stati predisposti appositi documenti informativi messi a disposizione dell'assemblea deliberante.

1.4.3 Riduzione del capitale sociale

Nell'anno in questione alcune società quotate hanno convocato l'assemblea straordinaria per deliberare le riduzioni del capitale sociale ai sensi dell'art. 2446 c.c., provvedendo, ove necessario, al reintegro dello stesso ai sensi dell'art. 15, ottavo comma della legge 216/1974.

Gli interventi predisposti dalla Commissione, nella considerazione della particolare situazione, sono stati diretti ad acquisire tutte le possibili informazioni inerenti alle modalità di abbattimento e di reintegro del capitale sociale; pertanto, per raggiungere un più elevato grado di trasparenza, gli amministratori delle società interessate sono stati invitati a mettere a disposizione dell'assemblea deliberante le situazioni patrimoniali più recenti.

1.4.4 Emissione di prestiti obbligazionari convertibili e ordinari

Nel 1989 è stata deliberata l'emissione di obbligazioni convertibili per un ammontare di L. 5.642,5 Mld. (+58% rispetto a quanto deliberato nello scorso esercizio) di cui L. 5.000 miliardi deliberato da Mediobanca (obbligazioni convertibili indirette).

Si evidenzia che la stessa Mediobanca ha congiuntamente posto all'ordine del giorno dell'assemblea straordinaria l'emissione di L. 5.000 Mld. di obbligazioni ordinarie che rappresentano l'unica emissione di obbligazioni ordinarie che è stata proposta al mercato.

1.5 Operazioni finalizzate all'ammissione alla quotazione in borsa e alla negoziazione al mercato ristretto

Così come previsto dalle disposizioni in materia, l'ammissione alla quotazione ufficiale presso le borse valori ha comportato, per le società interessate, la redazione di appositi pro-

spetti informativi, sui quali la Commissione ha svolto la sua attività istruttoria al fine di riscontrarne la conformità rispetto a quanto stabilito dai regolamenti da essa all'uopo emanati.

La Commissione ha richiesto, quando necessario, l'integrazione di tali prospetti e tale esigenza, per le richieste di ammissione inoltrate successivamente al mese di luglio, è anche scaturita dal contenuto, prevalentemente innovativo, previsto dai nuovi schemi di prospetto di cui all'allegato D) del Regolamento emanato dalla Commissione con delibera n. 4088 del 24 maggio 1989, in attuazione del disposto della direttiva comunitaria 17 marzo 1980, n. 390 concernente le condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di borsa.

Poiché la totalità delle società ammesse alla quotazione ufficiale nel corso del 1989 ha effettuato preventivamente operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio al fine di creare il requisito della sufficiente diffusione dei propri titoli, l'attività è stata rivolta al controllo preventivo sia dei prospetti informativi relativi alle citate operazioni di sollecitazione sia delle note informative predisposte in vista della quotazione dei titoli azionari precedentemente offerti al mercato, ai sensi del Regolamento per l'ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori (art. 18).

Pertanto l'attività istruttoria relativa al momento sollecitatorio ha di fatto assorbito anche quella relativa all'approvazione del prospetto informativo necessario per l'ammissione alla quotazione. La sollecitazione del pubblico risparmio è stata infatti considerata la sede opportuna per un'informazione completa sui soggetti che attraverso la raccolta di pubblico denaro intendevano approdare al mercato borsistico.

Come già detto, durante il 1989 la totalità delle ammissioni a quotazione al mercato ufficiale è stata preceduta da operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio. A tale riguardo giova mettere in evidenza che il tempo intercorrente tra tali operazioni e l'ammissione alla quotazione è fattore determinante del contenuto delle riferite note informative di cui al citato art. 18 del Regolamento.

Infatti quando l'intervallo temporale è stato estremamente breve, cosa che la Commissione auspica nella generalità dei casi, la suddetta nota informativa si è limitata a fornire i dati relativi alla diffusione del titolo. Diversamente, in altri casi, è stato necessario l'inserimento di alcuni aggiornamenti di informazione sui fatti societari intervenuti successivamente al deposito del prospetto informativo della sollecitazione del pubblico risparmio.

Per ciò che concerne la normativa che disciplina l'ammissione alla negoziazione al mercato ristretto, con la delibera n. 2725 del 19 febbraio 1987, la Commissione, nel modificare il Regolamento previgente, ha rimandato ad una successiva delibera la definizione del contenuto dell'apposito prospetto informativo.

Nel corso del 1989 le società che hanno richiesto l'ammissione alla negoziazione al mercato ristretto hanno utilizzato, come punto di riferimento, l'allegato C) di cui alla delibera Consob n. 1622 del 19 dicembre 1984, così come previsto dalla Comunicazione del 2 novembre 1987 inviata dalla Commissione al Comitato direttivo degli agenti di cambio di Genova.

Nei primi mesi dell'anno in corso, la Commissione ha deliberato in merito all'opportunità di assumere come utile punto di riferimento per le società tenute a redigere il prospetto informativo di che trattasi l'allegato D) di cui al più volte citato nuovo Regolamento concernente l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori, per le parti applicabili, tenuto conto delle caratteristiche delle società in discorso.

Le motivazioni di tale indirizzo risiedono sia in un orientamento volto ad ottenere un'informazione molto ampia nel momento della presentazione al mercato e sia nella considerazione che l'ammissione a quotazione può essere preceduta da una sollecitazione del pubblico risparmio al fine della costituzione del flottante e pertanto il prospetto informativo redatto ai sensi dell'art. 1/18 della legge n. 216 del 7 giugno 1974 risulta in tal modo conforme a quello necessario per l'inizio delle negoziazioni.

1.6 I comunicati stampa

L'esercizio dei poteri previsti dall'art. 1/3 lett. b) della legge 7 giugno 1974 n. 216 è avvenuto, anche nel corso del 1989, sia nei modi descritti nei precedenti paragrafi sia prescrivendo la pubblicazione di dati e notizie attraverso appositi comunicati stampa.

La Commissione ha applicato tali poteri al fine di realizzare il suo obiettivo prioritario, e cioè garantire il livello qualitativo, la tempestività e la parità dell'informativa da fornire al pubblico in particolari momenti della vita societaria, anche al fine di prevenire possibili ripercussioni sull'andamento dei titoli quotati.

In particolare, le motivazioni che hanno portato a richiedere la pubblicazione di appositi comunicati stampa a pagamento sono riconducibili alla necessità di rendere trasparenti per il mercato operazioni importanti per la loro incidenza sulla struttura patrimoniale di alcune società; tali operazioni si sono concretizzate in acquisizioni di significativi pacchetti azionari di altre entità operative, ovvero in operazioni rilevanti effettuate direttamente sul patrimonio netto; inoltre si è posta particolare attenzione nel rendere trasparenti i cambiamenti intervenuti nell'ambito delle compagnie azionarie, con puntuale riguardo ai prezzi delle transazioni.

Va sottolineato come nel 1989 le società quotate abbiano dato un più largo riscontro a quanto raccomandato dalla Commissione in merito alla diffusione spontanea di comunicati stampa in presenza di particolari operazioni. Come noto la Commissione ha infatti emanato nel corso del 1988 delibere volte a raccomandare alle società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto la trasmissione alla Commissione stessa, contemporaneamente all'invio agli organi di stampa, ai Comitati direttivi degli agenti di cambio,

alle Commissioni per il listino ed ai Comitati per il mercato ristretto, dei testi dei comunicati stampa che le società intendano divulgare, in presenza di particolari eventi societari, ovvero nei casi in cui circolino fra il pubblico notizie frammentarie od inesatte che possano indurre in errore su fatti e circostanze essenziali.

2. Sollecitazioni del pubblico risparmio

2.1 Disposizioni di carattere generale concernenti la redazione dei prospetti informativi ed i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica

Nel corso dell'anno di riferimento, la Commissione ha deliberato l'emanazione delle disposizioni di carattere generale concernenti la redazione dei prospetti informativi ed i modi in cui devono essere rese pubbliche le offerte relative ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio effettuate ai sensi dell'art. 18, sub art. 1, della legge 7 giugno 1974, n. 216.

Le predette disposizioni, contenute in dieci articoli, sono integrate da dodici schemi di prospetto i quali prevedono gli elementi informativi che devono essere diffusi affinché sia consentita ai risparmiatori la conoscenza dei dati e delle notizie necessari per poter effettuare scelte consapevoli di investimento.

I precedenti interventi della Commissione in materia di appello al risparmio diffuso — espressione anch'essi del potere generale di regolamentazione sancito dall'art. 1/18 — erano volti a dettare distinte discipline in relazione a ciascuna delle operazioni di sollecitazione maggiormente ricorrenti; le disposizioni di che trattasi mirano, sulla base dell'esperienza maturata, a definire una disciplina organica del settore finalizzata a migliorare l'efficienza dell'informativa societaria salvaguardando, nel contempo, l'esigenza delle società e degli operatori di fruire di un quadro normativo di riferimento chiaro e preciso quanto agli obblighi di comportamento.

A tal fine si è ritenuto necessario delineare l'ambito di applicazione dell'art. 1/18, stabilire le modalità di effettuazione delle operazioni, definire i controlli sui soggetti che pongono in essere le medesime nonché indicare, sotto un profilo sia qualitativo che quantitativo, gli elementi informativi da diffondere presso il pubblico per ciascun tipo di offerta attraverso la pubblicazione del prospetto informativo.

Nella redazione delle disposizioni di carattere generale e degli annessi schemi di prospetto si è tenuto ampio conto della direttiva CEE n. 298 del 17 aprile 1989 concernente il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari.

Si è inoltre tenuto conto del Regolamento concernente l'ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale adottato dalla Commissione con delibera n. 4088 del 24 maggio 1989, in modo da assicurare una armonica disciplina delle parti dei due provvedimenti che presentano aspetti connessi.

La disciplina in esame individua preliminarmente le categorie di soggetti che, in quanto partecipanti a vario titolo alle attività di sollecitazione, devono ritenersi sottoposti agli obblighi di legge nonché alle disposizioni medesime, elencando inoltre una serie di operazioni che risultano maggiormente ricorrenti nella pratica, fatta ovviamente salva la potestà dispositiva della Commissione in ordine alle offerte non ricomprese in tale elencazione.

Al riguardo, preme evidenziare che la Commissione, nel ricomprendere tra le attività rilevanti l'offerta di servizi di gestione di patrimoni consentiti dalla legge mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari, ha superato la distinzione tra amministrazione cd. statica ed amministrazione cd. dinamica elaborata dalla dottrina, atteso che la suddetta formulazione risulta comprensiva sia dell'attività di gestione svolta sulla base di un potere discrezionale conferito al gerente, sia di quella attuata mediante l'esecuzione di specifiche istruzioni impartite di volta in volta dall'investitore.

Sono state altresì enucleate alcune ipotesi di inapplicabilità della disciplina in materia di sollecitazione del pubblico risparmio con riferimento, in primo luogo, a quei soggetti i quali, ancorché coinvolti nell'operazione, si limitano a ricevere le adesioni all'investimento proposto non ponendo pertanto in essere alcuna attività sollecitatoria. Ulteriori casi di inapplicabilità riguardano particolari tipologie di offerta quali quelle rivolte a destinatari dotati di autonoma capacità di valutazione ovvero altre che costituiscono una mera attuazione di un obbligo di legge non presupponendo dunque alcuna volontà negoziale di perfezionare il contratto d'investimento.

Al fine di definire compiutamente l'ipotesi di deroga concernente l'offerta destinata a soggetti in possesso di specifiche conoscenze professionali, la Commissione ha individuato la categoria di investitori professionali nell'ambito della quale sono ricompresi soggetti che, in ragione dell'attività concretamente svolta, non necessitano di quel «bisogno di protezione» che caratterizza, invece, i destinatari di ogni sollecitazione del pubblico risparmio.

Poiché tale ultima esigenza trova piena realizzazione attraverso la diffusione, al momento dell'offerta, di tutti gli elementi informativi idonei a consentire al risparmiatore una scelta ragionata di investimento, la Commissione ha ritenuto di recepire il principio accolto in sede comunitaria in base al quale il contenuto del prospetto informativo deve permettere una fondata valutazione in ordine sia ai soggetti emittenti o proponenti l'investimento sia alle caratteristiche dei titoli oggetto dell'offerta.

Da ciò discende che le informazioni richieste negli schemi di prospetto predisposti dalla Commissione assolvono ad una funzione meramente minimale fatta sempre salva, dunque, la potestà per la Commissione medesima, espressamente sancita dal terzo comma dell'art. 1/18, di imporre caso per caso l'inserimento nel prospetto informativo di ulteriori dati e notizie che la singola operazione, per la sua concreta peculiarità, rendesse necessari.

È stata inoltre prevista una disciplina generale afferente le modalità di pubblicizzazione

delle offerte che tiene conto delle connotazioni proprie di ognuna di esse nonché dell'eventuale coinvolgimento nell'operazione di società autorizzate ai sensi dell'art. 1/18-ter, terzo comma, legge n. 216 del 1974.

Anche riguardo a tale disciplina rimane ovviamente impregiudicata la facoltà per la Commissione, ex art. 1/18, terzo comma, di disporre modalità diverse di pubblicizzazione dell'offerta.

La Commissione ha altresì indicato l'estensione temporale dei poteri contemplati dall'art. 1/3, lett. b) e c) della legge n. 216/74 nonché degli obblighi previsti dall'art. 1/4 della stessa legge — cui devono soggiacere a norma dei primi due commi dell'art. 1/18 quater i soggetti che a vario titolo risultano coinvolti nell'attività di sollecitazione — individuando nel venir meno dell'attività di sollecitazione stessa il termine finale di sottoposizione a dette disposizioni.

Esclusivamente nei confronti dei proponenti l'offerta di servizi di gestione di patrimoni la Commissione ha poi imposto in via generale — a decorrere dalla data della comunicazione ex art. 1/18, primo comma e fino alla chiusura dell'esercizio nel corso del quale risulta cessata l'attività di sollecitazione — l'assoggettamento alla disciplina della revisione e certificazione del bilancio.

Alle medesime disposizioni, e secondo le stesse modalità, dovranno altresì sottostare le società e gli enti che pongano in essere operazioni diverse da quelle sopra indicate laddove la Commissione, previa valutazione di ogni singola offerta, riterrà di esercitare la facoltà in tal senso attribuita ad essa dal terzo comma dell'art. 1/18 quater.

Per ciò che più specificamente attiene al contenuto dei primi otto schemi di prospetto informativo, è necessario rappresentare che la Commissione, nell'individuare le informazioni che devono essere diffuse in relazione a ciascuna delle tipologie di offerta, ha, in primo luogo, tenuto conto sia della natura del soggetto emittente il titolo oggetto dell'offerta sia delle finalità perseguite con la proposizione dell'operazione.

Informazioni più ampie e dettagliate, equivalenti a quelle contenute nell'allegato D) al Regolamento concernente l'ammissione di titoli alla quotazione di borsa, sono infatti richieste laddove la sollecitazione venga posta in essere da un soggetto i cui titoli non sono ammessi alla quotazione stessa.

La scelta operata risiede nella necessità di assicurare la diffusione di ogni utile elemento informativo da parte di coloro che soltanto occasionalmente fanno appello al risparmio ovvero che pongono in essere l'attività di sollecitazione al fine di ottenere la diffusione del titolo presso il pubblico necessaria per la successiva ammissione del titolo stesso alla quotazione.

L'equivalenza delle informazioni da rendersi in tale ultima ipotesi con quelle necessarie per l'iscrizione al listino consente alla Commissione di richiedere, ai sensi dell'art. 18 del Regolamento di ammissione alla quotazione ed in luogo della redazione di un nuovo prospetto

informativo, la predisposizione di una nota contenente l'aggiornamento dei dati e delle notizie già pubblicati e le eventuali integrazioni riguardanti eventi significativi verificatisi dopo la pubblicazione del prospetto relativo all'offerta pubblica.

Sono stati viceversa predisposti schemi di prospetto di contenuto più limitato per le offerte effettuate da soggetti con titoli quotati.

Poiché infatti le società con titoli iscritti al listino sono tenute a fornire all'organo di controllo ed al mercato notizie ed informazioni in via continuativa, la previsione di schemi di prospetto aventi contenuto minimale appare ugualmente idonea a garantire al risparmiatore le informazioni necessarie per effettuare corrette valutazioni in ordine all'investimento proposto.

Analogamente si è proceduto con riguardo alle offerte pubbliche aventi ad oggetto obbligazioni convertibili emesse da enti pubblici di gestione delle partecipazioni statali nonché da enti creditizi in possesso di particolari requisiti ovvero sottoposti a controllo pubblico per l'attività di raccolta del risparmio per l'esercizio del credito.

Al riguardo, la Commissione si è avvalsa della facoltà in tal senso prevista dalla direttiva CEE 89/298 motivata dalla peculiare natura dei soggetti emittenti ovvero dalla sussistenza di un controllo pubblico sull'operato degli stessi.

Lo schema di prospetto informativo relativo all'offerta al pubblico di quote di fondi comuni di investimento mobiliare presenta, rispetto a quello precedentemente in vigore (1), una diversa articolazione ed un diverso accorpamento dei vari elementi del prospetto, in modo da rendere una più chiara esposizione logico-sistematica delle informazioni destinate al pubblico.

Nella definizione del nuovo schema si è tenuto conto delle previsioni in materia dettate dalla direttiva CEE n. 85/611 del 20 dicembre 1985, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.).

Con riguardo ai contenuti delle diverse sezioni e dei diversi paragrafi del prospetto si è, in particolare, ritenuto di prevedere, per gli argomenti analiticamente disciplinati nel regolamento di gestione del fondo (riportato in Appendice al prospetto stesso), una esposizione estremamente sintetica, con ricorso frequente alla tecnica del rinvio alla specifica norma regolamentare.

Particolarmente modificata risulta, poi, la struttura dello schema di prospetto informativo relativo all'offerta di servizi di amministrazione fiduciaria di patrimoni mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari. Esso si compone di due sezioni: la prima è incentrata

(1) Comunicazione n. 86/08027 del 28 maggio 1986 pubblicata in Bollettino Consob n. 1-2-3, gennaio-giugno 1986.

soprattutto sulla descrizione del «prodotto» offerto nonché sulle caratteristiche principali del rapporto contrattuale tra il mandante e la società; la seconda, soggetta a periodico aggiornamento, fornisce informazioni sui soggetti che in qualunque forma partecipano all'attività di sollecitazione del pubblico risparmio.

La nuova struttura consente pertanto di dare un diverso risalto ad informazioni che, pur essendo ugualmente importanti, assumono una differente rilevanza ai fini della valutazione del servizio offerto, anche in considerazione dell'elevato grado di sofisticazione raggiunto da talune forme di gestioni patrimoniali. Inoltre, soddisfa l'esigenza di semplificare le procedure di aggiornamento dei prospetti informativi, limitato ora alla sola sezione seconda di tali prospetti.

2.2 Sollecitazione del pubblico risparmio effettuata 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 1989 non sono stati effettuati interventi normativi ulteriori, rispetto a quelli del 1985 e del 1986, volti a disciplinare le 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.

Peraltro si è dato inizio ad un lavoro di revisione del Regolamento vigente finalizzato ad approntare un nuovo testo che tenga conto di talune esigenze di modifica manifestatesi in sede di applicazione del Regolamento stesso.

Più in particolare, pur in assenza di innovazioni legislative concernenti la specifica materia (le quali avrebbero potuto contribuire ad eliminare perplessità e dubbi interpretativi originati dal dettato dell'art. 1/18 ter, legge 7 giugno 1974, n. 216), si è ritenuto comunque opportuno stilare la bozza di un nuovo Regolamento, con il precipuo intento di:

— definire con maggiore puntualità le modalità di esercizio del diritto di recesso previsto dal secondo comma del citato art. 1/18 ter;

— ristrutturare il sistema sanzionatorio nel suo complesso, rendendolo, da un lato, più articolato e definendo, dall'altro, in modo più puntuale le singole fattispecie sanzionatorie.

Ulteriori interventi sono stati finalizzati a:

— stabilire rigidi requisiti patrimoniali in capo alle società che operano nel settore al fine di approntare idonei elementi di salvaguardia del mercato;

— conferire maggiore incisività alle disposizioni regolamentari specificamente approntate a tutela degli investitori nell'intento di rendere meno agevole ogni possibile comportamento irregolare o scorretto nello svolgimento dell'attività di sollecitazione autorizzata;

- razionalizzare il flusso informativo e documentale di cui è destinataria la Commissione;
- rendere più puntuale la disciplina del procedimento autorizzatorio;
- razionalizzare le prescrizioni concernenti le modalità di svolgimento dell'attività autorizzata.

Infine, le soluzioni normative adottate per gli specifici settori di intervento cui si è fatto cenno sono state trasfuse nel citato nuovo testo di Regolamento in una forma che rappresenta il tentativo di riordinare in modo sistematicamente più lineare le singole disposizioni.

Tale testo è stato illustrato, nel corso dell'anno, alle associazioni di categoria interessate al fine di pervenire ad una stesura definitiva che tenga conto anche delle esigenze degli operatori del settore.

* * *

Nel 1989 sono state presentate 12 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:

- 7 hanno avuto seguito con il rilascio dell'autorizzazione;
- 4 risultano ancora in istruttoria alla data del 31 dicembre 1989;
- 1 non ha avuto seguito per rinuncia della società richiedente.

Complessivamente nell'anno in esame:

— sono state rilasciate 12 autorizzazioni (di cui 7 su domande presentate nel 1989, 4 su domande presentate nel 1988 e 1 su domanda presentata nel 1986);

— 1 autorizzazione è stata sospesa per motivi cautelari (2);

— 9 autorizzazioni sono state revocate (di cui 8 rilasciate nel 1986 e una nel 1987). Di queste:

— 2 sono state revocate a titolo sanzionatorio per gravi violazioni della normativa regolamentare (3);

— 7 sono state revocate per rinuncia delle società interessate (4) ;

— in un caso è stata dichiarata la decadenza dall'autorizzazione (rilasciata nel 1986) di una società, essendo venuti meno i requisiti prescritti dal Regolamento (5).

(2) (v. Bollettino Consob n. 12 di dicembre 1989).

(3) (v. Bollettini Consob nn. 7 e 9 rispettivamente di luglio e settembre 1989).

(4) (v. ancora Bollettini Consob nn. 1, 2, 5 e 10, rispettivamente di gennaio, febbraio, maggio e ottobre 1989).

(5) (v. Bollettino Consob n. 2 di febbraio 1989).

Riepilogando, dalla data di entrata in vigore del Regolamento in parola a tutto il 31 dicembre 1989 sono state presentate 128 domande, sulla base delle quali:

- 112 hanno avuto seguito con il rilascio dell'autorizzazione;
- 8 sono state dichiarate irricevibili;
- 3 sono state dichiarate improcedibili;
- 4 risultano, come detto, ancora in istruttoria alla data di riferimento;
- 1 non ha avuto seguito per rinuncia della società.

Delle 112 autorizzazioni rilasciate:

- 91 sono tuttora in vigore;
- 19 sono state revocate;
- 2 sono state dichiarate decadute.

2.3 Offerta pubblica di quote di fondi comuni di investimento mobiliare

2.3.1 Prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di quote di fondi comuni di investimento mobiliare di diritto italiano

Nelle Relazioni per gli anni 1984, 1985 e 1986 si è dato conto degli interventi Consob nel settore dei fondi comuni di investimento mobiliare. Interventi riassumibili sinteticamente nella definizione del relativo «schema-tipo» di prospetto informativo e delle modalità di aggiornamento dello stesso (Comunicazioni n. 84/080384 del 6 giugno 1984, n. 85/11924 del 29 giugno 1985 e n. 86/08027 del 28 maggio 1986). La Relazione sul 1987 ha evidenziato l'assenza di ulteriori interventi di rilievo nel corso di quell'anno. Nella Relazione sul 1988 si è poi illustrata l'innovazione introdotta nella prassi instaurata in materia di fondi comuni, nel senso della pubblicazione di un prospetto informativo unico, in luogo di distinti prospetti, per i casi di offerte di quote acquistabili alternativamente con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici (Comunicazione n. 88/20309 dell'8.6.1988).

Nel corso del 1989, anno cui la presente Relazione si riferisce, la Consob è intervenuta in materia relativamente all'informativa da rendere al pubblico sul nuovo criterio definito dalla Banca d'Italia in data 11.7.1989, ai sensi dell'art. 7, terzo comma, lett. c), della legge n. 77/1983, per la determinazione del valore dei titoli non quotati e dei titoli sospesi dal listino da oltre un anno. Criterio avente effetto dalla data del 2 gennaio 1990.

L'innovazione suddetta introdotta dalla Banca d'Italia comporta, di necessità, una modifica del testo dei regolamenti di gestione dei singoli fondi istituiti e, conseguentemente, una volta intervenuta la modifica di tali regolamenti, l'aggiornamento dei relativi prospetti informativi già depositati presso l'apposito Archivio Consob.

Tenuto conto che l'aggiornamento in questione, a dicembre 1989, risultava effettuato soltanto per un esiguo numero di prospetti, la Commissione, con Comunicazione n. 89/005735

del 14 dicembre (6) e con la successiva precisazione n. 89/005879 del 21 dicembre (7), ha disposto che, a decorrere dal 2 gennaio 1990, e sino ad intervenuto aggiornamento dei prospetti informativi a seguito delle richiamate nuove disposizioni dalla Banca d'Italia, i prospetti informativi vigenti venissero consegnati ai risparmiatori unitamente ad apposito «Foglio provvisorio di aggiornamento» nel quale fossero riprodotte le istruzioni dettate in materia dalla Banca d'Italia.

Per quanto attiene al nuovo schema-tipo di prospetto informativo adottato dalla Commissione con riguardo alle offerte al pubblico di quote di fondi comuni di investimento mobiliare, si rinvia al precedente par. 2.1.

2.3.2 Prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di quote/azioni di fondi comuni di investimento mobiliare di diritto estero

Nella Relazione sul 1986 sono stati illustrati gli indirizzi seguiti dalla Consob con riguardo ai fondi comuni di investimento mobiliare di diritto estero, sostanziatisi nella 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, ora sostituito dal nuovo «schema-tipo» introdotto con delibera n. 4173 del 18 luglio 1989.

Gli indirizzi sopra richiamati non hanno subito modifiche nel triennio 1987/89.

Nel corso del 1989, è stata proposta da una società di investimento a capitale variabile «a comparti multipli», di diritto lussemburghese, l'offerta al pubblico in Italia di quattro differenti categorie di azioni che si ricollegano ciascuna ad una distinta linea di investimento.

In relazione a tale fattispecie, la Commissione ha ritenuto che fosse necessario provvedere alla predisposizione e pubblicazione di un distinto prospetto informativo per ciascuna delle quattro linee di investimento (analogamente, del resto, a quanto richiesto per il caso di un'unica società di gestione che offra al pubblico quote di fondi diversi alla medesima facenti capo).

Nel caso di specie è stata inoltre richiesta la pubblicazione anche del prospetto informativo approvato dalla competente autorità estera, mediante deposito dello stesso presso l'Archivio Consob nella traduzione giurata in lingua italiana.

Nella Relazione sul 1988 (8) è stato fatto riferimento alla normativa valutaria introdotta col d.P.R. 29 settembre 1987, n. 454 e col decreto 1° febbraio 1988, n. 21 (9) ed è stata illu-

(6) Vedi Bollettino Consob n. 12, dicembre 1989, pagg. 69-70.

(7) Vedi Bollettino Consob n. 12, dicembre 1989, pagg. 75-76.

(8) Vedi Relazione su 1988, cap. IV, pag. 111.

(9) Si precisa peraltro che: 1) con effetto dal 1.1.1989, 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. 31.3.1988, n. 148; 2) con effetto dal 26 marzo 1989, le disposizioni del D.M. n. 21/1988 risultano assorbite dal decreto 10 marzo 1989, n. 105.

strata la nuova disciplina in tema di autorizzazioni afferenti l'offerta al pubblico in Italia di prodotti o servizi finanziari da parte di non residenti. E si è fatto cenno alla circostanza dell'essersi il Ministero del commercio estero fatto promotore, a fine 1988, di apposita riunione da tenersi con le amministrazioni interessate (Ministero del tesoro, Consob, Banca d'Italia e U.I.C.), in relazione alle complesse problematiche connesse all'applicazione della citata nuova normativa.

Nel corso del 1989, in più occasioni si sono tenute riunioni presso il Ministero del commercio estero per l'approfondimento delle problematiche suddette, anche con riguardo alla necessaria evoluzione della normativa nazionale in materia di fondi conseguente al recepimento della direttiva n. 85/611 del 20 dicembre 1985.

2.3.3 Direttiva CEE n.85/611 del 20 dicembre 1985

Nella Relazione sul 1988 (10) sono state illustrate le linee essenziali della direttiva n. 85/611 del 20 dicembre 1985 (pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale delle Comunità Europee n. L-375 del 31 dicembre 1985), concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative di alcuni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.). E si è fatto cenno alla avvenuta costituzione, presso il Ministero del Tesoro, di una Commissione di studio, cui partecipano anche funzionari della Consob, avente il compito di procedere all'esame comparativo della normativa nazionale con quella dettata dalla direttiva in questione e di elaborare correlative proposte.

I lavori di tale Commissione risultavano a fine 1989 non ancora conclusi.

2.3.4 Dati statistici

In appendice sono riportati dati riepilogativi concernenti i prospetti informativi, relativi ai fondi comuni di investimento mobiliare, di cui è stata deliberata, nel corso del 1989, la pubblicazione mediante deposito presso l'apposito Archivio Consob.

Relativamente ai fondi di investimento mobiliare di diritto italiano, si segnala che a fine 1989 il numero delle società di gestione operanti risultava pari a 56 (50 a fine 1988), per un numero di fondi gestiti pari a 158 (132 a fine 1988).

Dei 26 nuovi fondi di investimento, 10 vanno riferiti alle 6 società di gestione divenute operative nel corso del 1989.

(10) Vedi Relazione sul 1988, cap. IV, pag. 113.

I rimanenti fondi segnano la misura della crescita delle iniziative delle società di gestione già operanti a fine 1988.

A fine 1989 assommavano a 10 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; International Securities Fund;

S.I.C.A.V. a «comparti multipli»: Italfortune International Fund.

2.4 Offerta pubblica di servizi di amministrazione fiduciaria di patrimoni

In attesa della definizione e relativa pubblicazione delle «Disposizioni di carattere generale» di cui al precedente paragrafo 2.1, la Commissione, al fine di evitare l'interruzione dell'offerta dei servizi di cui trattasi, ha prorogato nel corso dell'anno il termine di validità dei prospetti informativi con scadenza al 30 giugno 1989. Il nuovo termine, inizialmente prorogato al 30 novembre 1989, è stato fissato, con delibera successiva, alla data del 31 marzo 1990.

Di conseguenza il lavoro svolto dagli Uffici della Commissione ha riguardato per i primi mesi dell'anno 1989 la conclusione delle istruttorie concernenti gli aggiornamenti dei prospetti informativi riferentisi all'anno 1988/89, ed è poi proseguito su istruttorie relative a prospetti informativi trasmessi da parte di società che per la prima volta hanno comunicato, ai sensi dell'art. 1/18 della legge 7 giugno 1974, n. 216, l'intenzione di procedere ad attività di sollecitazione del pubblico risparmio. Durante il 1989 infatti quattordici società fiduciarie hanno pubblicato, mediante deposito presso l'Archivio Consob, il loro primo prospetto informativo.

Nel corso dell'anno la Commissione ha deliberato, nei confronti di due società fiduciarie, la sospensione dell'offerta al pubblico dei servizi di amministrazione in quanto, in conseguenza di modifiche intervenute nella compagine sociale, in un caso, ed anche nella composizione degli organi sociali, nell'altro, l'informativa contenuta nei rispettivi prospetti non risultava più corrispondente alla mutata realtà societaria.

Per entrambe le società in parola, la possibilità di procedere nuovamente all'offerta è stata pertanto subordinata alla pubblicazione, presso l'Archivio Consob, di un prospetto informativo adeguatamente aggiornato.

Sempre nei confronti di queste ultime società, la Commissione, al fine di rendere più trasparente ai risparmiatori interessati lo svolgersi dell'attività sociale, ha ritenuto opportuno esercitare i poteri previsti dall'art. 1/3, lett. b) della legge n. 216, richiedendo agli amministratori di predisporre una comunicazione da inoltrare ai propri fiducianti per dare notizia ai medesimi delle modifiche intervenute nell'ambito societario.

Nel febbraio 1989, in relazione al caso delle società fiduciarie che hanno in corso il procedimento di emanazione del decreto ministeriale di conferma dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività fiduciaria e che, nelle more del rilascio di tale autorizzazione, abbiano già provveduto all'aggiornamento di precedente prospetto informativo, mediante deposito di un nuovo prospetto con validità circoscritta ad un ridotto arco temporale (11), la Commissione ha deliberato di far luogo ad una proroga di tre mesi del termine di validità di tale ultimo prospetto. La concessione di tale proroga è subordinata alla comunicazione da parte del Ministero dell'industria della inesistenza di elementi ostativi al proseguimento della attività da parte delle società fiduciarie interessate.

Tale delibera della Commissione a carattere generale ha trovato applicazione, durante il periodo in esame, nel caso di quattro società fiduciarie.

Nella precedente Relazione annuale (12) si era poi illustrato il caso di due società non autorizzate all'esercizio della attività fiduciaria ai sensi della legge 23 novembre 1939, n. 1966, per le quali la Commissione non aveva ritenuto di poter concludere l'iter istruttorio relativo ai prospetti informativi inoltrati, in attesa di chiarire con il Ministero dell'industria la controversa questione della eventuale riconducibilità, in capo alle società fiduciarie, di una riserva di attività per lo svolgimento di servizi di amministrazione di patrimoni.

Al riguardo, nel corso del 1989, il Ministero dell'industria ha manifestato il proprio orientamento, ribadendo l'opinione in precedenza espressa circa la sussistenza di tale riserva di attività in favore delle società fiduciarie all'uopo autorizzate, peraltro sottolineando che, nell'espletamento della propria attività di vigilanza, non potrebbe esimersi dal dare applicazione all'art. 3 bis della legge 13 aprile 1987, n. 148 nei confronti dei soggetti che, in carenza di autorizzazione, svolgano attività propria delle società fiduciarie.

In considerazione della posizione assunta dal Ministero, che avrebbe come conseguenza l'adozione del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa per le società prive di autorizzazione, la Commissione ha provveduto a comunicare alle suddette società l'orientamento espresso dall'Organo di vigilanza.

Per una terza società, anch'essa non autorizzata all'esercizio dell'attività fiduciaria, che nell'anno in esame ha inoltrato alla Commissione comunicazione ai sensi dell'art. 1/18 della legge 216/74 per l'offerta al pubblico di un servizio di gestione patrimoniale, la Commissione ha seguito la stessa procedura.

Alla fine del 1989 le tre società in questione non avevano dato alcun seguito alle rispettive istanze.

(11) Si veda al riguardo: Consob, Relazione annuale 1987, pag. 86; Consob, Bollettino mensile n. 2, febbraio 1988, «II Precisazioni» pag. 67.

(12) Si veda al riguardo: Consob, Relazione annuale 1988, pag. 212.

Infine, nell'ambito delle disposizioni legislative in generale applicabili ai soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, la Commissione ha chiarito, tramite una nota inviata all'Assofiduciaria in data 31 ottobre 1989, che non ritiene assoggettabili all'obbligo di redazione della relazione semestrale, di cui all'art. 1/4, n. 4 della legge n. 216, le società autorizzate ad operare ai sensi della legge n. 1966 del 23 novembre 1939.

2.5 Offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione di azioni, di obbligazioni, anche convertibili e di titoli rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti l'attività bancaria

2.5.1

Nel corso del 1989 sono state effettuate n. 75 operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio relative ad offerte di azioni, obbligazioni, anche convertibili e titoli rappresentativi di capitale di enti pubblici esercenti l'attività bancaria (58 l'anno precedente).

Di queste, 55 hanno riguardato aumenti di capitale ed emissione di obbligazioni, anche convertibili, posti in essere da società con titoli quotati in borsa; 7 offerte sono stati finalizzate alla diffusione dei titoli in vista della quotazione degli stessi presso le borse valori; 13 operazioni infine hanno riguardato offerte effettuate da piccole e medie imprese che hanno fatto ricorso al mercato allo scopo di finanziarie la propria attività.

2.5.2

Con riferimento alle offerte di azioni riservate in sottoscrizione ai dipendenti della società emittente e/o di società del gruppo cui la stessa appartiene, la Commissione, a seguito di quesiti posti nel corso dell'anno, ha ribadito l'orientamento più volte manifestato in precedenza circa l'inapplicabilità della disciplina di cui agli articoli 1/18 e seguenti, legge 216/74, in tutte le ipotesi in cui siano predeterminati i nominativi dei destinatari dell'offerta ed il numero delle azioni ad essi destinati.

2.6 Offerta pubblica di acquisto e di scambio

Nel corso del 1989 sono state comunicate ai sensi dell'art. 18 sub art. 1 legge 7 giugno 1974, n. 216, 4 operazioni di offerta pubblica di acquisto e 1 di offerta pubblica di acquisto e scambio.

Le offerte pubbliche di acquisto hanno riguardato le azioni ordinarie del Credito Bergamasco acquistate del Credit Lyonnais; le azioni ordinarie e le obbligazioni convertibili della Bieffe S.p.A. acquistate dalla Francal S.p.A.; le azioni ordinarie, di risparmio e le obbligazioni convertibili della Società per l'industria dell'Ossigeno e di altri Gas acquistate dalla

PARITAL S.r.L. e le azioni Erbamont N.V. quotate presso la borsa valori di New York acquistate dalla Montedison Acquisition N.V..

In quest'ultimo caso, la Consob ha ritenuto di rendere pubblica l'offerta mediante depositato presso l'Archivio Prospetti della traduzione italiana del prospetto informativo depositato presso la Securities and Exchange Commission.

L'offerta pubblica di scambio è stata lanciata dalla Sasea Holding, già Société Anonyme Suisse d'Exploitations Agricoles di Ginevra, la quale ha offerto di scambiare le proprie azioni con le azioni della Eurogest Sp.A.

2.7 Attività di vigilanza sui soggetti che sollecitano il pubblico risparmio

Nel rispetto delle disposizioni di cui all'art. 1/18 della legge n. 216/74, le società che nel corso del 1989 hanno effettuato sollecitazioni del pubblico risparmio hanno provveduto a comunicare preventivamente alla Commissione la quantità e le caratteristiche dei valori mobiliari offerti nonché le modalità ed i termini previsti per lo svolgimento delle operazioni da eseguire, allegando relative bozze di prospetto informativo.

Tenuto conto della notevole rilevanza informativa che tali documenti rivestono, in quanto destinati ad essere resi pubblici preventivamente all'esecuzione delle operazioni di che trattasi, la Commissione è intervenuta in numerosi casi al fine di richiederne l'integrazione quando ha riscontrato carenze informative rispetto a quanto disposto in proposito dalle Comunicazioni n. 86/3923 del 3 settembre 1986 e n. 87/10573 del 15 giugno 1987.

Come è noto la Comunicazione n. 86/3923 del 3 settembre 1986 regola l'esecuzione delle operazioni di aumento del capitale sociale o di emissione di obbligazioni convertibili offerte in opzione ai soci da parte di società con azioni quotate in borsa, mentre la Comunicazione n. 87/10573 del 15 giugno 1987 riguarda l'offerta al pubblico ed il collocamento di titoli azionari, obbligazionari e rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti l'attività bancaria. Prevedendo la citata Comunicazione n. 87/10573 il recepimento automatico delle modifiche apportate dalla Commissione all'allegato C) del Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori (delibera n. 1622 del 19 dicembre 1984), dall'entrata in vigore nel mese di luglio del 1989 del nuovo Regolamento (delibera n. 4088 del 24 maggio 1989) gli schemi tipo da seguire nei casi di sollecitazione del pubblico risparmio sono divenuti quelli contenuti nell'allegato D) previsto dal citato nuovo Regolamento.

Tale innovazione ha comportato un maggior impegno sia per le società tenute a seguirne il contenuto sia per la Commissione che è dovuta intervenire anche al fine di ottenere l'allineamento dei dati da rendere pubblici a quanto da essa disposto negli schemi di cui al citato allegato D).

Infatti con il recepimento della direttiva comunitaria del 17 marzo 1980, n. 390, concernente le condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'am-

missione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di borsa, sono stati previsti schemi di prospetti informativi molto articolati e dettagliati con il risultato di fornire delle precise linee guida per i redattori dei prospetti medesimi e di agevolare, ad un tempo, l'esercizio delle relative funzioni istruttorie.

A tale riguardo tuttavia l'anno 1989 può definirsi come momento di transizione dal vecchio al nuovo regime e quindi gli interventi effettuati in sede istruttoria sulla documentazione di che trattasi, sono consistiti nella richiesta di una pluralità di informazioni: da quelle relative al soggetto emittente a quelle più specificamente riguardanti l'operazione da proporre al mercato.

In particolare, vista l'importanza di rendere il più trasparente possibile la figura dell'emittente, la Commissione ha attivato i suoi poteri richiedendo massima trasparenza nella descrizione dei gruppi societari, della loro evoluzione e dell'attività da essi svolta, vista l'importanza per l'investitore, nei casi in cui l'emittente sia una holding di un gruppo di imprese, di conoscere l'effettivo contesto economico nel quale decidere se investire il proprio denaro.

Con riferimento alle informazioni contabili, necessarie per poter valutare, tra l'altro, il patrimonio dell'emittente, il suo livello di indebitamento, la sua redditività, si ritiene particolarmente rilevante la richiesta formulata ad alcune società di inserire i prospetti riclassificati sia della loro situazione patrimoniale sia del loro conto economico.

Tale tipologia di interventi ha riguardato sia situazioni contabili di fine esercizio che situazioni infrannuali, nei casi in cui l'ultimo bilancio si riferiva ad un periodo conclusosi ormai da più di sei mesi. Infatti la Commissione è sempre particolarmente attenta a garantire la pubblicazione di dati significativi, oltre che per la loro natura anche per il loro recente riferimento temporale. Tale attenzione trova conferma nei nuovi schemi di prospetto di cui al citato allegato D), nei quali è stato dato maggior rilievo alle informazioni relative all'andamento recente ed alle prospettive dell'emittente, prevedendo appositi paragrafi. In coerenza con tale definizione la Commissione è intervenuta richiedendo che venissero fornite informazioni su quegli accadimenti in grado di incidere sul patrimonio, sulla redditività e/o sull'attività del soggetto emittente ancorché verificatisi dopo la chiusura dell'ultimo esercizio sociale.

Inoltre, per il peso strategico dei soggetti detentori del controllo, sia diretto che indiretto, in virtù della loro capacità di incidere sull'attività, sui programmi e sul futuro dei soggetti emittenti, la Commissione ha ricorrentemente richiesto l'aggiornamento della loro compagine azionaria.

Inoltre, per l'importanza che tale elemento assume nella fase decisionale relativa alla valutazione di operazioni che prevedano la raccolta di liquidità, la Commissione ha attivato i suoi poteri affinché fossero rese, nel modo più chiaro e dettagliato, tutte le indicazioni in merito alla destinazione dei fondi richiesti, stabilendo inoltre che tali indicazioni venissero

accompagnate da più generali informazioni circa i programmi futuri della società emittente.

Passando ad evidenziare i più significativi interventi concretizzati nella richiesta di informazioni relative alle modalità di realizzazione delle operazioni la cui esecuzione ha costituito la causa della predisposizione dei prospetti di che trattasi, l'orientamento della Commissione è stato quello di far sì che fosse sempre evidenziata la disponibilità degli azionisti di maggioranza a sottoscrivere la quota di capitale di loro spettanza, informazione particolarmente significativa in un'ottica di garanzia circa il buon esito dell'operazione.

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 1989 è proseguita l'attività di vigilanza sulle società di revisione e certificazione iscritte nell'Albo speciale.

Particolarmente qualificante è stata l'istituzione — come già riferito nelle Premesse della presente Relazione (1) — di un apposito Gruppo di lavoro, presieduto da un membro della Commissione, avente come scopo precipuo l'approfondimento delle tematiche di maggior rilievo in ordine all'istituto della revisione e certificazione del bilancio.

Nel corso del 1989, anche a seguito della reiterata richiesta di modifica dell'interpretazione dell'oggetto sociale di cui all'art. 8, secondo comma, punto 1) del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136 avanzata dall'Assirevi, la Commissione — alla luce della normativa attualmente vigente — ha proseguito l'approfondimento della questione dell'esatto ambito di attività concesso alle società di revisione.

In particolare appare ormai improcrastinabile che il legislatore si occupi nuovamente dell'oggetto sociale delle società di revisione, tenuto conto delle numerose incertezze che sor-

(1) Relativamente agli argomenti più significativi all'attenzione del Gruppo di lavoro si rimanda a «LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO DELLA COMMISSIONE», par. 11 «Aspetti di disciplina del settore della revisione e certificazione».

gono all'interprete a causa della differente terminologia adottata dal legislatore delegato del 1974 rispetto all'ambito dell'attività di revisione ed organizzazione precisato nella legge n. 1966 del 1939, nonché tenuto conto della necessità di contribuire ad utilizzare la professionalità dei dipendenti e dei soci delle società di revisione iscritte nell'Albo.

La Commissione, inoltre, si è occupata delle implicazioni scaturenti dall'approssimarsi per molte società quotate della scadenza del conferimento per il terzo triennio consecutivo di certificazione legale alla medesima società di revisione. Al riguardo si rammenta che il quarto comma dell'art. 2 del d.P.R. n. 136/1975 fa divieto — decorso il predetto periodo — di ulteriori rinnovi dell'incarico precedentemente conferito. Diveniva dunque necessario che la Consob si occupasse anticipatamente della questione, al fine di diffondere un'interpretazione di tale disposizione idonea a fare chiarezza agli operatori ed alle società interessate.

Tale ultima questione è stata affrontata tenuto conto sia della necessità di assicurare il rispetto dello spirito della legge, sia di valutare le implicazioni derivanti dall'esigenza di mantenere — a seguito dei necessari avvicendamenti —, in capo alle società di revisione che certifichino società capogruppo, lo status di revisore principale, nel rispetto del principio di revisione n. 2 emanato dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e raccomandato dalla Consob ai sensi dell'art. 10 del decreto citato. Un contributo determinante alle deliberazioni della Commissione su tale argomento è stato fornito dal Gruppo di lavoro sopra citato il quale ha altresì fornito alla Commissione medesima l'esito dell'ampio dibattito svolto sul tema in questione con le Associazioni di categoria.

Ulteriore problema che ha interessato la Commissione nel corso del 1989 concerne il riconoscimento, per gli emittenti di diritto estero, di forme equivalenti di revisione e certificazione, così come previsto dal secondo comma dell'art. 8 del d.P.R. n. 138/1975. Si sottolinea in proposito che nel Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori sono contenute alcune indicazioni di carattere generale. Tale Regolamento, infatti, all'ultimo comma dell'art. 7 così recita: «Gli emittenti di diritto estero devono fornire alla Commissione, al fine di consentirle il riconoscimento di forme equivalenti di revisione e certificazione previsto dal secondo comma dell'art. 8 del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 138, tutti gli elementi di valutazione da essa ritenuti necessari, con particolare riguardo a quelli concernenti il requisito dell'indipendenza del revisore contabile ed i principi di revisione da esso applicati».

La Commissione, inoltre, ha seguito con particolare attenzione taluni fenomeni che a livello internazionale e nazionale hanno riguardato le società di revisione. In particolare hanno impegnato la Commissione medesima il processo di concentrazione delle società di revisione in atto a livello mondiale, nonché la scissione verificatasi in ambito Assirevi, con la conseguente creazione di una nuova associazione di categoria.

Il modificarsi dello scenario internazionale con particolare riferimento ai referenti esteri

delle società di revisione di più grandi dimensioni operanti in Italia, nonché l'accentuarsi della concorrenza tra queste ultime società di revisione e quelle di minori dimensioni, che ha comportato la predetta costituzione di una nuova associazione di categoria, sono stati seguiti attentamente al fine di valutare le ripercussioni sotto l'aspetto professionale scaturenti da quanto andava verificandosi.

Si rileva altresì che la Consob si è fatta carico di sollecitare nelle sedi opportune l'avvio di lavori per il recepimento dell'VIII direttiva comunitaria. L'introduzione nell'ordinamento di tale direttiva, concernente la statuizione dei requisiti del revisore contabile indipendente, rappresenterà infatti il necessario completamento di quanto previsto nelle disposizioni comunitarie in materia contabile.

1.1 Comunicazioni di carattere generale

Come precedentemente illustrato, l'approssimarsi delle prime scadenze del terzo triennio consecutivo di certificazione legale, ha indotto la Commissione ad emanare la Comunicazione SOC/RM/89002925 del 13 giugno 1989 (2), avente per oggetto: d.P.R. 31.3.1975, n. 136 — art. 2, comma 4 — conferimento incarico di revisione allo scadere di tre trienni di certificazione legale.

Con tale Comunicazione, la Commissione — nei casi in cui le società conferenti appartengano ad un «gruppo», individuato sulla base dell'esistenza di rapporti di controllo diretto o indiretto, ai sensi dell'art. 2359 c.c. — ha precisato di ritenere che può configurare elusione dello spirito della disposizione in esame l'inversione di ruoli tra il revisore «principale» uscente ed il revisore o i revisori «secondari», senza che si verifichi un ricambio nelle società di revisione incaricate nell'ambito del «gruppo». Ai fini dell'applicazione della Comunicazione è stato altresì precisato che una o più società si ritengono appartenere al medesimo gruppo anche nel caso in cui il controllo diretto o indiretto su di esse sia esercitato da una persona fisica o da un ente non societario.

La Consob si è inoltre riservata di valutare in sede di istruttoria per l'approvazione degli incarichi di certificazione ai sensi dell'art. 2, sesto comma, del citato d.P.R. n. 136 del 1975, l'eventuale sussistenza di cause di incompatibilità ai sensi del medesimo decreto.

Anche nell'anno in esame, come illustrato nelle Relazioni precedenti (3), la Consob è dovuta intervenire, in sede di approvazione degli incarichi di revisione e certificazione dei bilanci, al fine di richiedere integrazioni alla documentazione inoltrata.

(2) Vedi Bollettino Consob n. 6, giugno 1989.

(3) Vedi Relazione per l'anno 1986, cap. IV, par. 2.1; Relazione per l'anno 1987, cap. V, parr. 2.1, 2.2, 2.3; Relazione per l'anno 1988, cap. V, parr. 2.1 e 2.3.

Al fine di evitare il ripetersi di tale fenomeno, con la Comunicazione SOC/RM/89003742 del 24 luglio 1989 (4) la Commissione ha precisato le modalità di conferimento degli incarichi, gli elementi necessari da indicare nella delibera assembleare e la documentazione da inoltrare alla Consob per la relativa approvazione dell'incarico.

È stato altresì precisato che nel caso in cui le società conferenti assumano, quali società controllanti, l'onere del costo della revisione e certificazione delle società del gruppo i relativi corrispettivi dovranno essere oggetto di apposita e distinta deliberazione assembleare.

Per contro, alle società conferenti l'incarico è stato richiesto che in assemblea venga data informativa in merito al costo della revisione e certificazione delle società del gruppo, qualora i relativi incarichi siano conferiti autonomamente ed i rispettivi costi siano sostenuti dalle medesime.

La Commissione nel confermare il contenuto della Comunicazione n. 83/13346 del 2 novembre 1983 (5) relativamente alla documentazione preliminare concernente il conferimento dell'incarico da inviare alla Consob, ha richiesto che il verbale del consiglio di amministrazione contenga un prospetto delle società eventualmente facenti parte del gruppo, distinto per società controllate dirette ed indirette, con l'indicazione dei rispettivi incarichi di revisione e/o di certificazione, della durata dei medesimi, delle società di revisione incaricate, nonché degli eventuali programmi di rinnovo.

Con la medesima Comunicazione la Commissione ha altresì raccomandato un nuovo facsimile di dichiarazione di insussistenza delle cause di incompatibilità al fine di rendere la medesima più organica rispetto alle indicazioni di cui agli artt. 3, primo comma, e 2, sesto comma, del d.P.R. n. 136 del 1975, anche alle luce dell'esperienza maturata negli anni passati.

Nel corso dell'anno in esame, infine, allo scopo di fornire alle società di revisione iscritte nell'Albo speciale un quadro completo delle richieste di dati e notizie che devono essere inoltrati in via periodica alla Consob, nonché di acquisire ulteriori elementi qualificanti ai fini della vigilanza, si è reso necessario predisporre la Comunicazione SOC/RM/89003743 del 24 luglio 1989 (6), in sostituzione delle Comunicazioni emanate in precedenza (7).

(4) Vedi Bollettino Consob n. 7, luglio 1989.

(5) Pubblicata in Documentazione a rilevanza esterna, anno 1983.

(6) Vedi Bollettino Consob n. 7, luglio 1989.

(7) Elenco comunicazioni abrogate: Comunicazione n. 84/01907 del 17 febbraio 1984, pubblicata in Bollettino Consob n. 1-2 gennaio-aprile 1984; Comunicazione n. 87/01391 del 30 gennaio 1987, pubblicata in Bollettino Consob n. 1, gennaio 1987; Comunicazione n. 87/08909 del 25 maggio 1987, pubblicata in Bollettino Consob n. 5, maggio 1987; Comunicazione n. 87/21275 del 23 novembre 1987, pubblicata in Bollettino Consob n. 11, novembre 1987 e Comunicazione n. 88/26791 del 4 agosto 1988, pubblicata in Bollettino Consob n. 8, agosto 1988.

2. Incarichi di revisione e certificazione

Nel corso dell'anno è proseguita, da parte della Consob, l'attività istruttoria volta all'approvazione degli incarichi di revisione e certificazione, conferiti da società con azioni quotate in borsa, imprese editoriali, società assoggettate alle disposizioni del d.P.R. n. 136 del 1975 in applicazione dell'art. 1/18 quater della legge n. 216 del 1974 e da società che intendono richiedere l'ammissione in borsa dei propri titoli azionari.

Come verificatosi negli anni precedenti, si sono resi necessari interventi nei confronti di alcune società conferenti l'incarico di revisione e certificazione, al fine di richiedere l'integrazione dell'informativa fornita in occasione dell'assemblea riunita per deliberare il conferimento, soprattutto in relazione al costo della revisione delle società controllate, ovvero alla indicazione della variabilità dei corrispettivi, secondo i criteri di cui alla delibera Consob n. 805 del 9 dicembre 1980 (8).

3. Designazione di società di revisione ai sensi della legge n. 649 del 1983

Nelle precedenti Relazioni annuali (9) sono stati ampiamente illustrati i criteri seguiti dalla Consob per l'individuazione delle società di revisione alle quali attribuire l'incarico di redigere la relazione di stima ex lege 5 novembre 1983, n. 649.

Nel corso dell'anno, oltre ai rinnovi dell'incarico per operazioni già in atto, la Commissione ha provveduto alla designazione di legge, mediante sorteggio fra tutte le società di revisione iscritte nell'Albo speciale, in relazione a due nuove emissioni di titoli diversi dalle azioni ed obbligazioni, o titoli similari, e dai certificati di partecipazione a fondi comuni di investimento mobiliare, ed a seguito di istanza dei soggetti emittenti.

4. Esame di idoneità ex art. 13 del d.P.R. n. 136 del 1975

Nel periodo ottobre 1989-febbraio 1990 è stata espletata, secondo le modalità ed i criteri già seguiti negli anni precedenti, la settima sessione annuale dell'esame di idoneità previsto dall'art. 13 del d.P.R. n. 136 del 1975, indetta con delibera n. 3887 del 1° febbraio 1989 (10).

Il consuntivo di questa sessione si sintetizza con i seguenti dati: su 128 domande di partecipazione sono stati ammessi a sostenere le due prove scritte 112 candidati, dei quali 49 hanno

(8) Pubblicata in Consob, raccolta delibere, anno 1980.

(9) Vedi Relazione sul 1984, cap. IV, par. 3 e Relazione sul 1985, cap. V, par. 3.

(10) Vedi Bollettino Consob n. 2, febbraio 1989 e Gazzetta Ufficiale n. 14, 4^a serie speciale del 21 febbraio 1989.

partecipato alla prima e 44 alla seconda.

La prova orale, alla quale erano stati ammessi 6 candidati, è stata superata da 3 candidati, per i quali la prescritta delibera di idoneità è stata emessa nel mese di marzo 1990.

5. Albo speciale delle società di revisione

Il processo di concentrazione che ha interessato le società a matrice internazionale appare prevalentemente riferibile al fenomeno alla crescente concorrenzialità.

Al riguardo si sottolinea che nel 1988 la percentuale del fatturato conseguita dalle società di più grandi dimensioni in Italia è stata pari al 92,11%.

Analogo processo di concentrazione si è verificato, dopo la prima formazione dell'Albo speciale, tra società italiane di medio-piccole dimensioni e grandi società a matrice internazionale; le motivazioni sono riconducibili alle necessità di crescita, una volta raggiunto uno sviluppo dimensionale, oltre il quale un'ulteriore penetrazione nel mercato diviene ardua senza le sinergie a carattere organizzativo-procedurale e promozionale derivanti dall'adesione ad una organizzazione a carattere internazionale.

Tale ultimo processo di concentrazione è riconducibile altresì alle economie di scala che si possono realizzare in ipotesi di revisione di grandi gruppi a ramificazione internazionale, mediante l'ausilio di società di revisione aventi diffusione capillare nel mondo, nonché alla possibilità di penetrazione sia nei mercati locali che in settori e comparti nei quali le società di più piccole dimensioni sono meno presenti.

Il fenomeno, considerato sotto il duplice aspetto delle ripercussioni in Italia del processo di concentrazione in atto a livello internazionale e del sempre minore numero di società di revisione che risultano iscritte nell'Albo speciale, è meritevole di un'attenta valutazione, considerato il rischio della creazione di situazioni, di fatto, oligopolistiche, che potrebbero avere riflessi sia sulla determinazione delle tariffe, che sulla qualità del lavoro svolto. Alla luce di tali considerazioni, pertanto, è stata valutata l'opportunità dell'inserimento delle società di revisione nella lista di quelle rilevanti ai fini della disciplina anti-trust attualmente all'esame del Parlamento.

Ulteriore elemento di valutazione per l'attività specifica della Commissione è rappresentato dalla predetta imminente scadenza del terzo triennio consecutivo di conferimento di numerosi incarichi, considerato che — secondo quanto indicato con la Comunicazione n. 88/10121 del 30 marzo 1988 — le fattispecie di fusione o alienazione d'azienda tra società di revisione iscritte nell'Albo speciale non comportano alcun effetto interruttivo del computo del periodo massimo di nove anni di conferimento dell'incarico di revisione ad una stessa società, di cui all'art. 2, sesto comma, del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136.

Nel corso dell'anno in esame la Commissione ha avviato l'istruttoria concernente l'istanza di iscrizione nell'Albo speciale presentata da tre società di revisione.

A differenza dell'anno precedente nessuna nuova iscrizione nell'Albo speciale è intervenuta nel corso del 1989, per cui il numero delle società di revisione iscritte rimane invariato in 23.

Nel corso dell'anno si è provveduto ad alcuni aggiornamenti dell'Albo in relazione ad intervenute modifiche della ragione sociale delle sottoindicate società e 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:

a) DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & c., con sede in Milano (11) (già iscritta come DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Alan Richard Murray & C., con sede in Milano);

b) KPMG Peat Marwick Fides s.n.c. di Giuseppe Angiolini e C., con sede in Milano (12) (già iscritta come PEAT MARWICK MITCHELL s.n.c. di G. Angiolini, G. Loli e C., con sede in Milano).

In relazione a variazioni intervenute nella struttura societaria, la Consob, ai sensi dell'art. 8, terzo comma, lett. c) del d.P.R. n. 136 del 1975 ha provveduto, sulla base di criteri precedentemente già adottati, al riconoscimento dell'equipollenza dell'iscrizione in Albi professionali esteri per alcuni soci accomandatari di società di revisione iscritte nell'Albo speciale.

6. Pareri di congruità emessi ai sensi dell'art. 7 del d.P.R. n. 136 del 1975

Nel corso dell'anno sono stati esaminati 25 pareri di congruità, emessi ai sensi dell'art. 7 del d.P.R. n. 136 del 1975, risultati in linea con gli indirizzi formulati dalla Commissione con la Comunicazione n. 87/05221 del 1° aprile 1987 (13).

In relazione alla tipologia delle operazioni, 10 pareri di congruità sono stati emessi in occasione di fusioni e 15 hanno riguardato aumenti di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione.

Nel corso dell'anno, la Commissione ha rilevato che una società di revisione iscritta nell'Albo speciale ha redatto un parere di congruità circa il sovrapprezzo delle azioni emesse da una società quotata in occasione di un aumento di capitale riservato agli azionisti, pertanto in una fattispecie diversa da quella prevista dall'art. 7 succitato. Inoltre, una società di revisione iscritta nell'Albo speciale ha chiesto di conoscere le valutazioni della Consob in merito al rilascio del parere di congruità del prezzo di emissione di azioni ordinarie e di ri-

(11) Vedi delibera n. 3850 del 10 gennaio 1989, pubblicata sul Bollettino Consob n. 1, gennaio 1989.

(12) Vedi delibera n. 4204 del 29 agosto 1989, pubblicata sul Bollettino Consob n. 8, agosto 1989.

(13) Vedi Bollettino Consob n. 4, aprile 1987.

risparmio, per operazioni di aumento di capitale sociale senza esclusione o limitazione del diritto di opzione.

In entrambe le fattispecie, considerata la limitazione in tema di oggetto sociale imposta alle società di revisione dall'art. 8, secondo comma, punto 1) e dall'art. 7 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136, la Commissione ha ritenuto che non sia consentita l'emissione, da parte di società di revisione soggette alla disciplina di cui al suddetto decreto, di pareri in merito alla congruità del prezzo di emissione in occasione di aumenti di capitale per i quali non sia prevista l'ipotesi di esclusione o limitazione del diritto di opzione, non essendo tali pareri richiesti dalla normativa vigente.

Sempre in argomento, nell'anno in esame, l'ACRI (Associazione fra le Casse di risparmio italiane) ha chiesto alla Commissione un parere in materia di emissione di pareri di congruità e di valutazione del patrimonio d'azienda ad opera delle società di revisione, in ipotesi di sollecitazione del pubblico risparmio mediante emissione di titoli rappresentativi del capitale da parte degli istituti di credito aderenti alla medesima associazione.

Tenuto conto di quanto già precisato in tema di ammissibilità della redazione, ad opera delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale, di pareri di congruità sul prezzo di emissione delle quote delle Casse di risparmio (14), la Commissione ha ritenuto opportuno ribadire l'ammissibilità della formulazione di pareri di congruità nella fattispecie di aumento di capitale mediante emissione di quote da parte di Casse di risparmio, unicamente nei casi in cui l'aumento di capitale medesimo sia destinato esclusivamente a terzi privati ed a condizione che tale destinazione venga verificata, caso per caso, sulla base dei singoli statuti, nonché dei regolamenti di emissione di ciascuna Cassa di risparmio proponente.

7. Vigilanza sull'attività delle società iscritte nell'Albo speciale

Come negli anni precedenti, anche nel 1989 le società di revisione iscritte nell'Albo speciale hanno provveduto a trasmettere alla Consob una serie articolata di dati e documenti, il cui periodico inoltre è stato istituzionalizzato a partire dal 1984 (15) e razionalizzato, come illustrato in precedenza (16), con la Comunicazione SOC/RM/89003743 del 24 luglio 1989 (17).

(14) Vedi Relazione sul 1987, cap. V, par. 7.

(15) 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.

(16) Vedi precedente par. 1.1.

(17) Vedi Bollettino Consob n. 7, luglio 1989.

In relazione ai dati e alle informazioni trasmessi nel 1989 dalle società di revisione, esaminati dalla Consob nello svolgimento della propria attività di vigilanza, si sottolineano i seguenti aspetti:

- tutte le società di revisione hanno chiuso l'esercizio 1988 in utile: in particolare per le società di maggiore dimensione a matrice internazionale il risultato d'esercizio ha rappresentato un rendimento netto pari a circa il 10,9% del volume di affari conseguito, con un incremento del 2,2% rispetto al 1987;
- il fatturato complessivo del settore per il 1988 è stato pari a circa 268 miliardi, con un incremento dell'8,5% rispetto ai 247 miliardi fatturati nell'anno precedente;
- il personale professionale in forza al 15 settembre 1989 era di 2511 unità, contro le 2325 alla data del 1° luglio 1988, con un aumento netto pari all'8%;
- gli impegni sono stati pari a 1.924.525 ore contro le 2.257.731 del 1988. Tale riduzione è dovuta alla diversità dei dati comunicati dalle società di revisione in quanto, con la citata Comunicazione SOC/RM/89003743 del 24 luglio 1989 (18), la Consob ha richiesto che gli impegni debbano riguardare esclusivamente gli incarichi per i quali la società di revisione abbia già ricevuto dalla società conferente documentazione che ne comprovi l'accettazione, mentre in precedenza venivano segnalati anche incarichi per i quali era stata formulata l'offerta, ma non esisteva ancora la relativa accettazione da parte della società conferente;
- si è registrato un ulteriore aumento degli incarichi conferiti a titolo volontario, che hanno rappresentato il 42,8% del totale degli incarichi, con un incremento dell'1,2% rispetto all'anno precedente, a conferma dell'espansione del mercato della revisione.

In merito ai dati trasmessi con la documentazione annuale e relativi, per ciascun incarico di revisione, alle ore previste dal budget, le ore effettivamente prestate, le ore ed i corrispettivi fatturati, la situazione al 30.9.1989 risultava la seguente:

- le ore previste nel budget sono state complessivamente 2.362.272, quelle prestate 2.611.763 e quelle fatturate 2.454.343;
- il rapporto tra le ore prestate e quelle previste nel budget risulta superiore al 10,6%; il rapporto tra le ore fatturate e quelle risultanti nel budget è superiore al 3,9%.

Come illustrato nella precedente Relazione annuale (19), il fenomeno degli scostamenti dai preventivi risulta prevalentemente limitato e circoscritto agli incarichi volontari e le principali cause sono riconducibili all'addestramento del personale nuovo assunto, alla familiarizzazione con le procedure poste in essere dall'azienda certificata nei casi in cui la revisione

(18) Vedi Bollettino Consob n. 7, luglio 1989.

(19) Vedi Relazione per l'anno 1988, cap. V, par. 8.

è stata effettuata per la prima volta, al cambiamento del team professionale da parte della società di revisione, all'espansione dell'attività della società revisionata ovvero a mutamenti intervenuti nell'ambito della struttura del gruppo.

In ordine a intervenute modifiche nella compagine sociale di talune società di revisione iscritte nell'Albo speciale, si sono rese necessarie accurate verifiche dei requisiti prescritti dall'art. 8 del d.P.R. n. 136 del 1975.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza si inquadra anche l'esame delle proposte di servizi professionali formulate dalle società di revisione alle rispettive società clienti e da queste inviate alla Consob in anticipo rispetto alla data di convocazione dell'assemblea chiamata a deliberare sul conferimento dell'incarico. L'esame di tale documentazione ha, in diversi casi, evidenziato carenze di contenuto rispetto al modello uniforme di proposta raccomandato alle società di revisione iscritte nell'Albo speciale con la Comunicazione n. 88/22481 del 14 luglio 1988 (20). Tali carenze, per le quali sono state richieste alle società di revisione interessate opportune modifiche ed integrazioni, hanno per lo più riguardato: il dettaglio dei corrispettivi per categoria professionale; l'indicazione che il conferimento dell'incarico comporta l'espletamento delle funzioni e delle attività previste dagli artt. 1 e 4 del d.P.R. n. 136 del 1975; l'indicazione che al termine del lavoro di revisione sarà emessa una relazione di certificazione in linea, per forma e contenuto, con quanto raccomandato dalla Consob con le Comunicazioni n. 83/03583 del 24 marzo 1983 (21) e n. 87/02794 del 23 febbraio 1987 (22).

Nel corso dell'anno l'attività di vigilanza della Commissione si è espletata anche attraverso l'esame delle relazioni di certificazione emesse dalle società di revisione ai sensi dell'art. 4 del d.P.R. n. 136 del 1975, sia ai fini del controllo del contenuto delle medesime che della loro corrispondenza al modello raccomandato dalla Consob con la richiamata Comunicazione n. 87/02794 del 23 febbraio 1987. In tale ottica, gli interventi della Commissione si sono sostanziati, in diversi casi, nella richiesta di carte di lavoro, nella richiesta di informativa supplementare a supporto del giudizio emesso e nella convocazione dei firmatari di alcune relazioni di certificazione, al fine di acquisire ulteriori chiarimenti sul contenuto della relazione, ovvero sulla situazione societaria.

Ulteriori interventi della Commissione sono stati effettuati in ordine a talune carenze riscontrate sul contenuto del terzo paragrafo della relazione di certificazione (23), risultato non

(20) Vedi Bollettino Consob n. 7, luglio 1988.

(21) Pubblicata in Documentazione a rilevanza esterna, anno 1983.

(22) Vedi Bollettino Consob n. 2, febbraio 1987.

(23) Il terzo paragrafo dello schema di relazione di certificazione deve obbligatoriamente indicare ogni «riserva», «eccezione» nonché ogni rilievo che attenga ad elementi essenziali dell'informativa del bilancio. Inoltre è necessario che la società di revisione fornisca un esplicito giudizio su quanto rilevato nel medesimo terzo paragrafo, nonché le motivazioni in base alle quali la società stessa, pur in presenza di rilievi, ritenga eventualmente di poter rilasciare la certificazione del bilancio.

sufficientemente chiaro a causa dei seguenti aspetti:

- mancata evidenziazione dell'effetto derivante dalla differenza tra il valore di carico di una partecipazione e la valutazione che si sarebbe ottenuta con l'applicazione del metodo del patrimonio netto;
- mancata indicazione degli effetti delle deviazioni dai principi contabili di riferimento su alcune poste di bilancio, sul risultato di esercizio e sul patrimonio netto;
- insufficiente informativa circa risultati economici conseguiti da alcune società controllate, a seguito di plusvalenze realizzate nei confronti di altre società del gruppo derivanti dalla vendita di partecipazioni e di immobili.

Nell'espletamento dell'attività di vigilanza, è emersa altresì una situazione di incompatibilità di cui all'art. 3, primo comma, punto 1) del d.P.R. n. 136 del 1975, nell'ambito di un'istruttoria svolta dalla Commissione relativamente ad una società di revisione iscritta nell'Albo speciale. La Commissione, con delibera n. 4380 del 6 dicembre 1989 (24), ha revocato l'incarico di revisione e certificazione in questione richiedendo altresì alla società editoriale di provvedere a conferire l'incarico ad altra società di revisione entro 45 giorni dalla data di ricevimento della comunicazione di revoca, ai sensi dell'art. 2; nono comma, del d.P.R. n. 136 del 1975.

In data 1° febbraio 1990 l'assemblea ordinaria degli azionisti della società editoriale ha conferito l'incarico di revisione e certificazione dei propri bilanci ad altra società di revisione.

Per quanto riguarda infine gli accertamenti e le verifiche ispettive attuati nell'anno in esame, si rimanda a quanto illustrato nel capitolo VI, paragrafo 3, della presente Relazione annuale.

(24) Vedi Bollettino Consob n. 12, dicembre 1989.

Capitolo VI

ATTIVITÀ ISPETTIVA

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 controllo dei soggetti che fanno appello al pubblico risparmio volta al riscontro della completezza dell'informazione diffusa e della correttezza dei comportamenti posti in essere, la Commissione ha dato corso nel 1989 a 21 accertamenti ispettivi nei confronti rispettivamente di sette società fiduciarie, di 13 società autorizzate alla vendita a domicilio di prodotti finanziari e di una società offerente al pubblico proprie azioni.

Sette verifiche ispettive, disposte nei confronti di altrettante società autorizzate alla vendita a domicilio di prodotti finanziari, sono state motivate da situazioni di presumibile protratta inattività delle suddette società ed hanno avuto ad oggetto la verifica del rispetto da parte delle stesse delle norme di legge e regolamentari in materia.

Le ispezioni nei confronti di 2 società fiduciarie e di 2 società autorizzate alla vendita a domicilio di prodotti finanziari sono state disposte al fine di accertare le modalità di svolgimento della attività di sollecitazione del pubblico risparmio.

All'esito degli accertamenti svolti, in un caso la Commissione, oltre a disporre un supplemento di verifica ispettiva allo scopo di accertare il ruolo eventualmente svolto, nell'ambito dell'attività di amministrazione dei patrimoni conferiti dai fiducianti, da società appartenenti al medesimo «gruppo» della fiduciaria, ha provveduto altresì ad inoltrare rapporto al-

L'Autorità Giudiziaria nei confronti, tra gli altri, della suddetta fiduciaria e di una società autorizzata alla vendita a domicilio di prodotti finanziari, per ipotesi di violazione da parte dei richiamati soggetti degli obblighi di cui agli artt. 1/18 e 1/18 ter della legge 7 giugno 1974, n. 216. In altro caso, ha disposto un accertamento ispettivo nei confronti di un agente di cambio in relazione ai rapporti intrattenuti con una società autorizzata alla vendita a domicilio di prodotti finanziari.

Due società fiduciarie sono state oggetto di verifica ispettiva limitatamente alle modalità di svolgimento dell'attività di amministrazione fiduciaria connessa al prospetto informativo pubblicato mediante deposito presso l'Archivio Consob, con particolare riguardo ai rapporti instaurati con società appartenenti al medesimo «gruppo» delle fiduciarie. A seguito di tali verifiche, in un caso, la Commissione ha disposto un accertamento ispettivo nei confronti di un agente di cambio in relazione ai rapporti intrattenuti con la società fiduciaria; in altro caso, ha contestato ad una società commissionaria di borsa le irregolarità commesse.

Nei confronti di altra società fiduciaria, l'attività ispettiva ha invece avuto ad oggetto la verifica della completezza dell'informazione fornita al pubblico con il prospetto pubblicato.

Relativamente poi ad una società offerente al pubblico proprie azioni, l'ispezione ha avuto lo scopo sia di accertare la corrispondenza tra le notizie fornite alla Consob nel correlativo prospetto informativo e le concrete modalità di svolgimento dell'offerta di azioni, sia di verificare le modalità di svolgimento di una ulteriore offerta, avente ad oggetto la sottoscrizione di contratti di finanziamento a favore della società in questione. In connessione con la suddetta ispezione sono stati altresì disposti accertamenti ispettivi nei confronti di due società autorizzate alla vendita a domicilio di prodotti finanziari. Ciò al fine di accertare le modalità di svolgimento dell'attività di sollecitazione dalle stesse posta in essere in relazione alle offerte di cui sopra.

A seguito delle ispezioni sopra riferite, la Commissione ha disposto il divieto, ai sensi dell'art. 1/18, 4° comma, della legge n. 216, dell'esecuzione dell'offerta di sottoscrizione di contratti di finanziamento.

Nei riguardi infine di una società fiduciaria e di una società autorizzata alla vendita a domicilio di prodotti finanziari, entrambe facenti parte del medesimo «gruppo», gli accertamenti ispettivi sono stati svolti, per quanto riguarda la fiduciaria, limitatamente all'aspetto delle modalità di svolgimento del servizio di amministrazione fiduciaria connesso al prospetto informativo pubblicato; per quanto riguarda la società autorizzata alla vendita a domicilio, hanno avuto ad oggetto le modalità di svolgimento dell'attività autorizzata in relazione sia all'offerta del suddetto servizio di amministrazione fiduciaria, sia all'ulteriore offerta avente ad oggetto la sottoscrizione di proprie azioni e di contratti di finanziamento a proprio favore.

2. L'attività ispettiva nei confronti degli intermediari in titoli quotati

Nella Relazione annuale sul 1987 (1) 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 aveva deliberato, nei confronti degli intermediari in titoli quotati (agenti di cambio, commissionarie di borsa, 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 Relazione annuale sul 1988 (2) si è altresì dato conto del fatto che, nel corso del suddetto anno, mentre per alcuni degli accertamenti ispettivi di cui sopra erano proseguite le attività necessarie al completamento della fase istruttoria, per altri si erano portati a conclusione i connessi adempimenti sanzionatori. Risultava, precisamente, che per tre agenti di cambio la Commissione aveva 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.

Nel corso del 1989, in relazione agli esiti delle verifiche ispettive disposte in epoca precedente, la Commissione ha deliberato l'invio della prevista comunicazione al Ministro per il tesoro ed ai competenti Consigli dell'Ordine circa irregolarità connesse con l'attività di undici agenti di cambio.

In esplicazione del generale potere di vigilanza, conferitole dalla legge, sull'operato degli intermediari, la Commissione, nel corso del 1989, ha disposto 12 accertamenti ispettivi, nei confronti rispettivamente di quattro agenti di cambio, di sette società commissionarie di borsa e di un istituto di credito.

In tre casi le ispezioni nei confronti di agenti di cambio hanno riguardato tutti gli aspetti dell'attività svolta dagli stessi, essendo stati verificati: la organizzazione amministrativa e contabile; la tenuta e la conservazione dei libri e delle scritture obbligatori; la gestione dei rapporti con i committenti; il rispetto delle disposizioni di cui alla delibera n. 929 del 3 luglio 1981 e successive modificazioni in tema di garanzie sui contratti di borsa; la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione poste in essere in un arco di tempo specificato; il rispetto delle norme di cui all'art. 10, primo comma, del R.D.L. 30 giugno 1932, n. 815 in tema di divieti posti agli agenti di cambio. In un caso, gli accertamenti hanno altresì avuto riguardo alla natura e alla regolarità sia delle operazioni di compra-

(1) Vedi Relazione sull'anno 1987, cap. VI, par. 2.

(2) vedi Relazione sul 1988, cap. VI, par. 2.

vendita di titoli di stato poste in essere dall'agente di cambio sia dei rapporti intrattenuti con uno specifico committente.

In relazione alle risultanze delle verifiche ispettive nei confronti di due degli agenti di cambio sopra indicati, è stata disposta una ispezione nei confronti di una commissionaria di borsa di Roma, allo scopo di accertare la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni di negoziazione poste in essere in un arco di tempo determinato. A seguito dei correlativi accertamenti, in un primo momento, si è provveduto ad invitare la competente Camera di commercio a ritirare, con effetto immediato, le tessere di ingresso in borsa comunque rilasciate ai rappresentanti e al personale della commissionaria; successivamente, è stata disposta la sospensione dell'ammissione della commissionaria stessa negli antirecinti alle grida della borsa valori di Roma.

In un altro caso, gli accertamenti ispettivi nei confronti di un agente di cambio hanno avuto ad oggetto: la gestione dei rapporti con i committenti; l'assolvimento delle disposizioni di cui alle delibere n. 929 del 3 luglio 1981 e n. 274 del 5 ottobre 1977; il rispetto delle norme di cui all'art. 10, primo comma, del R.D.L. n. 815; nonché, inoltre, la regolarità dei rapporti intrattenuti con i remissori e quella delle operazioni di compravendita e di riporto in un arco di tempo specificato, con particolare riguardo a quelle poste in essere per conto di una società autorizzata alla vendita a domicilio di prodotti finanziari e della clientela di quest'ultima. Sulla base delle risultanze dell'ispezione in questione, la Commissione ha deliberato la comunicazione, ai sensi e per gli effetti dell'art. 13 del d.P.R. n. 138 del 31 marzo 1975, al Ministro per il tesoro e al competente Consiglio dell'Ordine delle irregolarità riscontrate a carico dell'agente di cambio.

Nei confronti di una società commissionaria di borsa di Milano la verifica ispettiva ha avuto lo scopo di accertare i modi di finanziamento e la regolarità delle operazioni a termine e di riporto poste in essere.

Stante quanto accertato in sede ispettiva, la Commissione ha provveduto, in primo luogo, ad invitare la competente Camera di commercio a ritirare, con effetto immediato, le tessere di ingresso in borsa comunque rilasciate ai rappresentanti e al personale della commissionaria; in secondo luogo, a disporre la sospensione dell'ammissione della commissionaria stessa negli antirecinti alle grida della borsa valori di Milano. La Commissione ha altresì inoltrato rapporto all'Autorità Giudiziaria in ordine ad ipotesi di violazione, da parte dell'amministratore della commissionaria, delle disposizioni di cui all'art. 2624 del codice civile.

Nei riguardi di una società commissionaria di borsa di Milano, di una società commissionaria di borsa di Torino e di una società commissionaria di Roma le ispezioni hanno avuto come oggetto l'intera operatività delle stesse, essendo state disposte allo scopo di accertare l'assetto proprietario, amministrativo e contabile delle società, la loro situazione patrimoniale

e finanziaria, i modi di finanziamento e la regolarità delle operazioni di negoziazione poste in essere in un arco di tempo specificato.

In un caso gli accertamenti hanno avuto ad oggetto altresì l'assetto organizzativo ed operativo della sede secondaria della società commissionaria ispezionata.

A seguito delle risultanze degli accertamenti ispettivi nei confronti della commissionaria di Milano, la Commissione ha disposto la sospensione dell'ammissione agli antirecinti alle grida della borsa valori di Milano.

Relativamente ad una commissionaria di borsa di Firenze la verifica ispettiva ha avuto il fine di accertare la regolarità delle operazioni di negoziazione poste in essere, con particolare riferimento a quelle derivanti dai rapporti intrattenuti con una società fiduciaria appartenente al medesimo «gruppo» sociale della commissionaria.

Nei confronti di una società commissionaria di borsa di Milano, la verifica ha riguardato la situazione patrimoniale e finanziaria; i modi di finanziamento e la regolarità delle operazioni di negoziazione poste in essere in un arco di tempo determinato nonché la natura e le modalità di svolgimento dei rapporti intrattenuti con uno specifico remissore.

Una verifica ispettiva è stata poi anche disposta nei riguardi di un istituto di credito, finalizzata all'accertamento della puntuale applicazione delle disposizioni di cui alla citata delibera n. 929 in tema di garanzie sui contratti di borsa.

Nei confronti degli intermediari da ultimo citati sono state avviate le procedure di contestazione delle violazioni riscontrate ovvero sono in corso altre attività necessarie per il completamento della fase istruttoria, fasi tutte preliminari all'eventuale irrogazione delle correlative sanzioni.

Sotto il profilo della disciplina sanzionatoria degli intermediari in titoli quotati va segnalato che la Commissione, come già riferito nella Relazione sul 1987, in relazione ai dubbi emersi in ordine alla concreta applicazione delle sanzioni vigenti, per un verso, aveva assunto l'iniziativa di interessare il Ministero del tesoro chiedendo che sull'intera problematica si esprimesse il Consiglio di Stato per l'assunzione di più sicuri criteri di orientamento, per altro verso, aveva stabilito cautelativamente di astenersi, nelle more del ricevimento dei chiarimenti richiesti, dall'applicare le sanzioni di propria competenza.

Come indicato nella precedente Relazione annuale, il Consiglio di Stato ha reso il proprio parere sul finire del 1988. Con tale parere, l'Organo consultivo ha ribadito la sostanziale validità dell'attuale disciplina sanzionatoria. Il Consiglio di Stato ha in primo luogo rilevato la soggezione degli intermediari di borsa ad un duplice regime sanzionatorio: quello previsto dal rispettivo ordinamento di appartenenza, applicabile, come tale, soltanto a coloro che a quel settore appartengono e quello di competenza della Consob ex lege n. 272 del 1913 (come recepito dal d.P.R. n. 138 del 1975), dettato a garanzia del corretto svolgimento delle attività di borsa ed applicabile a tutti indistintamente i soggetti operanti in borsa.

In secondo luogo ha affermato che a tale ultimo regime sanzionatorio sono sottoposti non solo i soggetti-persone fisiche, ma anche le persone giuridiche (commissionarie di borsa, aziende di credito) a seconda, come è ovvio, della natura della violazione commessa e della sua riferibilità ai primi e/o alle seconde. Di guisa che qualora sia imposto un determinato comportamento, l'eventuale violazione del quale può essere riferita solo alle persone fisiche (ad es. turbativa della dignità dell'istituto bancario), ad esse soltanto si applicheranno le correlative sanzioni; laddove invece si tratti di provvedimenti che impongano la tenuta di comportamenti da parte di persone giuridiche, la eventuale violazione sarà riferibile esclusivamente a queste ultime.

Infine, l'Organo consultivo ha precisato che non risultano ragioni ostative a che un determinato comportamento possa configurarsi al contempo come violazione delle regole dell'ordinamento settoriale a cui il soggetto appartiene (ad es. ordinamento bancario) e come violazione dell'ordinamento di borsa, con la conseguente possibilità di una concorrenza dei rispettivi regimi sanzionatori.

Il suesposto parere del Consiglio di Stato ha formato oggetto, nel corso dell'anno di riferimento, di apposita Comunicazione da parte della Commissione (3) con la quale, altresì, è stata resa nota la decisione di adeguarsi ai criteri interpretativi formulati dall'Organo consultivo e, stante che sono venute meno le ragioni che avevano giustificato la sospensiva posta ai procedimenti sanzionatori di competenza della Consob, di provvedere per questi ultimi a dare corso agli ulteriori necessari adempimenti.

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 1989, tre accertamenti ispettivi.

In un caso la verifica ha avuto lo scopo di accertare l'idoneità tecnica e le modalità di svolgimento dell'attività di controllo contabile, con specifico riferimento alla revisione e certificazione dei bilanci dell'esercizio 1987 di una società con titoli negoziati al mercato ristretto e di sei società sollecitanti il pubblico risparmio.

La verifica in questione ha altresì avuto ad oggetto l'accertamento dell'esistenza di eventuali situazioni di incompatibilità rilevanti ai sensi e per gli effetti degli artt. 3 e 8 del d.P.R. n. 136 del 31 marzo 1975 e dell'eventuale espletamento di attività non rientranti nell'ambito dell'oggetto sociale, nonché la corrispondenza dei dati e delle notizie, forniti alla Commissio-

(3) Vedi Bollettino Consob n. 7, luglio 1989.

ne ai sensi dell'art. 10, secondo comma, lett. a), del citato d.P.R. n. 136, con la documentazione esistente presso la società.

In altro caso gli accertamenti ispettivi hanno avuto ad oggetto esclusivamente le modalità di svolgimento dell'attività di revisione e certificazione dei bilanci di talune specifiche società.

In altro caso ancora la verifica ha riguardato specificamente le modalità di svolgimento da parte della società di revisione dell'attività di revisione e certificazione del bilancio dell'esercizio 1987 di una società fiduciaria.

Come noto, è assai ampia l'estensione del potere di vigilanza della Consob sulle società di revisione. Può invero dirsi, alla luce in particolare delle disposizioni di cui all'art. 10, secondo comma, del d.P.R. n. 136, che il controllo della Consob attiene all'operato in generale delle società di revisione. In tale contesto, è ancora una volta da sottolineare l'importanza accordata in sede ispettiva, al fine di accertare idoneità tecnica e modalità di svolgimento dell'attività caratteristica, all'esame delle «carte di lavoro» delle società di revisione, nelle quali sono rappresentati, sia analiticamente che sinteticamente, i controlli svolti, le procedure poste in essere e le conclusioni raggiunte a sostegno del «giudizio» contenuto nella relazione di certificazione.

Va, infine, rilevato che, stante anche la complessità e la vastità delle problematiche risultanti dalle verifiche ispettive, sono tuttora in corso da parte degli Uffici della Commissione le conseguenti e connesse attività istruttorie.

Capitolo VII

RAPPORTI ALLA MAGISTRATURA - CONTENZIOSO

1. Inoltro di rapporti all'Autorità Giudiziaria

Nell'anno in esame sono stati trasmessi all'Autorità Giudiziaria penale 365 rapporti inerenti:

a) in 31 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/3, ultimo comma, della legge n. 216 del 1974 (inottemperanza a richieste o prescrizioni della Commissione) da parte di 27 società quotate, 3 società non quotate ed una società estera;

b) in 90 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/4 della legge n. 216 del 1974 (inosservanza dell'obbligo di invio di documentazione) da parte di 10 società quotate e di 80 società non quotate;

c) in 21 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 6 società quotate, 9 società non quotate, 4 società estere e 2 persone fisiche;

d) in 42 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/17, primo e/o quarto comma, della legge n. 216 del 1974 (falsa, omessa o ritardata comunicazione di partecipazioni o di variazione di partecipazioni) da parte di altrettanti amministratori o sindaci di società quotate;

e) in 169 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/17, sesto comma, della legge n. 216 del 1974 (falsa, omessa o ritardata comunicazione di compensi percepiti) da parte di altrettanti amministratori o sindaci di società quotate;

f) in 8 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 19 soggetti;

g) in un caso, 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 due soggetti;

h) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 2357 del codice civile (acquisto di azioni proprie in assenza di preventiva autorizzazione assembleare) da parte di una società quotata;

i) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 2359 bis del codice civile (acquisto di azioni della società controllante oltre i limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato) da parte di una società non quotata;

l) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 2621, n. 1, del codice civile (false comunicazioni sociali) da parte di una società autorizzata ai sensi dell'art. 1/18 ter della legge n. 216 del 1974;

m) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 2624 del codice civile (prestiti della società all'amministratore) da parte dell'amministratore di una società non quotata;

n) in 2 casi, 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 3 società non quotate;

o) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 342 del codice penale (oltraggio a un Corpo politico, amministrativo o giudiziario) da parte di una persona fisica;

p) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 640 del codice penale (truffa) da parte di un agente di una società autorizzata ex art. 1/18 ter della legge n. 216 del 1974.

2. Contenzioso

In data 13 novembre 1989, è stato notificato alla Commissione un ricorso presentato al T.A.R. del Lazio dalla Italinvest s.p.a. per l'annullamento, previa sospensione, della delibera Consob n. 4235 del 12 settembre 1989 con la quale è stata revocata a tale società la autorizzazione a sollecitare il pubblico risparmio al di fuori della propria sede legale o amministrativa principale. All'udienza del 13 dicembre 1989, la ricorrente ha rinunciato alla trattazione immediata dell'istanza incidentale di sospensione della delibera impugnata, che sarà pertanto trattata congiuntamente con il merito.

Nella Relazione per l'anno 1987 è stata data notizia della avvenuta presentazione al Consiglio di Stato di un ricorso in appello dell'Istituto Commissionario Italiano s.r.l. per l'annullamento della sentenza con la quale il T.A.R. del Piemonte aveva rigettato il ricorso proposto da tale società 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 e 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 Relazione per l'anno 1988 è stata data notizia della avvenuta presentazione al Consiglio di Stato di un ricorso in appello dei sigg.ri Marco Borgarello e Mario Varallo per l'annullamento di un'altra sentenza con la quale il medesimo T.A.R. del Piemonte aveva rigettato un ricorso da essi proposto avverso la citata delibera Consob n. 1904 del 18 dicembre 1985 per gli stessi motivi posti a base dell'analogo ricorso dell'Istituto Commissionario Italiano s.r.l..

Con decisione n. 280 del 13 gennaio - 25 marzo 1989, il Consiglio di Stato, riuniti gli appelli proposti dall'Istituto Commissionario Italiano s.r.l. e dai sigg.ri Borgarello e Varallo, li ha respinti.

Capitolo VIII

ATTIVITÀ INTERNAZIONALE

Nel corso del 1989 l'attività internazionale della Commissione è proseguita nelle direzioni già tracciate negli anni precedenti.

La Consob ha fornito il proprio apporto tecnico in fase di elaborazione delle direttive comunitarie in materia di valori mobiliari e di diritto societario, nonché nella procedura di recepimento delle direttive stesse nella normativa italiana.

Inoltre, ha partecipato ai lavori dell'Organizzazione internazionale delle Commissioni di valori mobiliari — OICV organizzando la Conferenza annuale di Venezia che ha avuto ampia eco internazionale per l'importanza degli argomenti trattati e la partecipazione di autorità di Governo, di membri del Parlamento italiano e dei responsabili degli organi di vigilanza dei mercati di valori di 40 paesi.

Nell'ambito della cooperazione internazionale, la Consob ha preso parte all'incontro del Gruppo di Wilton Park, che si riunisce annualmente sotto l'egida del Department of Trade and Industry inglese.

Infine la Consob ha contribuito attivamente ai lavori dei Comitati e dei gruppi di lavoro dell'OCSE, dedicati ad argomenti attinenti ai valori mobiliari.

1. La cooperazione nell'ambito della Comunità Economica Europea

1.1 Direttive e proposte di direttiva attinenti ai mercati di borsa e ai valori mobiliari

1.1.1 Direttiva del Consiglio n. 89/592/CEE del 13 novembre 1989 sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni riservate (*insider trading*)

Il contenuto della direttiva n. 89/592/CEE, adottata dal Consiglio il 13 novembre 1989, risulta conforme a quello della Posizione comune illustrata nella Relazione annuale per il 1988.

La 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 un'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 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 o 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, in 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, le quali debbono esser dotate di «... tutte le competenze e di tutti i poteri di indagine necessari...» per l'assolvimento dei loro compiti (art. 8 par. 2 della direttiva).

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.

La cooperazione tra autorità competenti assume grande rilievo per il raggiungimento degli scopi che la direttiva stessa si prefigge.

A tale riguardo si segnala che alcuni Stati membri hanno già adottato (o sono in procinto di farlo) soluzioni conformi, in tutto o in parte, a quanto stabilito dalla direttiva.

La legislazione francese (l. n. 89-531 del 2 agosto 1989) attribuisce alla Commission des opérations de bourse (COB) il potere di condurre indagini su richiesta delle autorità straniere aventi analoghe competenze a condizione di reciprocità, riserva, quest'ultima, che non trova applicazione se la richiesta proviene da autorità di paesi CEE.

Nel condurre le indagini in questione la COB utilizza i poteri ad essa riconosciuti dalla legge che consistono nella possibilità di effettuare perquisizioni e sequestri di documenti, previa autorizzazione dell'Autorità Giudiziaria, nonché di convocare e interrogare qualsiasi persona in grado di fornire le informazioni concernenti le questioni oggetto di indagine.

In Belgio un disegno di legge di iniziativa governativa, volto al recepimento della direttiva, prevede che la Commission bancaire et financière presti alle autorità competenti degli altri Stati membri la cooperazione necessaria al compimento della loro missione.

Al fine di prestare la cooperazione la Commission bancaire, non essendo dotata di autonomi poteri di indagine, può richiedere la collaborazione dell'Autorità Giudiziaria, che raccoglie e trasmette alla Commissione stessa tutte le informazioni, i documenti o atti utili.

Essa può, inoltre, richiedere agli organi di vigilanza, agli organismi professionali e agli intermediari, la comunicazione delle informazioni e i documenti necessari allo svolgimento dei suoi compiti.

Nel sistema inglese il recente Companies Act del 1989, entrato in vigore il 21 febbraio 1990, consente al Secretary of State di richiedere a qualsiasi soggetto di fornire informazioni, produrre documenti o collaborare altrimenti alle indagini (clausola 83), al fine di prestare l'assistenza richiesta da un'autorità competente straniera, anche extracomunitaria, per l'adempimento dei propri compiti.

Allo stato attuale della legislazione il Secretary of State può considerare, nel valutare l'opportunità di esercitare i poteri suddetti per prestare la cooperazione, i seguenti elementi:

- la sussistenza della condizione di reciprocità;
- se le indagini riguardino un fatto non considerato come reato nel Regno Unito;
- la gravità dell'oggetto dell'indagine, l'importanza dell'informazione richiesta nel Regno Unito, e l'eventuale possibilità di ottenere altrimenti l'assistenza necessaria;
- l'opportunità, sotto il profilo del pubblico interesse, di prestare l'assistenza richiesta.

La clausola 87 del citato Companies Act, prevede, peraltro, che il Secretary of State pos-

sa comunicare ad altri soggetti informazioni acquisite attraverso l'esercizio dei poteri come sopra indicati, in «esecuzione di obblighi comunitari».

1.1.2 Direttiva del Consiglio n. 89/298/CEE del 17 aprile 1989 per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari

Dei contenuti della direttiva in questione, approvata dal Consiglio CEE il 17 aprile 1989, si è già trattato nell'ambito della Relazione annuale per il 1988.

Si illustrano, pertanto, soltanto taluni problemi che la direttiva in questione pone in punto di recepimento nell'ordinamento interno.

Innanzitutto, dovrà essere risolto in via legislativa il problema causato dal disposto del primo comma dell'art. 18 della legge 216/1974 là dove prevede che «possono procedere all'acquisto o alla vendita mediante offerta al pubblico di valori mobiliari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, anche convertibili, e di altre attività finanziarie soltanto le società per azioni con sede in Italia, le società estere debitamente autorizzate, secondo le norme vigenti, o loro rappresentanti, gli enti pubblici, nonché le aziende speciali con bilancio in pareggio, delle regioni, delle province e dei comuni, singole o consorziate, anche aventi autonoma personalità giuridica, istituite per la gestione di servizi di pubblica utilità, con patrimonio assegnato e conferito di almeno due miliardi». La norma in questione pone un limite soggettivo che non trova riscontro nella direttiva comunitaria.

Altro problema è quello della regolamentazione della pubblicità dei valori mobiliari offerti al pubblico. L'art. 17 della direttiva prevede che quando debba essere pubblicato un prospetto di offerta pubblica «gli annunci, avvisi, manifesti o documenti annunciatori l'offerta pubblica, distribuiti o messi a disposizione del pubblico dalla persona che effettua l'offerta pubblica» debbono essere comunicati preventivamente agli organi di controllo anche al fine di un controllo preliminare precedente la loro pubblicazione. In ogni caso, «tali documenti devono menzionare che esiste un prospetto e indicare dov'è pubblicato».

Nel nostro ordinamento una norma di analogo tenore è contenuta nel Regolamento di ammissione a quotazione (art. 15 comma 2); analoga previsione non si riscontra invece nelle «disposizioni di carattere generale concernenti la redazione dei prospetti informativi ed i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica relative ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio effettuate ai sensi dell'art. 18 della legge 7 giugno 1974, n. 216» (delibera n. 4173 del 18 luglio 1989).

La direttiva prevede che «qualunque importante fatto nuovo o inesattezza del prospetto che possa influire sulla valutazione dei valori mobiliari», che sopravvenga o sia rilevato tra il momento in cui viene pubblicato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta pubblica, deve essere menzionato o corretto in un supplemento al prospetto da pubbli-

care o mettere a disposizione del pubblico nei modi e nelle forme previsti per il prospetto iniziale o con modalità stabilite dagli Stati membri o dall'organismo di controllo (art. 18).

Anche tale disposizione dovrà trovare attuazione nel nostro ordinamento in via generale.

La direttiva prevede, altresì, la consultazione tra le autorità competenti dei diversi Stati membri nel caso di un'offerta pubblica di valori mobiliari che diano accesso, immediatamente o a termine, al capitale sociale, effettuata in uno o più Stati membri diversi da quello in cui si trova la sede sociale dell'emittente delle azioni cui danno diritto detti valori mobiliari, quando detti titoli sono già ammessi a quotazione ufficiale in quest'ultimo Stato. In tale ipotesi le autorità competenti dello Stato membro dell'offerta possono deliberare solo previa consultazione di quelle dello Stato membro in cui l'emittente di detti titoli ha la sua sede sociale (art. 22).

Tale disposizione e le norme della direttiva che istituiscono forme di cooperazione tra autorità di controllo dei diversi Stati membri dovranno trovare adeguata attuazione nell'ordinamento interno.

1.1.3 Posizione comune del Consiglio CEE sulla proposta di direttiva che modifica la direttiva 80/390/CEE per quanto concerne il reciproco riconoscimento del prospetto di ammissione alla quotazione ufficiale di una borsa valori

Il 13 novembre 1989 il Consiglio CEE ha adottato una posizione comune in merito alla proposta di direttiva in oggetto.

Tale proposta modifica la direttiva 87/345/CEE, che ha, a sua volta, modificato la direttiva di base 80/390/CEE, per quanto attiene al reciproco riconoscimento del prospetto di ammissione alla quotazione ufficiale di una borsa valori.

La direttiva 87/345/CEE ha introdotto il principio del riconoscimento del prospetto di ammissione a quotazione, approvato e redatto in uno Stato membro conformemente alla direttiva 80/390/CEE, in tutti gli altri Stati membri ove sia presentata, simultaneamente o a data ravvicinata, domanda di ammissione a quotazione (art. 24 bis). Essa ha, altresì, stabilito (art. 24 ter) che un prospetto di offerta pubblica può essere riconosciuto come prospetto di ammissione negli Stati membri in cui l'ammissione è richiesta, a condizione che:

— sia stato redatto ed approvato in conformità della direttiva 80/390/CEE, dalle competenti autorità, nei tre mesi che precedono la richiesta di ammissione a quotazione nello stesso Stato membro;

— sussistano domande di ammissione a quotazione simultanee o a data ravvicinata in più borse di Stati membri diversi.

Le modifiche apportate dalla nuova proposta alla disciplina del riconoscimento reciproco dei prospetti si sono rese necessarie a seguito dell'adozione da parte del Consiglio della direttiva 89/298/CEE che ha armonizzato le disposizioni relative alle condizioni di redazione,

controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari.

La direttiva 89/298/CEE disciplina tre tipi di situazioni:

- offerta pubblica di valori mobiliari che al momento dell'offerta sono oggetto di domanda di ammissione a quotazione nello stesso Stato membro (art. 7);
- offerta pubblica e domanda di ammissione effettuate in Stati membri diversi (art. 8);
- offerta pubblica di valori mobiliari per i quali non sia richiesta l'ammissione a quotazione (art. 12).

Per consentire il riconoscimento di un prospetto di offerta pubblica, redatto ed approvato in conformità dei citati artt. 7, 8 e 12 della direttiva 89/298/CEE, non soltanto quale prospetto di offerta pubblica ma anche di ammissione a quotazione da parte di autorità di altro Stato membro si è reso necessario modificare l'art. 24 ter della direttiva 87/345/CEE prevedendo il riconoscimento senza limitarlo ai casi in cui si effettuino in uno Stato membro offerta pubblica e richiesta di ammissione a quotazione.

Rimane stabilito in tre mesi il periodo entro il quale può essere richiesto il reciproco riconoscimento.

Si precisa che la disciplina del riconoscimento del prospetto di offerta pubblica come prospetto di ammissione a quotazione stabilisce che nei soli casi di cui agli artt. 7 e 8 (offerta pubblica di valori mobiliari oggetto di domanda di ammissione a quotazione nello stesso stato membro; offerta pubblica e domanda di ammissione effettuate in Stati membri diversi) si applicano le modalità di controllo e di diffusione di cui alla direttiva 80/390/CEE, mentre dette modalità sono affidate alla competenza degli Stati membri per quanto riguarda l'ipotesi di cui all'art. 12 (offerta pubblica di valori mobiliari per i quali non sia richiesta l'ammissione a quotazione).

1.1.4 Proposta di direttiva sui servizi di investimento in valori mobiliari

La proposta di direttiva in oggetto è stata trasmessa dalla Commissione CEE al Consiglio il 9 gennaio 1989.

In data 19-20 ottobre 1989 sono iniziate le riunioni del gruppo di lavoro Problemi economici (stabilimento e servizi) costituito presso il Consiglio CEE.

In data 27 settembre 1989, il Comitato economico e sociale ha formulato un parere sulla proposta di direttiva. In data 25 ottobre 1989, il Parlamento europeo ha espresso il proprio parere, invitando la Commissione a predisporre un nuovo testo ai sensi dell'art. 149 par. 3 del Trattato CEE. La proposta di direttiva è stata quindi riformulata dalla Commissione sulla scorta dei suddetti pareri.

Lo scopo principale della proposta di direttiva consiste nel rimuovere gli ostacoli che limitano la libertà di stabilimento e di prestazione di servizi in ambito comunitario per i soggetti che operano sui mercati dei valori mobiliari. A tal fine, la proposta di direttiva prevede

che le imprese di investimento, all'uopo autorizzate dalle autorità del paese di origine, siano abilitate ad esercitare le proprie attività su tutto il territorio comunitario, senza poter essere assoggettate ad ulteriori procedimenti autorizzativi.

Come è noto la proposta di direttiva costituisce, per quanto riguarda la disciplina degli intermediari a matrice non bancaria, l'analogo di quanto previsto per gli enti creditizi dalla seconda direttiva banche (direttiva n. 89/646/CEE, relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio e recante modifica della direttiva 77/780/CEE), che introduce il riconoscimento reciproco, fra i paesi CEE, della autorizzazione all'esercizio di attività concessa nello Stato di origine. La seconda direttiva banche prevede che, sulla base di tale autorizzazione, gli enti creditizi possano prestare servizi direttamente o attraverso succursali o «filiazioni» (le cui azioni appartengano all'impresa madre per almeno il 90% del capitale) che siano stabilite nello Stato ospitante.

Fra le attività al cui svolgimento un istituto di credito può essere autorizzato ai sensi della seconda direttiva banche, oltre a quelle di natura tipicamente creditizia, figurano anche le operazioni ed i servizi nel settore dei valori mobiliari.

La proposta di direttiva sui servizi di investimento, pur facendo salvo per quanto attiene agli enti creditizi quanto disposto dalla seconda direttiva banche, estende alle imprese creditizie che svolgono attività in valori mobiliari l'applicabilità di alcune norme in essa contenute. In particolare, ai sensi dell'art. 9, par. 2, gli intermediari enti creditizi dovranno adeguarsi ai requisiti patrimoniali posti a copertura del rischio di mercato cui le imprese di investimento sono esposte in relazione ai servizi prestati. La misura di tali requisiti sarà determinata, per le imprese di investimento bancarie e non bancarie, con un'apposita direttiva. Inoltre, in forza dell'art. 11, anche le banche sono tenute al rispetto di una serie di regole, definite «prudenziali» dalla direttiva, che riguardano, tra l'altro, la correttezza delle procedure amministrative e contabili interne all'impresa, la gestione separata dei valori mobiliari che appartengono agli investitori, la partecipazione ad un fondo di garanzia, la tenuta di idonei registri delle operazioni eseguite. È, altresì, applicabile anche alle imprese di investimento a matrice bancaria l'art. 13 della proposta di direttiva, che disciplina l'accesso ai mercati regolamentati nello Stato ospitante.

Le caratteristiche principali della proposta di direttiva in oggetto possono essere schematizzate come segue.

Obbligo di autorizzazione

La proposta di direttiva dispone che qualsiasi soggetto che intenda esercitare una o più delle attività di investimento indicate nell'allegato, debba ottenere preventiva autorizzazione da parte delle autorità competenti dello Stato di origine.

Per quanto riguarda i requisiti di autorizzazione, la proposta di direttiva specifica che le autorità del paese di origine devono verificare che il capitale dell'impresa sia sufficiente allo svolgimento delle attività per cui si richiede l'autorizzazione, nonché valutare l'«affidabilità» delle persone che di fatto la dirigono e dei principali soci.

Attività di investimento

Come accennato, la proposta di direttiva indica in un apposito allegato le «attività» per cui è richiesta l'autorizzazione. Tali attività, il cui elenco è attualmente discusso dal gruppo di lavoro del Consiglio CEE, comprendono l'intermediazione finanziaria in qualità di «market making», la gestione di portafoglio, la sottoscrizione e relativa «distribuzione al pubblico» di titoli, la consulenza professionale in materia di investimenti nonché la custodia ed amministrazione di titoli. Ciascuna delle suddette attività soggiace alla regolamentazione della direttiva in quanto abbia ad oggetto valori mobiliari trasferibili, strumenti del mercato monetario, futures, options o strumenti relativi a tassi di cambio e di interesse.

Prestazione dei servizi

La regolamentazione proposta stabilisce che lo Stato ospitante debba consentire ad ogni impresa di investimento, debitamente autorizzata nel paese di origine, di svolgere liberamente all'interno del suo territorio le attività sopra indicate (nonché quelle ad esse accessorie), sia attraverso la costituzione di una succursale sia mediante prestazione di servizi senza stabilimento.

La disciplina comunitaria prevede inoltre che lo Stato ospitante debba garantire alle imprese d'investimento, autorizzate nel paese di origine a essere membri di borse valori, la facoltà di accedere alle borse valori ed agli altri mercati organizzati sul suo territorio alle medesime condizioni stabilite per le imprese nazionali.

L'adozione dei suddetti principi pone tuttavia il problema, emerso in sede di gruppo di lavoro, di conciliare gli obiettivi di liberalizzazione perseguiti dalla direttiva con la salvaguardia del funzionamento e dell'integrità dei singoli mercati nazionali.

Poteri di controllo

La proposta di direttiva adotta, in linea con quanto stabilito dalla seconda direttiva banche, il principio secondo il quale compete, in linea generale, allo Stato di origine esercitare la vigilanza sulle imprese d'investimento, riservando al paese ospitante poteri di controllo residuali.

Le autorità dello Stato di origine esercitano la vigilanza circa il mantenimento, da parte dell'impresa di investimento, dei requisiti minimi che costituiscono presupposto per l'autorizzazione, con particolare riguardo alla consistenza patrimoniale dell'impresa stessa. Compete invece al paese ospitante il controllo relativo al rispetto di una serie di norme a carattere prudenziale che riguardano, tra l'altro, l'organizzazione interna dell'impresa di investimento in relazione alla necessità di evitare conflitti di interesse, la partecipazione ad un fondo di garanzia, la tenuta di idonee scritture delle operazioni eseguite.

La prescrizione di vere e proprie regole di condotta ed il correlativo potere di controllo sull'osservanza delle medesime è, allo stato, attribuito alle autorità del paese ospitante che può imporre il rispetto di quelle norme di diritto interno che siano poste a tutela dell'interesse generale, anche se a medio termine è prevista una ulteriore armonizzazione.

1.1.5 Schema di proposta di direttiva in materia di requisiti di capitale per le imprese di investimento

Nel corso del 1989 la Commissione CEE ha convocato un gruppo di esperti per l'esame dello schema di proposta di direttiva in materia di requisiti patrimoniali per le imprese di investimento. L'obiettivo della disciplina comunitaria consiste nello stabilire criteri idonei per la determinazione dei requisiti patrimoniali per i soggetti che svolgono attività di investimento e/o intermediazione in valori mobiliari, siano essi imprese a matrice bancaria o non bancaria, allo scopo di predisporre idonee garanzie di stabilità a fronte dei rischi cui tali intermediari sono soggetti.

L'individuazione in ambito CEE di omogenei requisiti di capitale per gli intermediari costituisce un presupposto fondamentale per dare attuazione al principio del riconoscimento reciproco delle autorizzazioni, previsto dalla proposta di direttiva sui servizi di investimento.

I principali temi di discussione, emersi nel corso dei lavori della Commissione, possono essere individuati come segue.

Categorie di rischio

Il gruppo di lavoro ha proceduto ad identificare i tipi di rischio cui gli intermediari sono soggetti, classificandoli in due categorie principali costituite da rischio di posizione, e rischio di contropartita/liquidazione.

La Commissione CEE ha considerato, inoltre, l'eventualità di altre ipotesi di rischio cui l'intermediario può essere esposto (errori, diminuzione delle entrate, aumento delle spese), che potrebbero essere qualificate come rischio generico, aggiuntivo rispetto al rischio di posizione e di contropartita.

Nel corso delle discussioni in sede di gruppo di esperti, sono emersi orientamenti divergenti in relazione alla determinazione dei requisiti di capitale posti a fronte del rischio di posizione. Talune delegazioni, in accordo con la Commissione, sono favorevoli ad un trattamento differenziato fra imprese bancarie e non bancarie, altre invece sostengono la necessità di adottare una disciplina uniforme. Nell'ambito del gruppo è in corso l'esame di un'ipotesi che prevede l'applicabilità al solo settore di una banca che svolge attività di intermediazione mobiliare, autonomamente considerato, dei medesimi requisiti patrimoniali stabiliti per le pure imprese di investimento.

Requisiti di capitale minimo iniziale

Per quanto riguarda i requisiti di capitale minimo iniziale sono state prospettate due diverse posizioni. Una prima opinione ritiene necessario un capitale iniziale molto elevato, stabilito secondo il tipo di attività svolta dall'impresa, posto a copertura genericamente di ogni rischio possibile. Al contrario, altri hanno manifestato la preferenza per un importo relativamente basso, variabile poi in funzione dell'esposizione a rischio dell'impresa. La Commissione, dal canto suo, sembra orientata a proporre un importo che si situi a livello intermedio tra le due proposte.

Definizione di capitale

La definizione di capitale adottata dallo schema di proposta rinvia all'art. 2, parr. 1 e 2 della direttiva 89/299 sui fondi propri degli enti creditizi, e comprende capitale sociale versato, riserve e utili non distribuiti. È inoltre consentito alle autorità competenti comprendere nella definizione di capitale i prestiti subordinati (cioè prestiti il cui rimborso avviene, in caso di liquidazione dell'impresa di investimento, subordinatamente rispetto ai crediti di tutti gli altri creditori) concessi all'impresa di investimento. La Commissione sembra, inoltre, orientata ad escludere dalla nozione di capitale ai fini della direttiva le garanzie fideiussorie prestate a favore dell'intermediario.

Obblighi di informazione

Lo schema di proposta contiene disposizioni in relazione agli obblighi di informazione gravanti sulle imprese di investimento nei confronti delle autorità di vigilanza. Le imprese di investimento dovrebbero trasmettere alle autorità competenti una relazione attinente all'andamento delle operazioni effettuate, almeno trimestralmente. Le imprese d'investimento sono, altresì, obbligate a comunicare immediatamente alle autorità competenti ogni eventuale infrazione ai requisiti di capitale nella quale siano incorse.

1.2 Direttive e proposte di direttiva e di regolamento in materia di diritto delle società

1.2.1 XI direttiva del Consiglio CEE n. 89/666/CEE del 21 dicembre 1989 relativa alla pubblicità delle succursali create in uno Stato membro da taluni tipi di società soggette al diritto di un altro Stato membro

Il Consiglio CEE ha adottato, in data 21 dicembre 1989, la XI direttiva relativa alla pubblicità delle succursali create in uno Stato membro da taluni tipi di società soggette al diritto di un altro Stato membro (n. 89/666/CEE).

La direttiva è volta a coordinare gli obblighi di pubblicità delle succursali al fine di evitare che le diversità esistenti tra le legislazioni degli Stati membri possano ostacolare l'effettivo esercizio del diritto di stabilimento.

In particolare, essa prevede per le succursali, costituite in uno Stato membro da società soggette alla legislazione di altro Stato membro e cui si applica la direttiva 68/151/CEE (prima direttiva societaria relativa al coordinamento delle garanzie richieste negli Stati membri alle società per la protezione degli interessi dei soci e dei terzi), la pubblicazione di atti ed «indicazioni» a norma della legislazione dello Stato membro in cui la succursale è situata.

Con riferimento alla pubblicità dei bilanci, la direttiva consente alle succursali la pubblicazione dei bilanci delle società, in luogo di quelli propri, sempre che questi siano stati redatti, controllati e pubblicati in conformità delle direttive n. 78/660/CEE (IV direttiva relativa ai conti annuali), n. 83/349/CEE (VII direttiva relativa ai conti consolidati) e n. 84/253/CEE (VIII direttiva relativa ai requisiti delle persone incaricate del controllo dei documenti contabili).

1.2.2 XII direttiva del Consiglio CEE n. n. 89/667/CEE relativa alle società a responsabilità limitata con un unico socio

Il Consiglio in data 21 dicembre scorso ha anche adottato la XII direttiva relativa alle società a responsabilità limitata con un unico socio (n. 89/667/CEE).

Scopo della direttiva è quello di estendere il principio di limitazione del rischio nell'esercizio dell'attività di impresa, operante attraverso l'utilizzazione delle strutture societarie anche in ipotesi nelle quali l'attività imprenditoriale sia svolta da un unico soggetto, introducendo la figura della cosiddetta società unipersonale che può rivestire la forma della s.r.l. o, eccezionalmente, qualora gli Stati membri lo permettano, della S.p.A..

Ai sensi della direttiva la società può avere un socio unico sia al momento della costituzione sia quando tutte le quote siano cumulate in una sola mano. È, inoltre, consentito agli Stati membri, fino a che non intervenga il coordinamento delle disposizioni nazionali in materia di gruppi di società, prevedere disposizioni speciali o sanzioni:

- a) quando una persona fisica sia il socio unico di più società, ovvero

b) quando il socio unico di una società sia una società unipersonale o qualsiasi altra persona giuridica.

La direttiva stabilisce, infine, che agli Stati membri è consentito di non introdurre nel proprio diritto interno la società unipersonale quando la loro legislazione preveda, a favore degli imprenditori unici, la possibilità di costituire imprese a responsabilità limitata ad un patrimonio destinato ad una determinata attività, a condizione che per questo tipo di impresa sussistano garanzie equivalenti a quelle previste dalla direttiva per le società unipersonali, nonché dalle altre disposizioni comunitarie applicabili alle società in questione.

1.2.3 Proposta di XIII direttiva del Consiglio CEE sulle offerte pubbliche di acquisto o scambio

La Commissione CEE ha presentato ufficialmente al Consiglio CEE in data 19 gennaio 1989 il testo di una proposta di «XIII direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto o scambio».

Dei contenuti di tale proposta si è trattato nella Relazione Consob per il 1988.

Nel luglio 1989 è iniziato l'esame della proposta di direttiva da parte del Gruppo problemi economici (stabilimento e servizi) del Consiglio CEE.

In data 27 settembre 1989 il Comitato economico e sociale della Comunità ha formulato il proprio parere su tale proposta di direttiva ed il 17 gennaio 1990 il Parlamento europeo ha adottato una risoluzione sulla proposta di direttiva in questione, manifestando i propri orientamenti sulla materia delle OPA ed invitando la Commissione «a modificare di conseguenza la sua proposta, a norma dell'articolo 149, paragrafo 3, del Trattato CEE».

In relazione a quanto emerso in tali sedi la Commissione CEE sta pertanto predisponendo un testo di proposta modificata di XIII direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto e scambio.

I punti di maggiore diversità rispetto alla proposta originaria riguardano essenzialmente:

- l'ambito di applicabilità;
- l'obbligatorietà dell'OPA sulla totalità dei titoli;
- le misure di difesa;
- i poteri dell'autorità di controllo;
- l'informazione ai rappresentanti dei lavoratori.

Ambito di applicabilità

Le delegazioni degli Stati membri si sono pronunciate nel senso di limitare l'ambito di applicabilità della direttiva alle sole offerte che abbiano ad oggetto titoli quotati su un mercato regolamentato e nello stesso senso si è espresso il Parlamento europeo.

Obbligatorietà dell'OPA sulla totalità dei titoli

Per quanto riguarda l'OPA obbligatoria sulla totalità del capitale sono emerse perplessità sull'opportunità di prevedere l'OPA sulla totalità dei titoli della società destinataria formulate dalla maggioranza delle delegazioni degli Stati membri nell'ambito del Gruppo problemi economici, all'interno del quale è stato proposto di limitare l'obbligo di OPA al raggiungimento del 50% dei titoli della società oggetto di OPA.

Inoltre la delegazione belga ha formulato la proposta, accettata dalla Presidenza francese del Gruppo di lavoro e da altre delegazioni, di inserire nella direttiva una norma con la quale si stabilisca che gli Stati membri possano prevedere, in alternativa all'obbligo di lanciare l'OPA al raggiungimento della soglia del 33,1/3%, l'obbligo in capo a chiunque abbia conseguito, con modalità diverse da quelle previste nella direttiva per l'OPA, una partecipazione in una società tale da conferirgli il potere di controllo esclusivo o congiunto su tale società, pagando un prezzo superiore a quello di mercato, di offrire a tutti i titolari di azioni della società in questione la possibilità di cedere tutti i titoli da essi posseduti al prezzo pagato per ottenere il controllo.

La Commissione CEE sta attualmente studiando la possibilità di combinare il sistema dell'OPA obbligatoria al raggiungimento di una certa soglia del capitale sociale con il sistema da ultimo illustrato di obbligare chiunque acquisisca il controllo di una società, pagando un prezzo superiore a quello di mercato, ad acquistare al medesimo prezzo anche i titoli che gli azionisti di minoranza intendono eventualmente alienare.

Per quanto riguarda il potere dell'autorità di vigilanza di concedere deroghe all'obbligo di lanciare l'OPA, le delegazioni degli Stati sembrano orientate nel senso di prevedere che i casi nei quali possono essere concesse deroghe all'obbligo di OPA debbano essere indicati dallo Stato e che l'autorità di controllo debba limitarsi a valutare la ricorrenza della fattispecie astratta nel caso concreto.

Misure di difesa

A questo proposito il problema principale sollevato nell'ambito del Gruppo problemi economici è stato quello delle autorizzazioni ad aumentare il capitale, concesse dall'Assemblea degli amministratori, in periodi antecedenti il lancio dell'offerta pubblica.

Sul punto il Parlamento europeo si è pronunciato nel senso di prevedere una facoltà in capo agli Stati membri di permettere all'organo di amministrazione di dare corso ad operazioni di aumento del capitale sociale a condizione che vi sia l'autorizzazione motivata dell'autorità competente e «l'Assemblea generale degli azionisti abbia fornito prima del periodo stabilito per l'accettazione dell'offerta l'autorizzazione limitata ad un anno a procedere ad una tale emissione nel caso di offerta».

Poteri dell'autorità di controllo

Il Parlamento europeo ha precisato che le autorità di vigilanza debbono disporre di tutti i poteri necessari per l'esercizio delle loro funzioni, che comprendono «la responsabilità di garantire che le parti dell'offerta rispettino gli obblighi imposti dalla direttiva» ed ha aggiunto che «tra i poteri necessari figura il potere di decretare la scissione delle società offerenti e destinatarie, nonostante l'accettazione dell'offerta da parte della società destinataria».

Nell'ambito del Gruppo problemi economici si sta invece discutendo, in relazione ai poteri dell'autorità di controllo (di concedere deroghe all'obbligo di OPA, di autorizzare l'organo amministrativo al compimento di determinate operazioni in pendenza di OPA, di autorizzare l'offerente ad apporre condizioni all'offerta), se sia maggiormente opportuno elencare specificamente le ipotesi nelle quali la deroga o l'autorizzazione possono essere concesse o se sia maggiormente opportuno affidare all'autorità di controllo ampi poteri discrezionali in via generale.

Informazione ai rappresentanti dei lavoratori

Sia il Comitato economico e sociale che il Parlamento europeo si sono espressi nel senso di prevedere un obbligo di garantire ai rappresentanti dei lavoratori della società destinataria dell'offerta le medesime informazioni destinate agli azionisti.

1.2.4 Proposta modificata di V direttiva del Consiglio CEE concernente la struttura della società per azioni nonché i poteri e gli obblighi dei suoi organi

Nell'ambito del Gruppo di lavoro problemi economici (stabilimento e servizi) del Consiglio CEE proseguono i lavori sulla proposta modificata di V direttiva, concernente la struttura della società per azioni nonché i poteri e gli obblighi dei suoi organi.

Il Segretario del Consiglio ha predisposto un testo consolidato rispetto a quelli fin qui esaminati dal Gruppo di lavoro che costituirà oggetto di una terza lettura da parte del Gruppo stesso. L'esame verterà soltanto sulle disposizioni diverse da quelle relative alla partecipazione dei lavoratori, in quanto tale problema, cui si può ascrivere in parte la causa del ritardo nell'adozione della proposta, dovrà essere risolto con una decisione adottata a livello politico.

La proposta è destinata ad armonizzare il diritto dei diversi Stati membri relativamente alla struttura della società per azioni nonché ai poteri e agli obblighi dei suoi organi sociali.

In sintesi, per quanto riguarda la struttura della società per azioni, la proposta contempla due possibili forme di organizzazione: il sistema dualistico e il sistema monistico.

Il sistema dualistico prevede la compresenza di organo di direzione e organo di vigilanza secondo il modello fornito dal diritto tedesco, il sistema monistico, invece, prevede la presenza del solo organo di amministrazione.

Agli Stati membri è lasciata la facoltà di prevedere nei loro ordinamenti interni uno solo oppure entrambi i sistemi di organizzazione e, in questa seconda ipotesi, essi possono autorizzare le società ad optare per uno dei due sistemi.

In ogni caso, sia che la società venga organizzata secondo un sistema dualistico sia che venga utilizzato un sistema monistico, la proposta di direttiva prevede la partecipazione dei lavoratori e ne disciplina le forme: nel primo caso essa può attuarsi o attraverso la partecipazione alla nomina dei membri dell'organo di vigilanza o tramite un organo di rappresentanza dei lavoratori della società o mediante sistemi previsti dai contratti collettivi; nel secondo caso, invece, attraverso la partecipazione alla nomina dei membri dell'organo di amministrazione o tramite un organo che li rappresenta o mediante sistemi previsti dai contratti collettivi.

Altri aspetti rilevanti della disciplina dettata dalla proposta di direttiva riguardano:

— il diritto di informativa degli azionisti in assemblea, in merito al quale è stabilito che ogni azionista che ne faccia richiesta, in sede di assemblea generale, ha diritto di ottenere informazioni sull'andamento della società in relazione con gli argomenti iscritti all'ordine del giorno o con quelli sui quali l'assemblea generale può prendere una decisione;

— la nullità delle convenzioni in virtù delle quali un azionista si impegna a votare seguendo le istruzioni della società o di uno dei suoi organi, o a votare approvando sempre le proposte fatte da questi o, in contropartita di vantaggi speciali, ad esercitare il diritto di voto in un senso determinato o ad astenersi;

— il controllo legale dei documenti contabili ed in particolare la previsione di ipotesi di incompatibilità tra controllante e controllato tali da incidere sull'indipendenza del revisore;

— l'obbligo per gli Stati membri di disciplinare la responsabilità civile delle persone incaricate della revisione legale dei conti, a garanzia del risarcimento dei danni subiti dalla società, da un azionista o da un terzo per atti colposi commessi dalle suddette persone nell'adempimento dei loro compiti.

1.2.5 Proposta di regolamento relativo allo Statuto della Società europea e proposta di direttiva complementare concernente la partecipazione dei lavoratori alla Società europea

Il coordinamento del diritto delle società degli Stati membri, attuato mediante direttive, pur costituendo un obiettivo da perseguire, non consente di uniformare interamente le normative nazionali nell'ambito delle quali le imprese esercitano la loro attività. Le direttive, infatti, hanno normalmente portata minimale e consentono agli Stati membri la scelta tra più opzioni, a differenza dei regolamenti che sono vincolanti in tutte le loro parti.

Per tale motivo la Commissione ha fatto ricorso, per l'introduzione della Società europea (S.E.), ad una proposta di regolamento trasmesso al Consiglio il 25 agosto 1989 unitamente ad una proposta di direttiva complementare per la disciplina della partecipazione dei lavoratori alla Società europea.

Nella prospettiva di una riorganizzazione delle attività delle imprese in dimensioni adeguate a quelle della Comunità, l'istituzione della Società europea svincola le società dagli obblighi derivanti dall'esistenza di dodici ordinamenti diversi, fornendo loro uno strumento di tipo facoltativo, fondato sul diritto comunitario, indipendente dai diritti nazionali, non ancora armonizzati.

La proposta di regolamento contiene disposizioni in merito alle modalità di costituzione della Società europea: una S.E. può essere istituita mediante fusione, creazione di una holding o costituzione di una filiale comune. Nel caso di costituzione mediante fusione le modalità attraverso le quali essa può venire attuata si ricollegano alle disposizioni dettate dalla III direttiva societaria 78/855/CEE (concernente la fusione delle società per azioni), integrate da quelle della proposta di X direttiva societaria relativa alle fusioni transfrontaliere.

La proposta di regolamento, inoltre, contiene disposizioni relative al capitale, alle azioni e obbligazioni — aumento e riduzione del capitale, emissione di azioni e obbligazioni — della Società europea, disposizioni che riproducono essenzialmente quelle della II direttiva societaria 77/91/CEE relativa alla salvaguardia e alle modificazioni del capitale sociale.

Tenuto conto dello stadio avanzato dei lavori della proposta di V direttiva societaria, anche per quanto riguarda la struttura della Società europea si prevede la possibilità di scelta tra sistema monistico e dualistico.

La redazione, la pubblicità ed il controllo dei conti annuali e consolidati verranno effettuati secondo le disposizioni delle direttive contabili, ossia la IV direttiva (concernente i conti annuali di taluni tipi di società, n. 78/660/CEE), la VII (sui conti consolidati, n. 83/349/CEE) e l'VIII (relativa all'abilitazione delle persone incaricate del controllo di legge dei documenti contabili, n. 84/253/CEE).

Lo scioglimento e la liquidazione non hanno ancora costituito oggetto di armonizzazione e pertanto la proposta si limita a disciplinarne soltanto gli aspetti essenziali, per assicurare la tutela degli azionisti.

La proposta di direttiva sulla partecipazione dei lavoratori nella S.E. rappresenta un complemento indispensabile della proposta di regolamento.

Come la proposta di V direttiva, essa prevede tre possibili modelli di partecipazione dei lavoratori:

— la partecipazione alla costituzione dell'organo di vigilanza o dell'organo di amministrazione;

- la partecipazione tramite un organo rappresentativo del personale, distinto dagli organi sociali;
- la partecipazione prevista in base ad un accordo tra le parti.

1.3 Regolamento del Consiglio n. 4064/89 del 21 dicembre 1989 relativo al controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese

Il 21 dicembre 1989 è stato adottato dal Consiglio delle Comunità europee il Regolamento sul controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese che entrerà in vigore il 21 settembre 1990.

Il Regolamento si applica alle operazioni di concentrazione che abbiano una dimensione comunitaria, intendendo come tali quelle operazioni che coinvolgono imprese il cui fatturato totale realizzato a livello mondiale da tutte le imprese interessate superi i 5 miliardi di ECU, oppure quando il fatturato totale realizzato individualmente nella Comunità da almeno due delle imprese partecipanti all'operazione di concentrazione sia superiore a 250 milioni di ECU.

Ai sensi del Regolamento si ha un'operazione di concentrazione nel caso di fusione di imprese precedentemente indipendenti o di assunzione diretta o indiretta del controllo dell'insieme o di parti di una o più imprese, attuata sia tramite acquisto di partecipazioni nel capitale o di elementi del patrimonio, sia tramite contratto o qualsiasi altro mezzo.

Al fine di garantire una sorveglianza efficace il Regolamento stabilisce l'obbligo per le imprese di notificare preventivamente alla Commissione le operazioni di concentrazione di dimensione comunitaria nonché di sospenderne la realizzazione fintanto che la Commissione non si sia pronunciata. Alla Commissione spetta il compito di stabilire se le operazioni di concentrazione di dimensione comunitaria siano compatibili o meno con il funzionamento del mercato comune attesa la necessità di preservare e sviluppare una concorrenza effettiva nel mercato comune. La Commissione, inoltre, per l'assolvimento dei compiti a lei affidati dal Regolamento, può raccogliere tutte le informazioni necessarie presso i governi, le autorità competenti e le imprese, procedere a tutti gli accertamenti necessari presso queste ultime, nonché infliggere ammende.

Il Regolamento, infine, attribuisce alla Commissione la competenza esclusiva ad adottare le decisioni previste dal Regolamento stesso, facendo divieto agli Stati membri di applicare la loro normativa nazionale sulla concorrenza alle operazioni di dimensione comunitaria. Questi ultimi, tuttavia, possono adottare opportuni provvedimenti per tutelare interessi pubblici diversi da quelli presi in considerazione dal Regolamento, «purché compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario».

2. OICV

2.1 XIV Conferenza annuale — Venezia

La XIV Conferenza annuale dell'OICV si è tenuta a Venezia dal 18 al 21 settembre 1989 ed è stata organizzata dalla Consob in collaborazione con il Segretariato dell'OICV.

La funzione della Conferenza annuale dell'OICV è quella di consentire agli organismi membri di dibattere ed analizzare i problemi connessi alla internazionalizzazione dei mercati finanziari, nell'ambito della cooperazione tra organismi di controllo, consacrata nel Preambolo dello statuto dell'Organizzazione e volta all'esercizio di una sempre più efficace sorveglianza sui mercati di valori, ad una loro migliore regolamentazione e sviluppo.

Il fenomeno della «internazionalizzazione dei mercati» di valori mobiliari si sostanzia, essenzialmente, nelle possibilità di:

- 1) accesso ai diversi mercati da parte di investitori non residenti;
- 2) libera circolazione degli intermediari che operano in diversi mercati, direttamente o tramite «subsidiaries»;
- 3) offerta dei medesimi prodotti finanziari o collocamento simultaneo di emissioni in diversi mercati.

La presenza di regolamentazioni diverse dei singoli mercati nazionali costituisce un ostacolo alla realizzazione di un unico mercato globale. L'effettivo esercizio delle possibilità sopra delineate comporta, innanzitutto, la necessità di eliminare gli impedimenti di carattere giuridico che ancora si frappongono alla libera circolazione degli intermediari e al libero accesso degli investitori ai singoli mercati.

La presenza di regolamentazioni diverse, inoltre, provoca costi elevati e disparità di trattamento sia per gli operatori sia per gli investitori.

L'argomento principale di discussione tra i rappresentanti degli organismi membri dell'OICV è stato costituito dall'esame delle misure da adottare, al fine di ovviare alle problematiche che la crescente internazionalizzazione dei mercati di valori mobiliari comporta in punto di regolamentazione, al fine di ottenere mercati efficienti ma anche «sicuri».

In particolare, il programma della Conferenza annuale di quest'anno prevedeva tre distinti gruppi di lavoro:

- Gruppo di lavoro n. 1, dedicato alla discussione dei problemi e delle implicazioni che la crescente automatizzazione dei mercati comporta per l'attività di regolamentazione;
- Gruppo di lavoro n. 2, dedicato all'esame delle problematiche connesse con la predisposizione di «regole di condotta» degli intermediari in epoca di «deregulation»;
- Gruppo di lavoro n. 3, nell'ambito del quale si è discusso dell'armonizzazione delle strutture e delle regolamentazioni dei mercati di valori mobiliari.

In relazione ai lavori svoltisi nell'ambito dei singoli gruppi di studio sono state raggiunte una serie di conclusioni e sono state adottate formali «risoluzioni».

In sintesi, con riferimento al primo gruppo di lavoro si è stabilito che per quanto riguarda la disciplina dei mercati automatizzati, la regolamentazione predisposta da organismi di emanazione governativa debba assicurare il rispetto di tre principi fondamentali:

- elevare l'efficienza dei mercati;
- assicurare la protezione degli investitori;
- promuovere la stabilità finanziaria degli intermediari.

Ancora, si è stabilito che non rientra invece tra i compiti della regolamentazione «individuare, elaborare e porre in essere i sistemi di contrattazione ottimali».

Per il secondo gruppo di lavoro si è avvertita l'esigenza:

- di elaborare una serie di principi applicabili alle norme di condotta tali da suscitare ampio consenso;
- di identificare gli aspetti specifici delle norme di condotta per i quali sarebbe importante che venissero realizzati rapidi progressi;
- di armonizzare la struttura dei mercati di valori, delle loro regolamentazioni e delle condizioni di stabilità.

Nell'ambito del terzo gruppo di lavoro è stato sottolineato che un sano sviluppo delle transazioni internazionali in valori mobiliari e prodotti derivati costituisce un fattore importante nell'allocazione delle risorse finanziarie. È stato, altresì, auspicato che il Comitato tecnico prosegua i lavori di analisi già intrapresi in settori che comprendono i mercati secondari (struttura e procedura), i requisiti di capitale degli intermediari, i sistemi di «disclosure», le vendite transnazionali di azioni di imprese d'investimento, la cooperazione in materia di «enforcement».

Durante la Conferenza sono stati, inoltre, presentati i risultati raggiunti dai vari gruppi di studio, costituiti in seno al Comitato tecnico dell'OICV.

In proposito è stato presentato il rapporto definitivo del Gruppo di lavoro n. 1, dedicato alle offerte multinazionali, istituito nel 1987 ed il cui mandato consisteva nel redigere uno studio sulle offerte multinazionali (inclusi gli eurovalori), volto a favorire il processo di raccolta di capitali da parte di emittenti di «standing» internazionale, nel modo più efficiente ed economico, mirando, nel contempo, a mantenere una regolamentazione adeguata alla protezione degli investitori.

Anche il Gruppo di lavoro n. 3, sui requisiti di capitale per le imprese d'investimento multinazionale, è pervenuto ad una serie di conclusioni, contenute nella relazione illustrata dal Sig. Knight.

Non si sono, invece, ancora concretati in elaborati conclusivi i lavori dei gruppi di studio costituiti in materia di «clearing» e «settlement», di accordi di cooperazione riguardanti

la repressione di illeciti sui mercati mobiliari, di transazioni effettuate fuori borsa, di mercati di «futures» e «options».

2.2 Comitato tecnico — Gruppi di lavoro

Il Comitato tecnico dell'Organizzazione internazionale delle Commissioni di valori (OICV), creato nel maggio del 1987 dal Comitato esecutivo, è composto dai rappresentanti degli organi di controllo dei dodici Paesi (Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Hong Kong, Inghilterra, Italia, Olanda, Stati Uniti, Svezia e Svizzera) che presentano i mercati più attivi sul piano internazionale.

Esso è stato istituito allo scopo di fornire soluzioni pratiche ai maggiori problemi inerenti ai mercati internazionali di valori mobiliari e, in particolare, per facilitare l'effettuazione di transazioni transfrontaliere mediante l'individuazione di comuni principi contabili e di revisione e di comuni documenti di «disclosure», armonizzare la regolamentazione degli intermediari che operano a livello internazionale, favorire lo scambio di informazioni tra organismi di controllo nazionali.

A questo scopo il Comitato tecnico aveva individuato, al 31 dicembre 1989, sette aree d'interesse prioritario per ciascuna delle quali ha costituito un gruppo di lavoro:

— il primo gruppo che, in occasione della Conferenza annuale di Venezia ha pubblicato il citato rapporto sui problemi legati alle offerte di valori su base multinazionale (ivi comprese le offerte di euro-valori) e alle quotazioni multiple, ha ottenuto l'estensione del mandato al fine di provvedere all'elaborazione di un unico documento di «disclosure» che faciliti l'effettuazione di emissioni internazionali;

— il secondo, d'intesa con l'International Accounting Standards Committee (I.A.S.C.) e l'International Auditing Practices Committee (I.A.P.C.), ha il compito di individuare i principi contabili e di revisione comuni che le autorità di controllo potrebbero accettare nel caso di emissioni multinazionali;

— il terzo gruppo, il cui rapporto è stato reso pubblico alla Conferenza annuale di Venezia, è incaricato di esaminare i problemi di definizione e di mantenimento dei requisiti di capitale delle imprese d'investimento internazionale e lo scambio di dati finanziari;

— il quarto gruppo ha il compito di individuare le soluzioni ai problemi che sorgono in ordine al regolamento e alla compensazione della transazioni transfrontaliere;

— il quinto gruppo esamina gli ostacoli esistenti allo scambio di informazioni tra organi di controllo ed i problemi sorti nella negoziazione e attuazione degli accordi di cooperazione tra organismi di controllo;

— il sesto gruppo è incaricato di analizzare i problemi derivanti dalle transazioni internazionali effettuate fuori borsa;

— il settimo gruppo ha il compito di predisporre proposte al fine di assicurare il coordinamento degli organi di controllo dei mercati di futures e options, ivi compresa la fissazione di criteri per il riconoscimento, da parte degli organi di controllo, dei mercati e degli intermediari di futures.

3. OCSE

3.1 Partecipazione all'attività dell'OCSE

Anche nel corso del 1989 la Consob ha preso parte ai lavori di alcuni Comitati costituiti in seno all'OCSE, la cui attività è dedicata, tra l'altro, allo studio dei problemi connessi con l'organizzazione, il funzionamento e la sorveglianza dei mercati di valori mobiliari.

In particolare la Consob ha partecipato alle riunioni del Comitato mercati finanziari (C.M.F.), del Comitato per l'investimento e le imprese multinazionali (C.I.M.E.) e del gruppo misto Comitato sui movimenti di capitale e transazioni invisibili — Comitato mercati finanziari (C.M.IT.-C.M.F.).

3.1.1 Comitato mercati finanziari

Il Comitato mercati finanziari ha proseguito, nel corso del 1989, l'analisi degli sviluppi e delle prospettive dei mercati finanziari nazionali ed internazionali, allo scopo di valutare, mediante il regolare scambio di vedute e di informazioni tra i membri del Comitato, le politiche adottate dagli Stati membri nell'ambito dei mercati di valori in vista di una eventuale armonizzazione.

L'interesse del Comitato si è incentrato sull'esame della disciplina e dei sistemi di sorveglianza degli intermediari che operano sui mercati di valori mobiliari al fine di assicurarne la stabilità.

In particolare, il Comitato ha esaminato il fenomeno della crescente automatizzazione dei mercati e le conseguenze che esso comporta per le attività degli organismi di regolamentazione, nonché i problemi connessi con le transazioni transfrontaliere.

Inoltre, è proseguito nell'ambito del gruppo «ad hoc» ai cui lavori partecipa la Consob, avviato a seguito della crisi di borsa del 1987, lo studio sul «rischio sistemico» globale derivante ai mercati finanziari in ragione dei cambiamenti strutturali di detti mercati.

Il mandato affidato a tale gruppo consiste nell'individuare le caratteristiche di struttura e di regolamentazione dei mercati di valori che possano comportare rischi di una crisi finanziaria internazionale e nell'esame di possibili riforme in grado di attenuare la vulnerabilità del sistema.

Le prime indicazioni che emergono dai lavori mostrano l'esigenza di migliorare i meccanismi di liquidazione e di sviluppare un sistema di vigilanza coordinata su base internazionale per gli intermediari che operano sui mercati internazionali di valori mobiliari.

3.1.2 Comitato per l'investimento e le imprese multinazionali

Nell'ambito delle attività del C.I.M.E., la Consob ha partecipato alle riunioni del gruppo di lavoro — istituito in seno al Comitato stesso — avente ad oggetto i principi contabili ed in particolare le proposte dell'International Accounting Standards Committee (I.A.S.C.), i cui lavori sono finalizzati all'armonizzazione di detti principi e alla comparabilità dei documenti contabili.

Le proposte presentate dallo I.A.S.C. e prese in esame dal Gruppo, sono volte a ridurre le opzioni previste dagli International Accounting Standards nella redazione dei documenti contabili.

Il gruppo di lavoro ha esaminato, inoltre, le conclusioni emergenti dalla Conferenza sulla «trasparenza» e sull'armonizzazione delle norme contabili relative ai nuovi strumenti finanziari quali «futures» e «options», tenutasi nei mesi di maggio-giugno 1988.

3.1.3 Gruppo misto C.M.I.T.-C.M.F.

La Consob, infine, ha partecipato attivamente ai lavori del gruppo misto C.M.I.T.-C.M.F., relativi all'aggiornamento dei codici OCSE di liberalizzazione dei movimenti di capitale e delle operazioni invisibili correnti.

Le modifiche ai codici citati si propongono di liberalizzare ulteriormente le operazioni relative ai movimenti di capitale e la prestazione di servizi, sia che questi vengano forniti direttamente senza stabilimento nel paese cui i suddetti servizi sono diretti, sia nel caso che gli intermediari operino attraverso succursali o affiliate.

Gli obblighi di liberalizzazione, introdotti con le modifiche ai codici, non rivestono, tuttavia, carattere assoluto. Infatti essi sono soggetti ad una serie di specificazioni («remarks») che ne limitano la portata:

— l'ammissione in mercati regolamentati dei paesi membri di valori mobiliari esteri è soggetta alle norme che regolamentano i mercati in questione; gli Stati membri, tuttavia, non possono introdurre o mantenere in vigore una disciplina discriminatoria nei confronti di emittenti di valori mobiliari esteri;

— in relazione all'offerta di valori mobiliari da parte di non residenti, è fatta salva la facoltà per gli Stati membri di predisporre misure di tutela degli investitori, con particolare riguardo agli aspetti attinenti alla sollecitazione;

— agli Stati membri è consentito assumere i provvedimenti necessari a vigilare sull'affidabilità e sulla stabilità degli intermediari che prestano servizi sul loro territorio e ad assicurare l'ordine e la regolarità del mercato, nonché adottare misure per la tutela degli investitori.

Gli obblighi di liberalizzazione rivestono efficacia vincolante nei confronti degli Stati membri, salvo che siano state da questi apposte riserve in relazione a specifiche disposizioni. Tali riserve, che sono soggette periodicamente ad un esame da parte del Consiglio, sono temporanee e devono essere motivate.

4. Accordi di cooperazione

4.1 Gruppo di Wilton Park

Il Gruppo, del quale fanno parte i medesimi membri del Comitato tecnico dello IOSCO, ed il cui fine principale consiste nel promuovere lo scambio di informazioni tra organismi di controllo, ha tenuto anche nel 1989 la sua riunione annuale.

In questa occasione il Gruppo ha esaminato la necessità di incrementare la cooperazione fra le autorità di vigilanza dei diversi paesi, con riferimento alla repressione delle attività di «insider trading» e manipolazione dei mercati, conseguente al crescente fenomeno di internazionalizzazione dei mercati. In questo ambito è stato considerato il contenuto degli accordi multilaterali in materia, in particolare della direttiva CEE e della Convenzione del Consiglio d'Europa sull'«insider trading».

4.2 Comitato congiunto Consob-SEC del 20 settembre 1989

In data 20 settembre 1989, nel corso della Conferenza annuale IOSCO a Venezia, il Presidente della Consob ed il Presidente della Securities and Exchange Commission, l'organo di controllo dei mercati mobiliari degli Stati Uniti d'America, hanno sottoscritto un comunicato congiunto in materia di scambio di informazioni.

Nel comunicato la Consob e la SEC, riconoscendo la crescente interazione tra i mercati mobiliari dei due Paesi, affermano la necessità di prevedere forme adeguate di assistenza reciproca e manifestano la volontà di prestarsi la più ampia collaborazione nei limiti consentiti dalle rispettive leggi nazionali.

Tale collaborazione è rivolta ad accrescere la possibilità, per ciascuna parte, di acquisire informazioni reperibili nella giurisdizione dell'altra, al fine di agevolare l'esercizio, da parte dei due organi di controllo, delle rispettive funzioni di sorveglianza del mercato nonché degli eventuali compiti investigativi, istruttori o a carattere processuale. Nel comunicato la Consob e la SEC affermano, altresì, che l'intesa raggiunta costituisce un primo passo verso un accordo più esteso subordinato all'ottenimento, in capo alle parti, degli ulteriori poteri necessari.

Le parti si impegnano inoltre a consultarsi in merito all'attuazione dei principi di cooperazione contenuti nel comunicato.

4.3 Convenzione del Consiglio d'Europa sulle operazioni finanziarie di persone in possesso di informazioni privilegiate

In data 20 aprile 1989 è stata aperta alla firma la Convenzione predisposta dal Consiglio d'Europa sull'«insider trading».

Lo scopo della Convenzione consiste nel facilitare tra le parti la più ampia assistenza possibile nello scambio di informazioni relative ad elementi che dimostrano o lasciano supporre che siano state effettuate operazioni illecite da parte di persone in possesso di informazioni privilegiate.

La suddetta Convenzione è stata modificata da un Protocollo, aperto alla firma l'11 settembre 1989, che inserisce nel testo della Convenzione stessa una clausola di salvaguardia per l'applicazione del diritto comunitario.

In base a tale clausola le parti che sono Stati membri della CEE applicano, nelle loro relazioni reciproche, la regolamentazione comunitaria mentre le disposizioni della Convenzione trovano applicazione solo nell'ipotesi in cui la fattispecie non sia disciplinata da norme comunitarie.

Capitolo IX

PERSONALE - GESTIONE FINANZIARIA - SISTEMA INFORMATIVO

1. Informativa afferente il personale

Alla data del 31 dicembre 1989 il personale in servizio presso la Commissione ammontava a 216 unità di cui:

— 148 dipendenti inquadrati in ruolo (su un organico complessivo stabilito per legge di 215 unità) così suddivisi per carriere: 76 appartenenti alla carriera direttiva, 57 alla carriera operativa e 15 alla carriera ausiliaria;

— 3 dipendenti di altre amministrazioni in posizione di distacco, 2 dei quali sottoposti alla procedura di inquadramento in ruolo prevista dall'art. 4 della legge 4 giugno 1985, n. 281;

— 65 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 legge 23 giugno 1988, n. 230.

In relazione alle funzioni attribuite il personale era così assegnato:

— 50 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 8 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 intermediazione su titoli e dei relativi albi;

— 16 unità nel settore della ricerca nel campo giuridico ed economico e della trattazione degli affari legali;

— 13 unità presso la Direzione Generale per lo svolgimento di attività di organizzazione, di relazioni esterne, di rapporti internazionali e di ispettorato;

— 32 unità nel settore dei servizi di segreteria della Commissione, dell'archivio e del protocollo, della documentazione e degli affari generali;

— 35 unità nel settore amministrativo e della gestione del personale e nelle attività ausiliarie di conduzione di automezzi, anticamera, portineria, fotoriproduzione e centralino;

— 16 unità nel settore dell'elaborazione dei dati;

— 16 unità presso la sede secondaria operativa di Milano.

* * *

Nel corso dell'anno 1989 sono stati espletati i seguenti concorsi pubblici per titoli ed esami:

— quattro posti di funzionario di 2^a in prova nella carriera direttiva; sono stati immessi nelle funzioni i quattro candidati risultati vincitori e cinque idonei;

— tre posti di vice assistente in prova nella carriera operativa; hanno assunto le funzioni i tre candidati risultati vincitori e quattro idonei;

— quattro posti di commesso in prova nella carriera ausiliaria; hanno assunto le funzioni i quattro vincitori e un idoneo.

Sono poi stati espletati i seguenti concorsi interni:

— un posto di funzionario di 1^a nella carriera direttiva; hanno superato le prove d'esame e assunto servizio un vincitore e un idoneo;

— un posto di vice assistente in prova nella carriera operativa; ha superato le prove d'esame ed è stato immesso in servizio il vincitore.

Nel corso dell'anno si sono inoltre svolte le prove scritte dei seguenti concorsi:

— concorso pubblico, per titoli ed esami, a tre posti di assistente in prova nella carriera operativa;

— concorso pubblico, per titoli ed esami, ad un posto di assistente in prova nella carriera operativa;

— concorso pubblico, per titoli ed esami, a tre posti di vice assistente in prova nella carriera operativa.

Sono stati inoltre banditi i seguenti concorsi:

— concorso pubblico, per titoli ed esami, a dodici posti di funzionario di 2^a in prova

nella carriera direttiva;

— concorso pubblico, per titoli ed esami, a nove posti di funzionario di 2^a in prova nella carriera direttiva - profilo professionale di commissario di borsa;

— concorso interno, per titoli ed esami, a tredici posti di funzionario di 2^a in prova nella carriera direttiva;

— concorso pubblico, per titoli ed esami, ad un posto di vice assistente in prova nella carriera operativa riservato a non vedenti; concorso bandito due volte nel corso dell'anno che non si è potuto espletare per mancanza di domande di partecipazione;

— concorso interno, per titoli ed esami, a due posti di vice assistente in prova nella carriera operativa; concorso non espletato per mancanza di domande di partecipazione;

— concorso pubblico, per titoli ed esami, ad un posto di commesso in prova nella carriera ausiliaria.

Nel corso dell'anno sono cessati dal servizio complessivamente sette dipendenti (tre dei quali di ruolo): uno per collocamento a riposo e sei (due dei quali di ruolo) per dimissioni volontarie; sono stati stipulati ventitrè contratti di lavoro subordinato a tempo determinato.

* * *

Nel corso del 1989 è stato completato un programma di addestramento all'uso degli strumenti informatici e delle procedure automatizzate operative presso la Consob. Al programma, suddiviso in tre corsi, hanno partecipato 173 dipendenti.

L'attività di formazione ha visto anche la partecipazione di 31 dipendenti a corsi di aggiornamento in materie attinenti all'attività istituzionale della Consob.

* * *

Nella seconda metà dell'anno si è dato inizio alla revisione del Regolamento disciplinante il trattamento giuridico ed economico e l'ordinamento delle carriere del personale di ruolo, a seguito delle modificazioni intervenute nell'analogo testo della Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 2 del decreto legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, sub art. 2 della legge 4 giugno 1985, n. 281.

2. La gestione finanziaria

La gestione finanziaria dell'esercizio 1989, svolta sulla base del bilancio di previsione approvato dalla Commissione il 13 dicembre 1988, 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 per l'esercizio 1989 è stato pubblicato nel Bollettino della Consob.

Le entrate correnti sono ammontate a L. 46 miliardi, di cui L. 37 miliardi provenienti dallo stanziamento sul capitolo 4505 dello stato di previsione della spesa del Ministero del tesoro e L. 9 miliardi derivanti dall'avanzo di amministrazione dell'esercizio 1988, trasferito tra le entrate dell'esercizio 1989 ai sensi dell'art. 10 del già citato Regolamento di amministrazione e contabilità della Consob.

A fronte di tali entrate sono stati eseguiti pagamenti in conto competenza ed assunti impegni per complessive L. 28,8 miliardi.

Gli oneri finanziari globali sostenuti nel corso dell'anno 1989, compresa la gestione dei residui passivi, sono ammontati a L. 28,6 miliardi così ripartiti:

— L. 20,6 miliardi, pari al 72,1%, per spese per il personale e per i componenti la Commissione;

— L. 5,9 miliardi, pari al 20,6%, per spese di gestione;

— L. 2,1 miliardi, pari al 7,3%, per l'acquisto di beni patrimoniali.

Di tale ultimo importo il 71,4%, pari al 5,2% degli oneri finanziari globali, riguarda l'acquisizione di macchinari relativi al sistema informativo.

L'economia realizzata dalla gestione di competenza, pari a L. 17,2 miliardi, sarà trasferita all'esercizio 1990 ai sensi della suindicata disposizione regolamentare, per far fronte all'insufficiente stanziamento previsto nell'apposito capitolo del bilancio dello Stato, mentre l'economia di L. 0,5 miliardi, proveniente nella sua quasi totalità dalla gestione dei residui passivi, verrà versata sull'apposito capitolo di entrata del bilancio dello Stato, dopo l'approvazione del rendiconto relativo alla gestione finanziaria concernente l'esercizio 1989.

In merito agli stanziamenti previsti nella legge finanziaria 1990 per i prossimi esercizi 1991 e 1992, è stato segnalato ai competenti dicasteri che gli stessi stanziamenti risultano inadeguati rispetto alle prevedibili esigenze di spesa per il prossimo biennio tenuto conto del completamento dell'organico di personale, a seguito dell'espletamento dei concorsi indetti e da indire, e dell'attuazione del programma per il potenziamento del sistema informatico di cui si avvale la Commissione sia in termini di aggiornamento dell'hardware che di sviluppo di nuove procedure software.

3. Il sistema informativo

Durante il 1989 sono proseguite le attività di sviluppo del Sistema informativo della Consob, sia per quanto riguarda le procedure che trattano i dati provenienti dall'esterno (comunicazioni dei soggetti controllati in forza di legge, dati del mercato mobiliare, ecc.) sia relativamente a prime realizzazioni di procedure inerenti all'attività degli uffici e classificabili nella

categoria dell'«automazione di ufficio».

Per quanto attiene all'hardware, durante il 1989 sono state potenziate le apparecchiature centrali conseguentemente all'aumento del numero dei personal computers nel precedente anno.

3.1 Evoluzione dell'hardware

Il 1989 ha visto un aumento di qualche unità nel numero dei personal computers, con una diminuzione del rapporto personal computer/personale in servizio: ciò è riconducibile ad una riflessione della Commissione sulle strategie evolutive del sistema informativo.

Il potenziamento, di notevole portata sia sotto il profilo delle capacità elaborative sia sotto quello dell'aggiornamento tecnologico, si è ottenuto con l'introduzione in rete locale di tre minielaboratori di nuova tecnologia e con la sostituzione dell'elaboratore centrale con altro di più recente fabbricazione.

La distribuzione delle procedure applicative sugli elaboratori collegati in rete locale ha confermato, oltre alla possibilità di realizzare rilevanti economie nell'investimento ed un ambiente con alto livello di continuità di funzionamento, la capacità dell'intero sistema di poter gestire la crescente richiesta di prestazioni con gradualità proporzionata alle effettive esigenze.

L'investimento sui minielaboratori consegnati ed in esercizio presso gli Uffici ha riguardato due apparecchiature utilizzate dagli Uffici di supporto al funzionamento della Commissione; l'aggiunta di componenti che hanno portato ad un elevato aumento di potenza non ha avuto ripercussione sui costi del software.

3.2 Evoluzione del software

Sul fronte del software è proseguito l'utilizzo del sistema operativo Unix: tale prodotto consente di mutare l'hardware senza che sia necessario apportare modifiche ai programmi, ed in tal modo vengono tutelati sotto il profilo economico gli investimenti effettuati.

La crescente diffusione di Unix nel mercato mondiale ed il soddisfacente livello delle prestazioni dei sistemi che lo utilizzano hanno confermato l'opportunità di mantenere la scelta effettuata; inoltre nel 1989 è stato adottato un software di gestione delle comunicazioni in rete locale affermatosi come standard di mercato, denominato TCP/IP.

Tale innovazione ha consentito un più efficiente scambio dei dati tra le apparecchiature e nel complesso una migliore integrazione delle procedure distribuite.

Sul fronte del software applicativo è iniziata la distribuzione agli utenti di un prodotto che consente la cosiddetta «automazione d'ufficio», facilitando inoltre la scelta e l'uso delle procedure; in particolare è stato dato impulso alla diffusione di un modo di operare standard nella creazione, aggiornamento ad archiviazione elettronica dei documenti generati negli Uffici, curando contemporaneamente le necessarie innovazioni sotto il profilo organizzativo.

3.3 Attività connesse alla diffusione dell'informatica

Durante il 1989, oltre a corsi di addestramento per il personale descritti in altra parte della presente Relazione, è proseguita l'attività del Comitato permanente per i sistemi organizzativi ed informativi, previsto dal Regolamento di organizzazione della Consob e costituito nel 1988.

Ciò ha consentito la formulazione di piani di sviluppo di più ampio respiro ed una crescente collaborazione da parte degli Uffici utenti del sistema informatico.

Nell'anno di riferimento è stata inoltre collegata la rete locale della Sede di Roma con la rete locale, di nuova installazione, della Sede di Milano della Consob; pertanto si è reso disponibile l'intero sistema informativo presso ambedue le Sedi.

3.4 Le procedure elettroniche

All'inizio del 1989 risultavano in esercizio le seguenti procedure:

A) Procedure di supporto all'attività conoscitiva degli Uffici della Commissione:

- gestione del protocollo dei documenti in entrata;
- gestione del protocollo dei documenti in uscita;
- strumenti di ricerca dei documenti protocollati tramite frasi o parole contenute nell'oggetto;

- gestione giuridica del personale;
- gestione economica del personale;
- gestione delle presenze del personale;
- gestione di un indirizzario elettronico dei soggetti;
- gestione della biblioteca;
- gestione dell'inventario dei beni mobili della Consob.

B) Procedure operative strumentali allo svolgimento dei compiti istituzionali della Commissione:

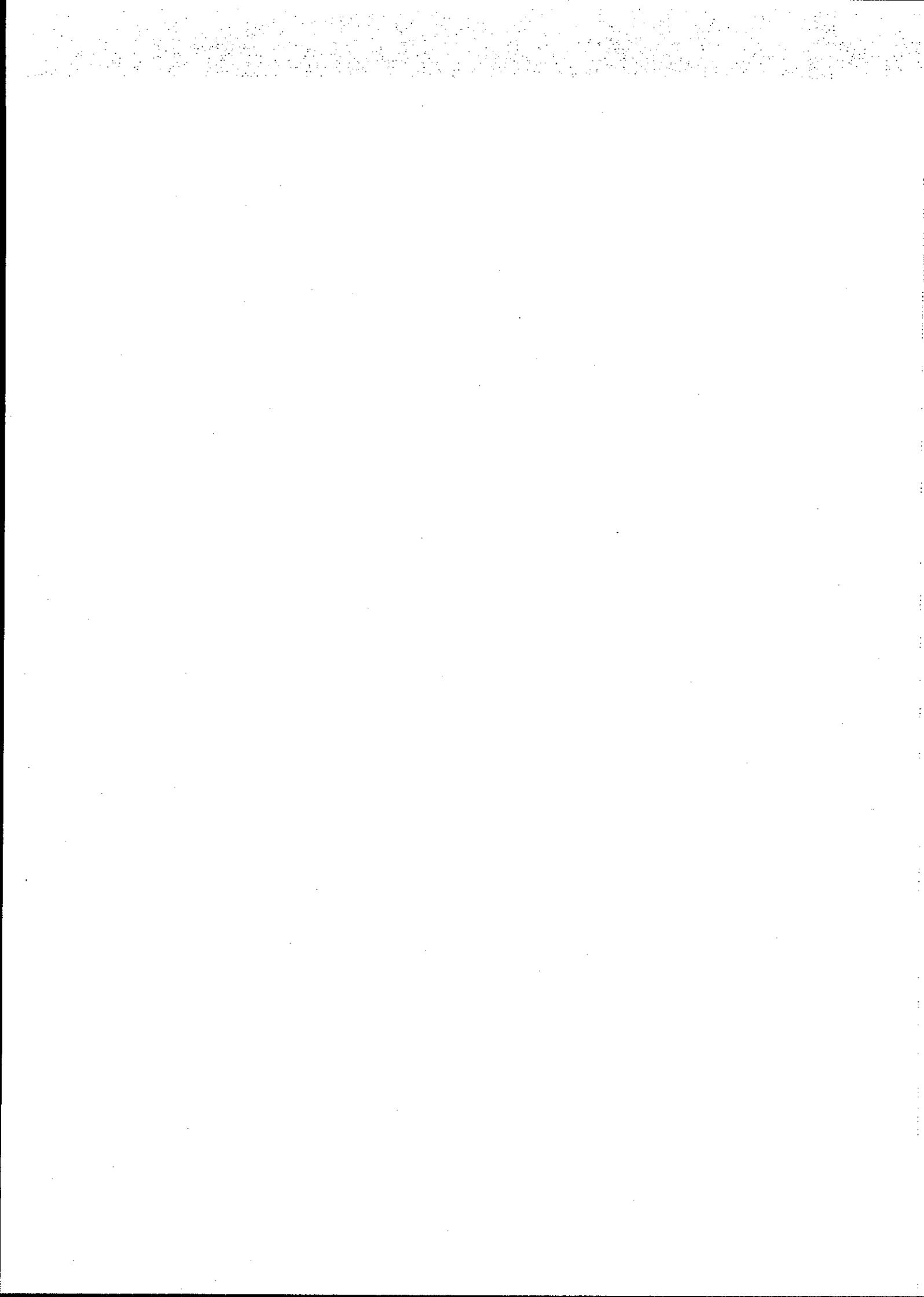
- «giornale elettronico» per la distribuzione in rete locale delle informazioni sull'andamento del mercato di borsa;
- trattamento delle informazioni deducibili dalle comunicazioni relative ai movimenti azionari regolati dalla delibera n. 2681 del 28 gennaio 1987;
- trattamento in tempo reale di informazioni 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 possessori 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 agli 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;
- 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.

Nel corso del 1989, oltre ad ampliamenti per alcune delle citate procedure, sono state sviluppate e rese operative le seguenti:

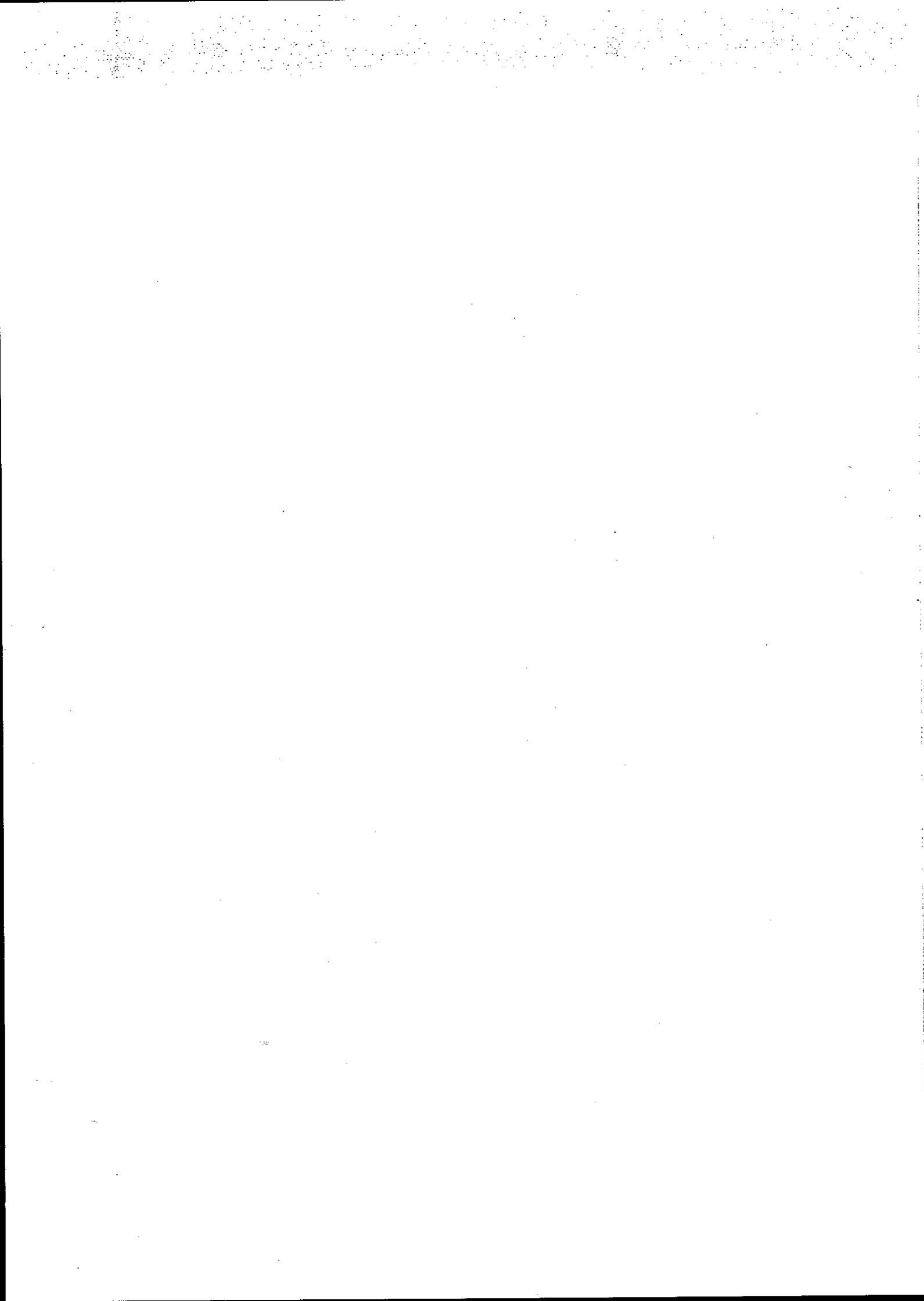
- A) — centralizzazione della Biblioteca della Consob e sua generalizzazione per la gestione di Biblioteche di Area e/o Ufficio;
- gestione dell'albo dei fornitori della Consob;
 - gestione delle missioni del personale;
 - trattamento delle informazioni inerenti alle pratiche ed ai relativi fascicoli (prototipo);
 - supporti tecnici per l'utilizzo delle informazioni contenute negli archivi magnetici tramite linguaggi di IV generazione;
- B) — procedure per il caricamento e l'analisi relative alle informazioni provenienti da indagini su particolari comportamenti del mercato di borsa;
- realizzazione di una banca dati economica con il caricamento dei dati relativi;
 - procedura di interrogazione in tempo reale delle contrattazioni della borsa valori di Milano;
 - procedure per la gestione delle autorizzazioni dei rappresentanti alle grida e dei soggetti di borsa;
 - trattamento dei dati provenienti da segnalazioni delle commissionarie di borsa (dati semestrali).

Sono state inoltre realizzate numerose procedure finalizzate sia al controllo ed alla valutazione della diffusione dei dispositivi informatici, sia alla gestione di apparecchiature e prodotti presso l'Ufficio elaborazione dati.



ALLEGATI

(tavole e grafici)



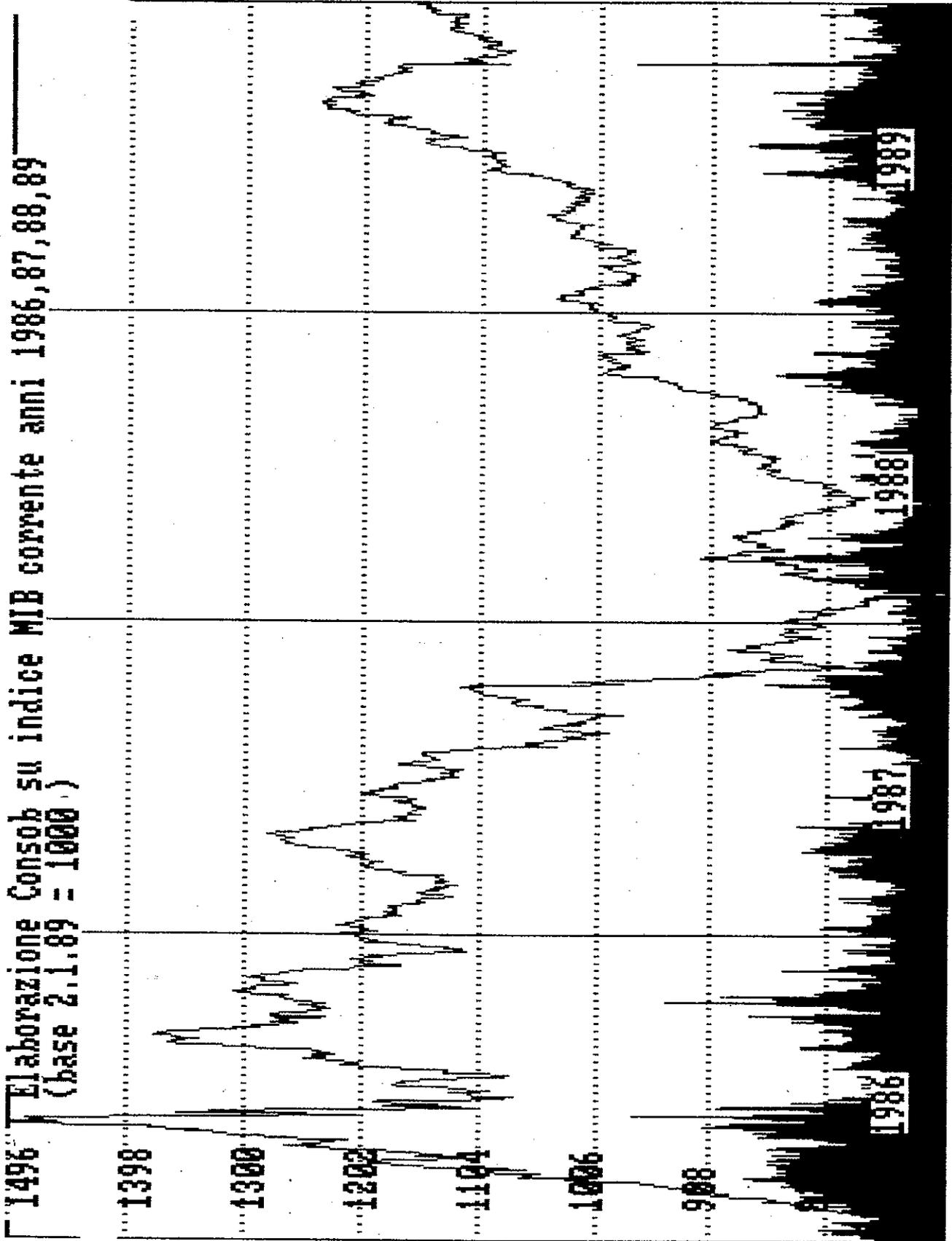


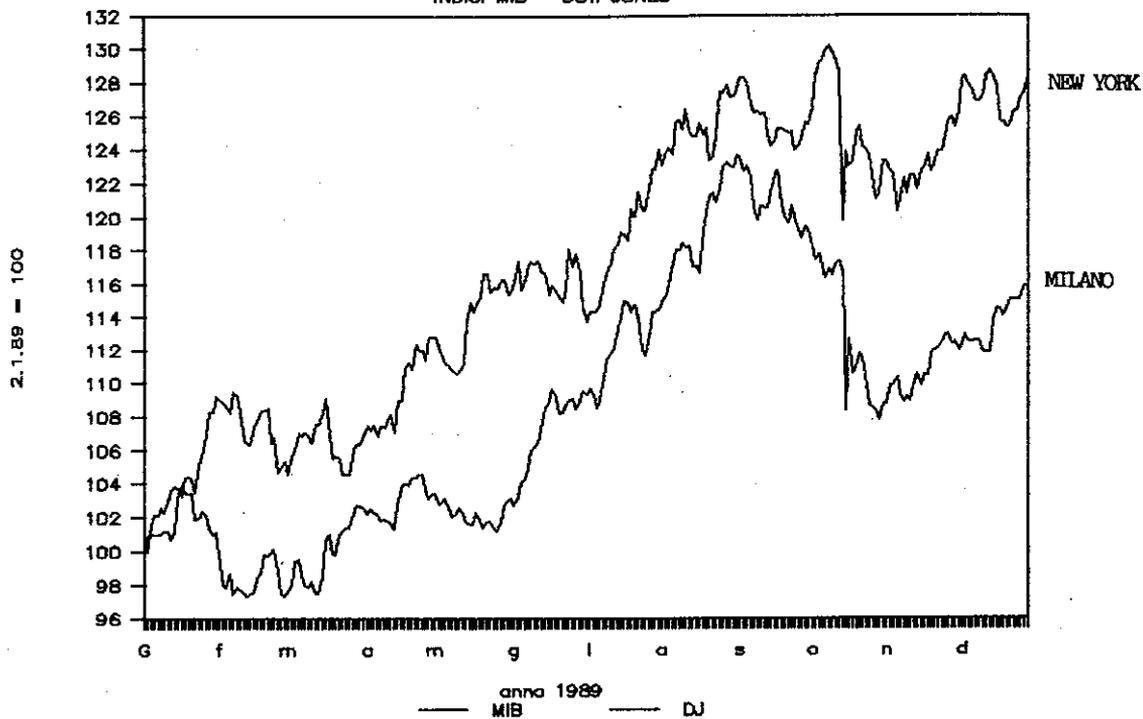
Grafico 1

Variazioni indici azionari anni solari 1985/1986/1987/1988/1989

	1985	1986	1987	1988	1989
MIB Corrente	+ 100,7%	+64,0%	-32,3%	+21,9%	+15,8%
COMIT (1972 = 100)	+ 94,8%	+58,1%	-32,8%	+20,8%	+16,6%
MEDIOBANCA (2.1.61 = 100)	+ 94,5%	+70,3%	-30,2%	+24,4%	+ 9,6%
BNL (1953 = 100)	+ 120,5%	+88,8%	-32,7%	+25,2%	+ 7,1%
SOLE 24 ORE (1938 = 1)	+ 114,8%	+84,4%	-33,2%	+27,5%	+ 7,2%

ANDAMENTO COMPARATO BORSE

INDICI MIB - DOW JONES



ANDAMENTO COMPARATO BORSE

INDICI MIB - NIKKEI

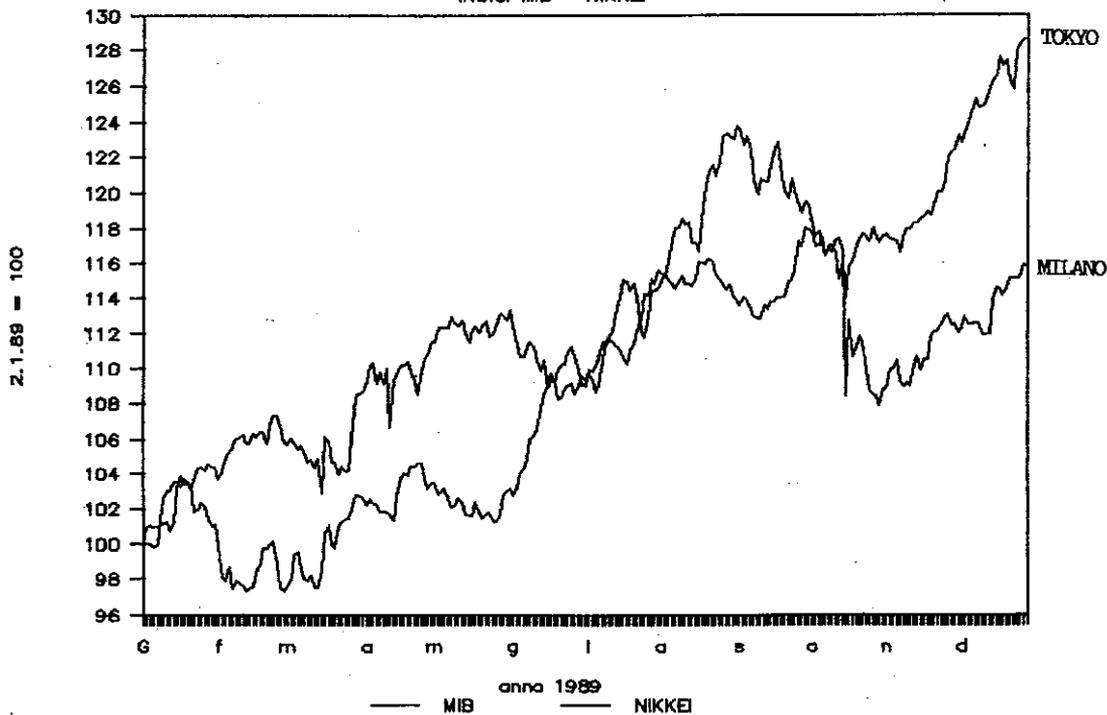
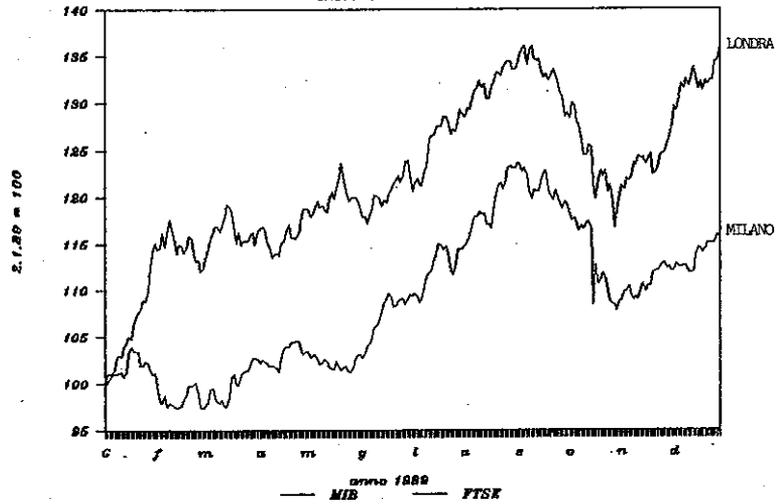


Grafico 2

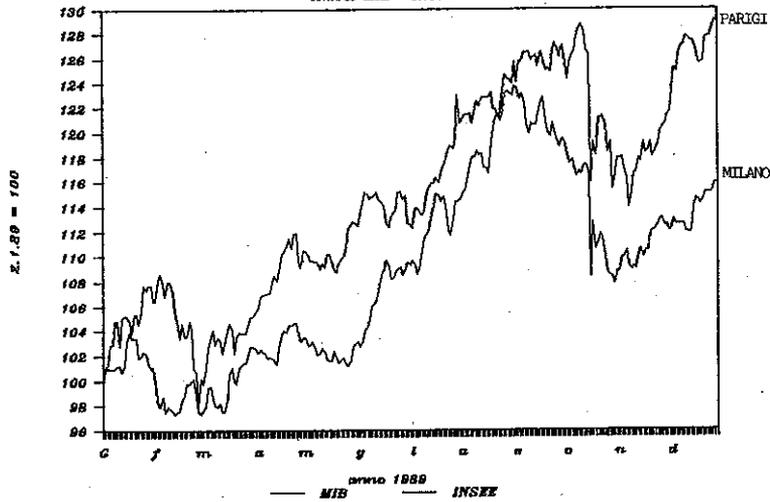
ANDAMENTO COMPARATO BORSE EUROPEE

INDICI MIB - FTSE



ANDAMENTO COMPARATO BORSE EUROPEE

INDICI MIB - INSEE



ANDAMENTO COMPARATO BORSE EUROPEE

INDICI MIB - FAZ

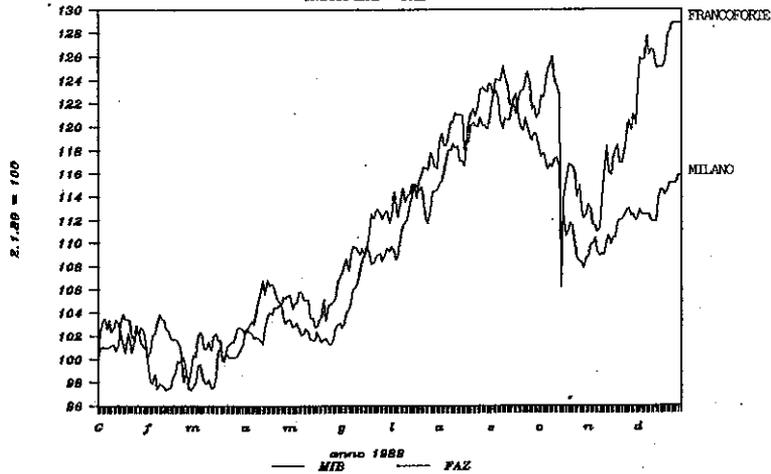
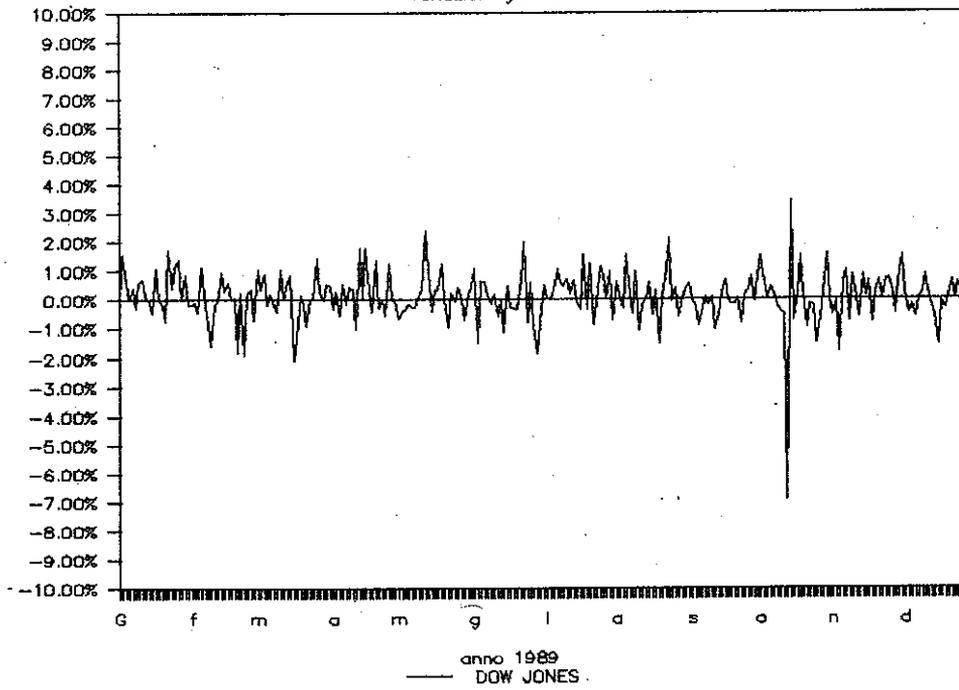


Grafico 3

ANDAMENTO BORSE

variazioni giornaliere



ANDAMENTO BORSE

variazioni giornaliere

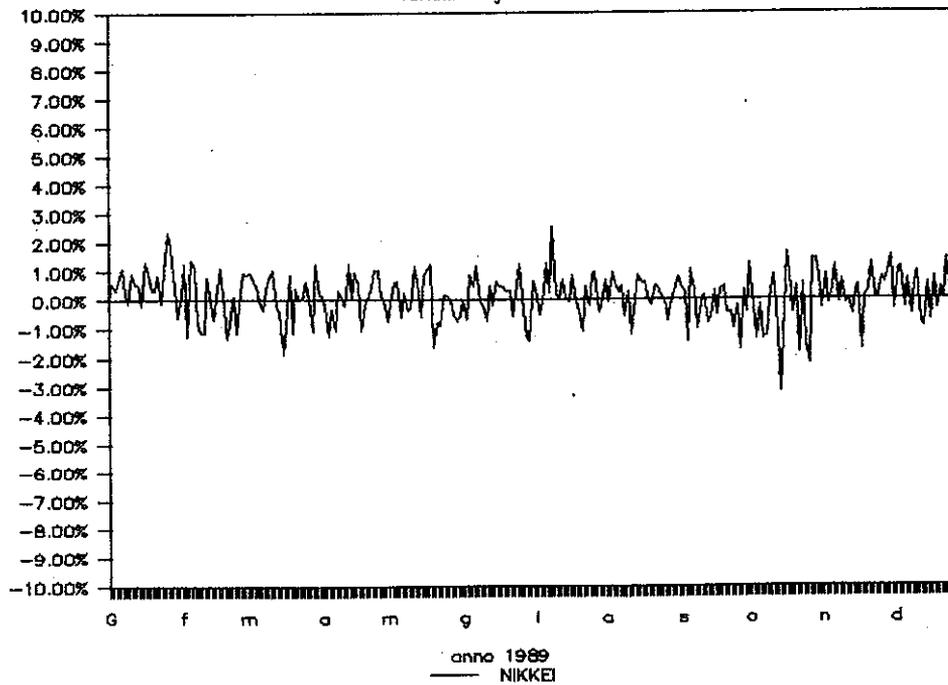
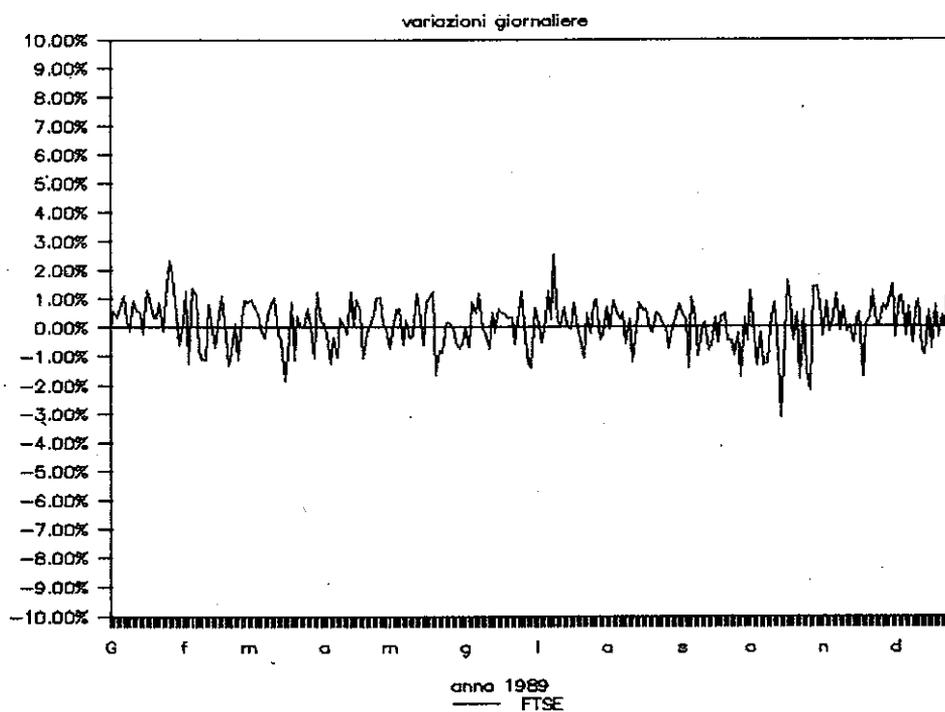


Grafico 4

ANDAMENTO BORSE EUROPEE



ANDAMENTO BORSE EUROPEE

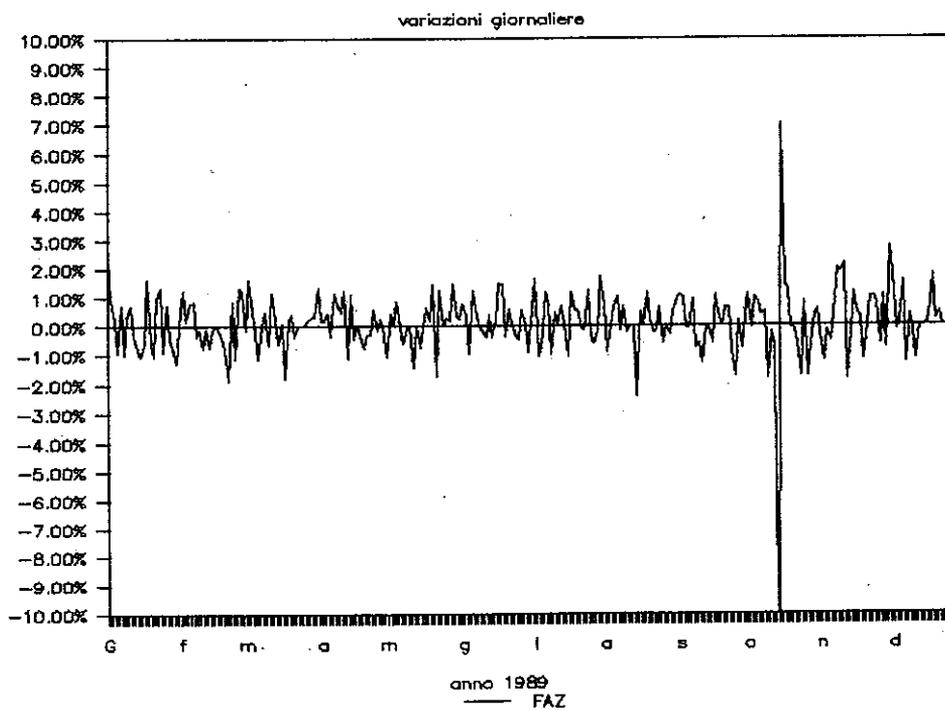
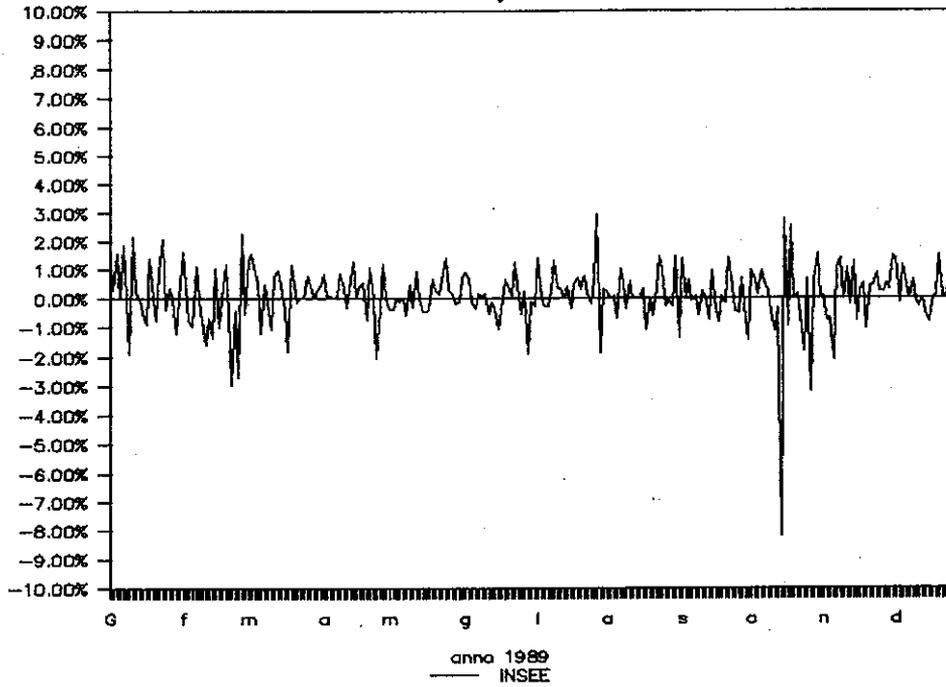


Grafico 5

ANDAMENTO BORSE EUROPEE

variazioni giornaliere



MIB

variazioni giornaliere

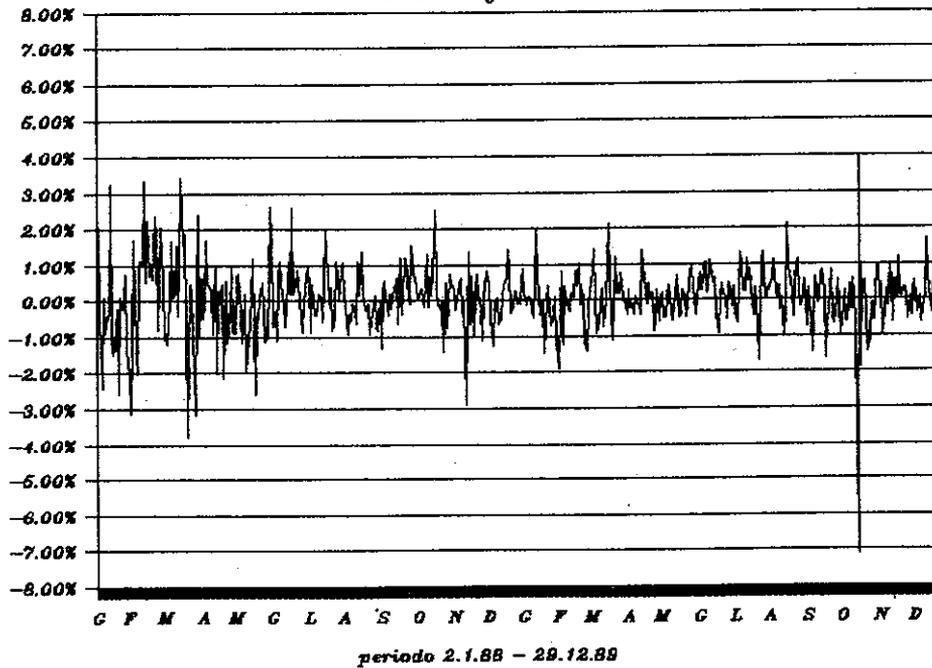


Grafico 6

**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
1989					
GENNAIO	302	150	271	723	1.536
FEBBRAIO	443	148	381	972	1.769
MARZO	615	176	305	1.096	1.863
APRILE	230	146	259	635	1.780
MAGGIO	228	159	324	711	1.885
GIUGNO	215	175	467	857	1.610
LUGLIO	256	189	532	977	1.099
AGOSTO	248	161	438	847	719
SETTEMBRE	177	160	426	763	1.046
OTTOBRE	420	175	441	1.036	1.280
NOVEMBRE	265	130	357	752	1.007
DICEMBRE	193	100	283	576	1.007
TOTALE	3.592	1.869	4.484	9.945	16.601

Tav. a/I/3

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	28.080	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	52.290	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	13.884	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
1989							
Gennaio	51.158	13.987	1.013	21.850	3.879	7.891	2.538
Febbraio	48.912	13.136	980	21.107	3.691	7.780	2.218
Marzo	48.961	13.485	1.012	19.852	3.594	7.882	3.136
Aprile	48.230	13.713	1.053	19.736	3.529	7.733	2.466
Maggio	47.434	13.668	1.046	18.807	3.551	7.627	2.735
Giugno	48.118	14.600	1.098	18.717	3.624	7.524	2.555
Luglio	49.079	15.050	1.110	18.721	3.719	7.198	3.281
Agosto	50.810	16.271	1.157	18.868	3.729	7.428	3.357
Settembre	50.109	15.584	1.164	19.357	3.563	7.527	2.914
Ottobre	48.078	14.203	1.127	19.136	3.517	7.024	3.071
Novembre	48.769	14.501	1.119	18.928	3.545	5.010	5.666
Dicembre	49.170	14.825	1.145	18.780	3.543	4.941	5.936

**Andamento del rapporto price/earnings
nei principali mercati**

	12/85	12/86	12/87	12/88	12/89
USA	13.7	14.1	14.4	11.6	14.1
Giappone	25.9	45.7	52.7	53.8	51.9
Regno Unito	12.1	13.4	11.8	10.4	11.7
Germania	16.7	14.7	10.7	15.6	17.8
Francia	15.3	19.0	10.0	12.6	12.5
Italia	26.2	21.0	12.7	15.1	14.0

Fonte: Morgan Stanley - International Perspective.

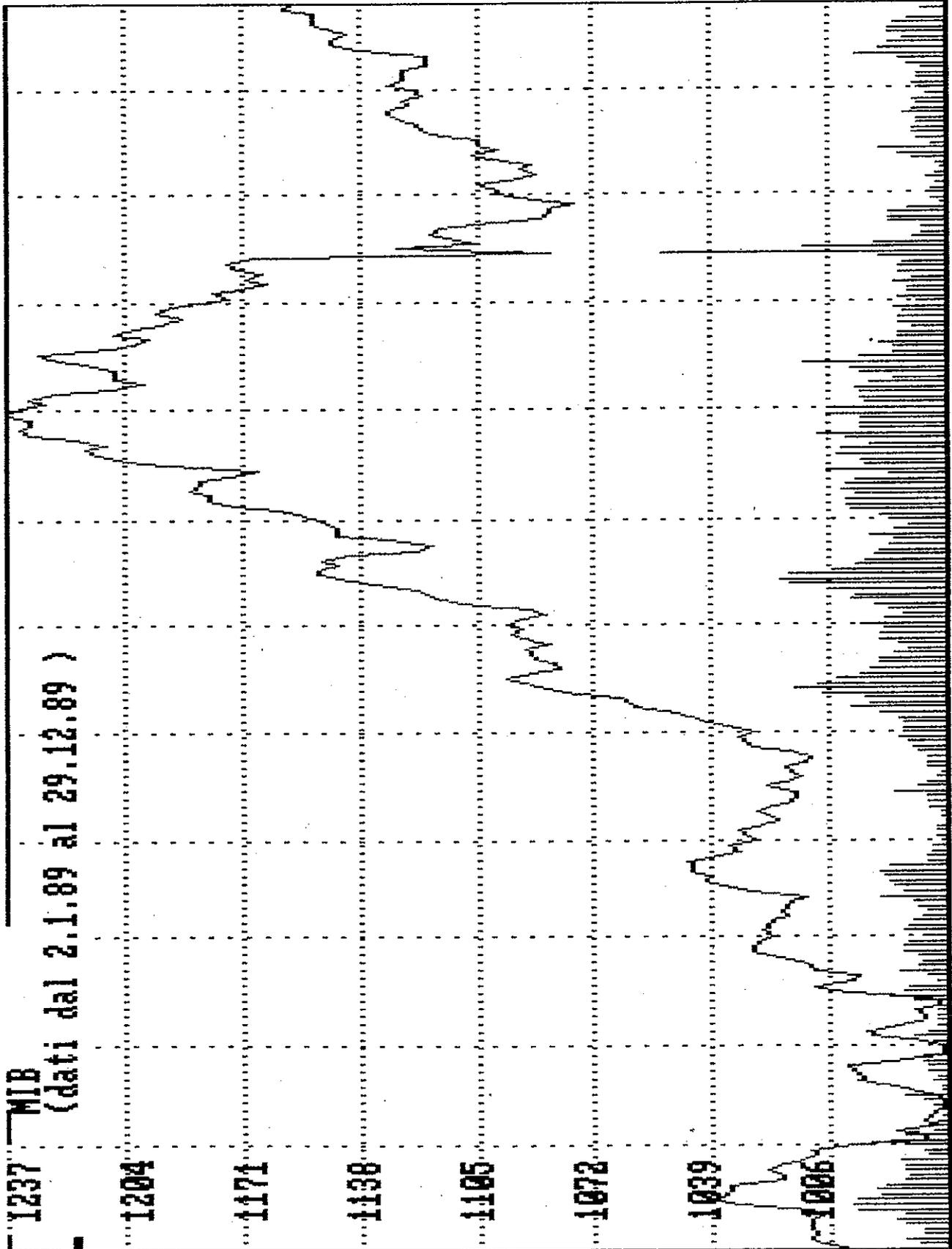
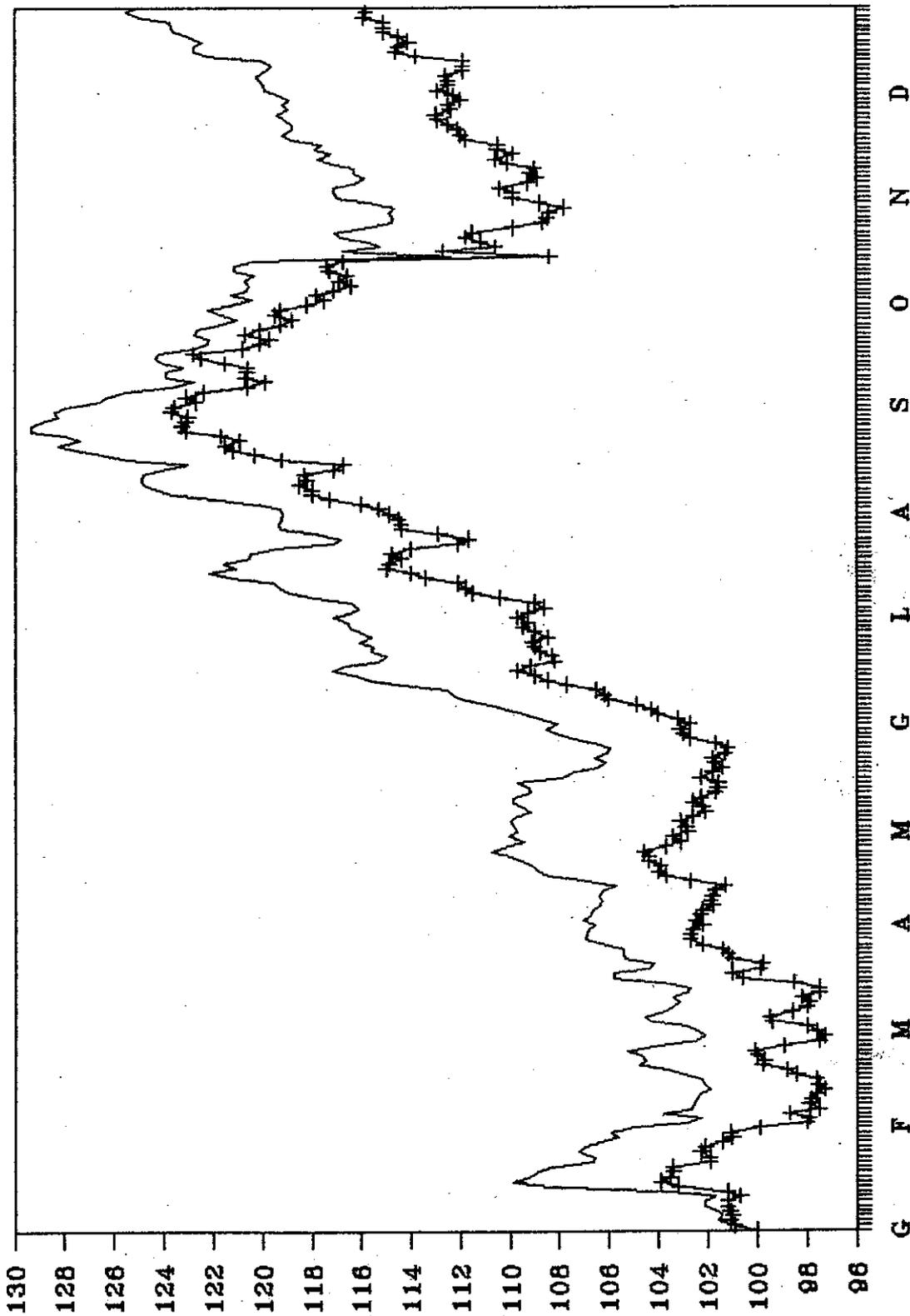


Grafico 7

indice SVILUPPO RISPARMIO - indice MIB

2.1.89 = 100



periodo 2.1.89 - 29.12.89

— indice SVILUPPO RIS + MIB

Grafico 8

Tav. a/1/5

**Azioni di risparmio con performance migliore
delle rispettive azioni ordinarie in percentuale del:**

	1986	1987	1988	1989
Tot. azioni	33	55	18	59
di cui: titolo ordinario performance positiva	23	15	15	53
titolo ordinario performance negativa	75	59	34	88

**Classificazione delle azioni di risparmio non convertibili
in base allo scostamento delle quotazioni rispetto alle azioni ordinarie**

	1986 % sul totale	1987 % sul totale	1988 % sul totale	1989 % sul totale
oltre il 20%	1.5	1.3	1.2	2.4
da 0 a 20%	—	10.3	1.2	2.4
da 0 a —20%	16.7	14.0	19.2	12.2
da —20% a —50%	68.2	43.6	32.5	45.2
oltre —50%	13.6	30.8	45.9	37.8
Totale	100	100	100	100

Tav. a/I/7

Scambi azionari complessivi nel 1989 presso tutte le Borse

Borsa Valori	Anno 1988			Anno 1989		
	Quantità	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantità	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Bologna	56.075.561	198.239.648	,45	76.933.857	150.801.977	,26
Firenze	18.520.650	64.712.378	,15	16.046.050	74.032.506	,13
Genova	116.466.500	434.181.855	1,00	305.503.750	1.077.977.924	1,87
Milano	10.709.131.200	40.480.793.309	93,66	13.563.836.216	53.066.548.475	91,99
Napoli	23.000	76.245	,00	3.900	57.340	,00
Palermo	4.851.200	15.603.815	,04	5.762.200	30.537.004	,05
Roma	185.109.117	933.787.853	2,16	293.809.704	1.403.570.425	2,43
Torino	144.592.749	828.529.345	1,92	631.355.470	1.714.423.018	2,97
Trieste	14.691.734	35.614.890	,08	15.870.900	37.300.861	,06
Venezia	61.179.665	231.066.595	,53	39.103.925	130.627.540	,23
Totale	11.310.641.376	43.220.605.933	100,00	14.948.225.972	57.685.877.070	100,00

Tav. a/I/7a

**Scambi azionari complessivi nel 1989
alla Borsa Valori di Bologna**

Mese Borsistico	Anno 1988			Anno 1989		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	2.414.900	10.755.621	5,48	3.697.000	12.579.594	8,34
Febbraio	5.074.850	17.492.018	8,91	6.549.850	18.960.167	12,57
Marzo	4.106.550	17.389.362	8,86	5.694.400	13.515.562	8,96
Aprile	5.383.800	25.660.494	13,08	5.708.007	11.109.425	7,37
Maggio	4.255.600	16.136.790	8,22	5.814.200	15.199.045	10,08
Giugno	3.167.350	13.834.172	7,05	4.783.700	13.086.837	8,68
Luglio	4.247.900	14.382.052	7,33	31.918.600	15.518.169	10,29
Agosto	4.732.011	17.795.080	9,07	3.965.200	16.768.090	11,12
Settembre	4.793.700	15.243.140	7,77	3.603.000	13.551.904	8,99
Ottobre	4.836.900	17.657.168	9,00	2.267.000	9.815.137	6,51
Novembre	10.213.600	17.492.179	8,91	1.767.700	5.498.795	3,65
Dicembre	2.848.400	12.401.572	6,32	1.165.200	5.199.252	3,45
Totale	56.075.561	196.239.648	100,00	76.933.857	150.801.977	100,00

Tav. a/1/7b

**Scambi azionari complessivi nel 1989
alla Borsa Valori di Firenze**

Mese Borsistico	Anno 1988			Anno 1989		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	889.850	3.578.864	5,53	925.000	4.285.304	5,79
Febbraio	1.865.450	4.429.682	6,85	1.117.150	3.670.551	4,96
Marzo	2.363.750	6.192.565	9,57	1.394.950	4.255.931	5,75
Aprile	2.145.600	6.679.372	10,32	589.900	2.627.769	3,55
Maggio	1.940.950	6.379.548	9,86	1.071.050	2.443.712	3,30
Giugno	1.704.450	5.383.276	8,32	1.186.800	3.887.730	5,25
Luglio	1.978.200	6.938.341	10,72	1.852.450	8.922.817	12,05
Agosto	1.594.650	5.401.145	8,35	1.482.450	8.831.751	11,93
Settembre	905.500	4.455.512	6,89	1.771.800	11.421.374	15,43
Ottobre	1.046.150	4.779.865	7,39	2.543.600	12.222.092	16,51
Novembre	1.494.900	6.037.226	9,33	1.685.150	8.676.438	11,72
Dicembre	591.200	4.456.982	6,89	425.750	2.787.037	3,76
Totale	18.520.650	64.712.378	100,00	16.046.050	74.032.506	100,00

Tav. a/I/7c

**Scambi azionari complessivi nel 1989
alla Borsa Valori di Genova**

Mese Borsistico	Anno 1988			Anno 1989		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	5.614.450	10.425.624	2,40	17.206.050	63.653.650	5,90
Febbraio	7.527.150	14.632.062	3,37	23.726.800	80.496.668	7,47
Marzo	5.820.350	18.746.829	4,32	19.542.300	50.863.985	4,72
Aprile	5.873.450	23.332.628	5,37	28.598.400	62.763.902	5,82
Maggio	6.137.200	20.061.823	4,62	24.573.500	55.917.102	5,19
Giugno	5.682.050	22.597.899	5,20	33.562.500	77.767.078	7,21
Luglio	6.783.900	24.233.450	5,58	31.515.500	126.492.947	11,73
Agosto	6.342.000	18.139.850	4,18	26.774.150	140.084.635	13,00
Settembre	4.111.650	22.550.026	5,19	35.405.350	154.529.560	14,34
Ottobre	29.386.050	109.826.854	25,30	23.035.450	102.457.190	9,50
Novembre	20.278.750	93.939.522	21,64	21.933.150	87.355.386	8,10
Dicembre	12.909.500	55.695.288	12,83	19.630.600	75.595.821	7,01
Totale	116.466.500	434.181.855	100,00	305.503.750	1.077.977.924	100,00

Tav. a/1/7d

**Scambi azionari complessivi nel 1989
alla Borsa Valori di Milano**

Mese Borsistico	Anno 1988			Anno 1989		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	420.217.600	1.513.733.462	3,74	852.229.150	3.222.754.938	6,07
Febbraio	750.910.375	2.502.974.433	6,18	1.274.672.625	4.372.507.168	8,24
Marzo	1.325.771.050	4.434.814.203	10,96	839.180.025	2.718.652.065	5,12
Aprile	1.238.292.900	4.944.406.242	12,21	1.135.595.700	3.493.584.516	6,58
Maggio	860.590.325	2.983.279.942	7,37	1.013.997.739	3.350.683.000	6,31
Giugno	706.705.350	2.524.287.733	6,24	1.268.419.950	4.530.455.000	8,54
Luglio	930.392.675	3.470.477.172	8,57	1.483.407.600	6.302.689.498	11,88
Agosto	890.353.425	3.304.313.382	8,16	1.332.399.325	6.311.333.861	11,89
Settembre	629.439.775	2.317.823.080	5,73	1.347.465.150	6.520.503.651	12,29
Ottobre	1.133.408.275	4.643.810.402	11,47	1.171.232.458	5.132.875.631	9,67
Novembre	1.160.988.425	4.835.152.398	11,94	951.981.366	3.787.328.590	7,14
Dicembre	662.061.025	3.005.720.860	7,43	893.255.128	3.323.180.557	6,26
Totale	10.709.131.200	40.480.793.309	100,00	13.563.836.216	53.066.548.475	100,00

**Scambi azionari complessivi nel 1989
alla Borsa Valori di Napoli**

Mese Borsistico	Anno 1988			Anno 1989		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	—	—	,00	3.000	44.100	76,91
Febbraio	—	—	,00	—	—	,00
Marzo	—	—	,00	400	6.040	10,53
Aprile	—	—	,00	—	—	,00
Maggio	21.500	57.645	75,60	500	7.200	12,56
Giugno	1.000	14.850	19,48	—	—	,00
Luglio	—	—	,00	—	—	,00
Agosto	—	—	,00	—	—	,00
Settembre	—	—	,00	—	—	,00
Ottobre	500	3.750	4,92	—	—	,00
Novembre	—	—	,00	—	—	,00
Dicembre	—	—	,00	—	—	,00
Totale	23.000	76.245	100,00	3.900	57.340	100,00

Tav. a/1/7f

**Scambi azionari complessivi nel 1989
alla Borsa Valori di Palermo**

Mese Borsistico	Anno 1988			Anno 1989		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	503.000	1.394.523	8,94	244.050	958.642	3,14
Febbraio	486.200	1.159.892	7,43	289.400	1.852.266	6,07
Marzo	905.500	1.559.038	9,99	371.250	1.665.083	5,45
Aprile	404.500	847.335	5,43	215.000	525.905	1,72
Maggio	257.600	809.493	5,19	357.800	1.817.834	5,95
Giugno	618.800	1.065.369	6,83	506.900	1.646.266	5,39
Luglio	299.500	808.400	5,18	601.100	3.805.368	12,46
Agosto	437.800	956.887	6,13	743.300	4.837.628	15,84
Settembre	274.600	1.307.116	8,38	628.800	3.750.502	12,28
Ottobre	244.000	2.218.149	14,22	507.300	2.489.687	8,15
Novembre	276.700	2.169.765	13,91	860.300	4.626.007	15,15
Dicembre	143.000	1.307.848	8,38	437.000	2.561.816	8,39
Totale	4.851.200	15.603.815	100,00	5.762.200	30.537.004	100,00

Tav. a/1/7g

**Scambi azionari complessivi nel 1989
alla Borsa Valori di Roma**

Mese Borsistico	Anno 1988			Anno 1989		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	12.687.000	64.914.241	6,95	14.587.350	60.287.799	4,30
Febbraio	14.946.150	62.709.852	6,72	25.251.479	100.201.818	7,14
Marzo	25.525.400	111.263.462	11,92	15.424.800	53.845.651	3,84
Aprile	22.181.800	122.723.222	13,14	20.398.175	69.954.032	4,98
Maggio	14.334.250	59.482.835	6,37	14.817.350	55.788.791	3,97
Giugno	11.853.050	58.264.094	6,24	22.370.250	95.637.936	6,81
Luglio	14.175.350	78.269.436	8,38	25.419.300	125.161.667	8,92
Agosto	12.453.100	66.887.597	7,16	20.473.600	117.695.278	8,39
Settembre	10.418.750	58.578.792	6,27	36.806.100	215.028.957	15,32
Ottobre	17.748.750	87.365.838	9,36	46.081.850	255.448.193	18,20
Novembre	16.671.717	91.143.857	9,76	29.879.950	144.082.491	10,27
Dicembre	12.113.800	72.184.627	7,73	22.299.500	110.437.812	7,87
Totale	185.109.117	933.787.853	100,00	293.809.704	1.403.570.425	100,00

Tav. a/1/7h

**Scambi azionari complessivi nel 1989
alla Borsa Valori di Torino**

Mese Borsistico	Anno 1988			Anno 1989		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	8.796.320	62.298.777	7,52	10.564.550	58.212.115	3,40
Febbraio	14.149.199	68.742.190	8,30	34.228.820	193.928.641	11,31
Marzo	17.404.800	88.479.345	10,68	24.655.400	124.386.250	7,26
Aprile	13.809.600	88.354.683	10,66	27.138.900	122.641.091	7,15
Maggio	10.546.500	58.376.444	7,05	32.606.300	114.594.176	6,68
Giugno	11.602.380	60.179.757	7,26	30.330.900	149.340.366	8,71
Luglio	14.185.500	79.390.934	9,58	233.614.000	181.387.678	10,58
Agosto	10.384.150	55.217.338	6,66	24.661.000	173.167.209	10,10
Settembre	8.227.700	53.057.050	6,40	33.294.200	185.352.608	10,81
Ottobre	15.920.550	79.290.431	9,57	27.954.900	166.817.421	9,73
Novembre	11.568.600	77.805.687	9,39	130.392.800	122.622.622	7,15
Dicembre	7.997.450	57.336.709	6,92	21.913.700	121.972.841	7,11
Totale	144.592.749	828.529.345	100,00	631.355.470	1.714.423.018	100,00

**Scambi azionari complessivi nel 1989
alla Borsa Valori di Trieste**

Mese Borsistico	Anno 1988			Anno 1989		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	443.970	1.454.252	4,08	812.335	2.670.070	7,16
Febbraio	580.318	3.132.583	8,80	2.667.250	3.879.690	10,40
Marzo	2.559.736	4.430.313	12,44	2.010.400	1.946.477	5,22
Aprile	1.082.050	4.049.657	11,37	1.795.300	2.809.405	7,53
Maggio	1.081.640	3.104.495	8,72	778.150	2.306.084	6,18
Giugno	316.850	1.258.714	3,53	1.669.714	2.540.778	6,81
Luglio	1.165.210	2.653.680	7,45	1.139.060	4.386.677	11,76
Agosto	1.324.400	2.292.713	6,44	1.414.200	4.889.116	13,11
Settembre	2.181.300	2.612.308	7,33	1.057.021	4.606.132	12,35
Ottobre	1.923.750	3.484.287	9,78	767.150	2.883.306	7,73
Novembre	1.395.100	3.846.978	10,80	1.403.750	3.495.528	9,37
Dicembre	637.410	3.294.910	9,25	356.570	887.598	2,38
Totale	14.691.734	35.614.890	100,00	15.870.900	37.300.861	100,00

Tav. a/1/71

**Scambi azionari complessivi nel 1989
alla Borsa Valori di Venezia**

Mese Borsistico	Anno 1988			Anno 1989		
	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantitativi	Controvalore (in migliaia)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	6.474.650	27.119.700	11,74	3.247.025	10.794.773	8,26
Febbraio	2.778.300	12.928.454	5,60	8.205.080	32.024.318	24,52
Marzo	3.395.335	11.525.788	4,99	5.335.900	16.721.141	12,80
Aprile	4.149.400	17.417.149	7,54	5.274.400	10.427.040	7,98
Maggio	3.160.975	13.130.065	5,68	2.389.220	7.416.498	5,68
Giugno	2.358.610	7.904.207	3,42	2.009.300	6.881.984	5,27
Luglio	6.994.700	22.619.195	9,79	3.528.000	14.696.307	11,25
Agosto	5.166.800	20.149.618	8,72	2.085.300	8.810.966	6,75
Settembre	7.060.450	18.791.618	8,10	3.085.100	12.069.110	9,24
Ottobre	6.661.380	24.473.017	10,59	1.486.100	4.723.349	3,62
Novembre	8.575.990	34.496.883	14,93	1.787.000	3.383.024	2,59
Dicembre	4.403.075	20.582.901	8,91	671.500	2.679.030	2,05
Totale	61.179.665	231.066.595	100,00	39.108.925	130.627.540	100,00

Controvalore scambiato: media giornaliera 1989

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 %)	
	1989	1988	1989	1988	1989	1988	1989	1988
Oltre 500 milioni	26.22	16.77	23.73	36.36	34.23	27.42	21.52	10.86
Da 100 a 500 milioni	46.95	28.16	42.37	24.24	47.75	30.65	48.10	28.05
Da 50 a 500 milioni	12.20	22.15	15.25	15.12	8.11	16.13	13.92	25.34
Da 0 a 50 milioni	14.63	32.91	18.64	27.27	9.91	25.81	16.46	35.75
			100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
	100.00	100.00	17.99	10.44	33.84	16.92	48.17	69.94

Tav. a/1/9

Contratti a premio alla Borsa Valori di Milano
(dati complessivi per ciclo premio mensile)
(milioni di lire)

PERIODO	CTV premi	CTV titoli	Costo premi (%)	CTV titoli/ CTV titoli a fermo (%)
TOTALE 1985				
TOTALE 1986				
TOTALE 1987				
TOTALE 1988				
1989				
GENNAIO	24.350			
FEBBRAIO	15.600			
MARZO	20.462			
APRILE	18.920			
MAGGIO	15.875			
GIUGNO	56.484			
LUGLIO	52.000			
AGOSTO	46.512			
SETTEMBRE	36.098			
OTTOBRE	25.387			
NOVEMBRE	19.531			
DICEMBRE	16.462			

Tav. a/1/10

Riporti sui titoli azionari quotati
(miliardi di lire)

Periodo	Valori correnti (media mensile)	Valori costanti (*)	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
I sem. 89	1.117	151	29
II sem. 89	1.354	163	27

(*) Valori correnti deflazionati con l'indice generale storico borsa MI, I semestre 1980 = 1.000.

Tav. a/1/11

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	Valori costanti (*)	Valori correnti in % azioni trattate mese corrispond.
1989						
Gennaio	1.125	45	1.170	48	1.170	27
Febbraio	995	60	1.055	15	1.094	37
Marzo	979	35	1.014	21	1.042	29
Aprile	1.002	34	1.036	63	1.035	30
Maggio	1.118	41	1.129	48	1.125	36
Giugno	1.239	61	1.300	60	1.213	22
Luglio	1.289	58	1.347	79	1.196	22
Agosto	1.354	64	1.418	84	1.230	21
Settembre	1.448	56	1.504	88	1.253	28
Ottobre	1.273	103	1.376	32	1.285	27
Novembre	1.108	136	1.244	52	1.146	38
Dicembre	1.096	136	1.232	36	1.114	36

(*) Valori correnti deflazionati con l'indice generale storico Borsa MI, gennaio 1989 = 1.000.

Tav. a/1/12

**Titoli azionari quotati costituiti in garanzia
(controvalore ai prezzi di compenso)
(miliardi di lire)**

Periodo	Valori correnti (media mensile)	Valori costanti (*)	Valori correnti/ ctv azioni trattate semestre corrispondente
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
I sem. 89	10.106	1.368	2,6
II sem. 89	11.399	1.376	2,3

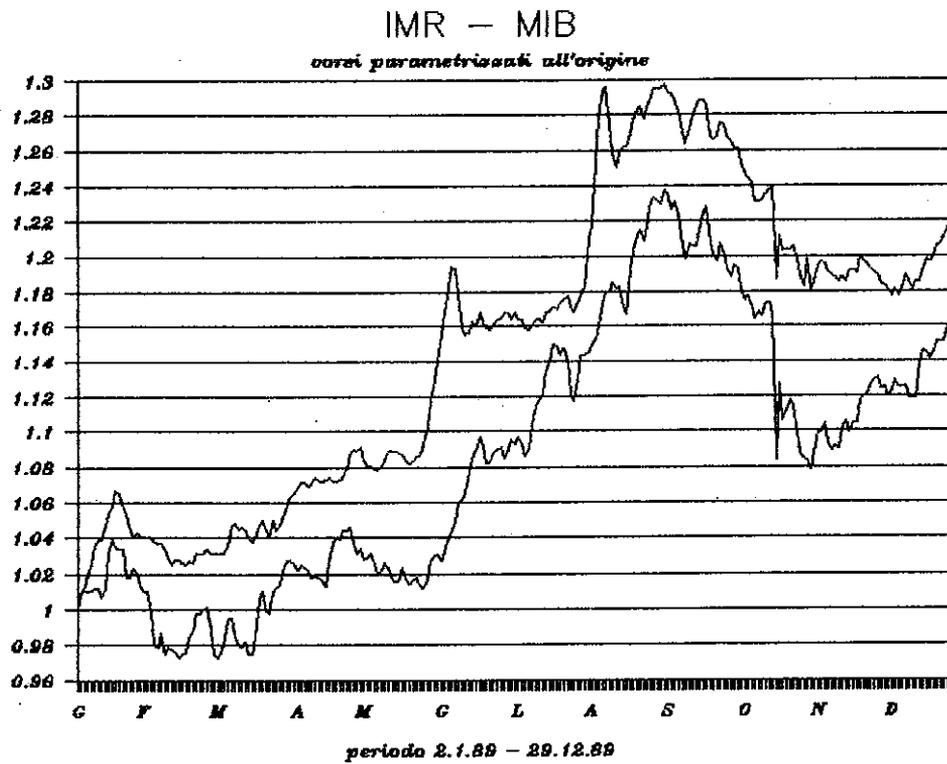
(*) Valori correnti deflazionati con l'indice generale storico borsa MI, I semestre 1980 = 1.000.

Tav. a/I/13

**Titoli azionari quotati costituiti in garanzia
(controvalore ai prezzi di compenso)
(miliardi di lire)**

Periodo	Valori correnti	Valori costanti (*)	Valori correnti/ctv azioni trattate mese corrispondente (n. volte)
1989			
Gennaio	9.922	9.922	2,3
Febbraio	9.571	9.924	3,3
Marzo	9.808	10.077	2,8
Aprile	9.643	9.633	2,8
Maggio	10.533	10.492	3,4
Giugno	11.156	10.405	1,9
Luglio	11.574	10.274	1,9
Agosto	11.795	10.228	1,7
Settembre	11.639	9.694	2,1
Ottobre	10.645	9.938	2,1
Novembre	10.591	9.753	3,2
Dicembre	12.151	10.989	3,6

(*) Valori correnti deflazionati con l'indice generale storico borsa MI, gennaio 1989 = 1.000.



MERCATO RISTRETTO - MILANO

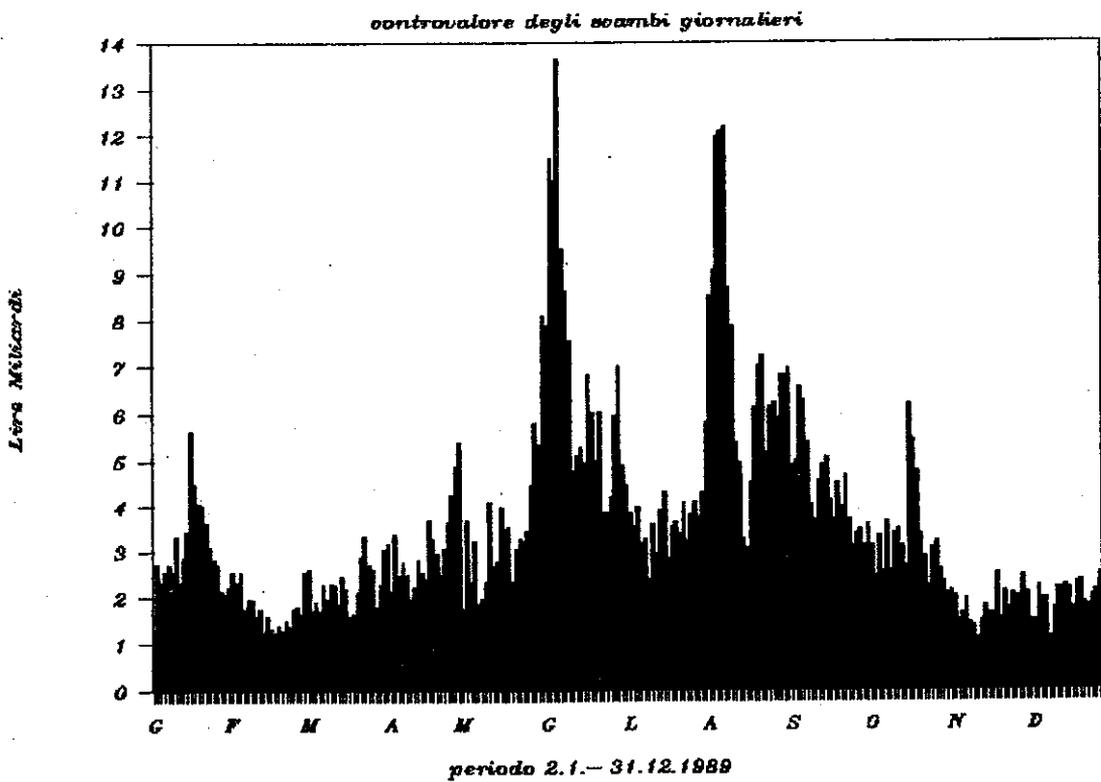
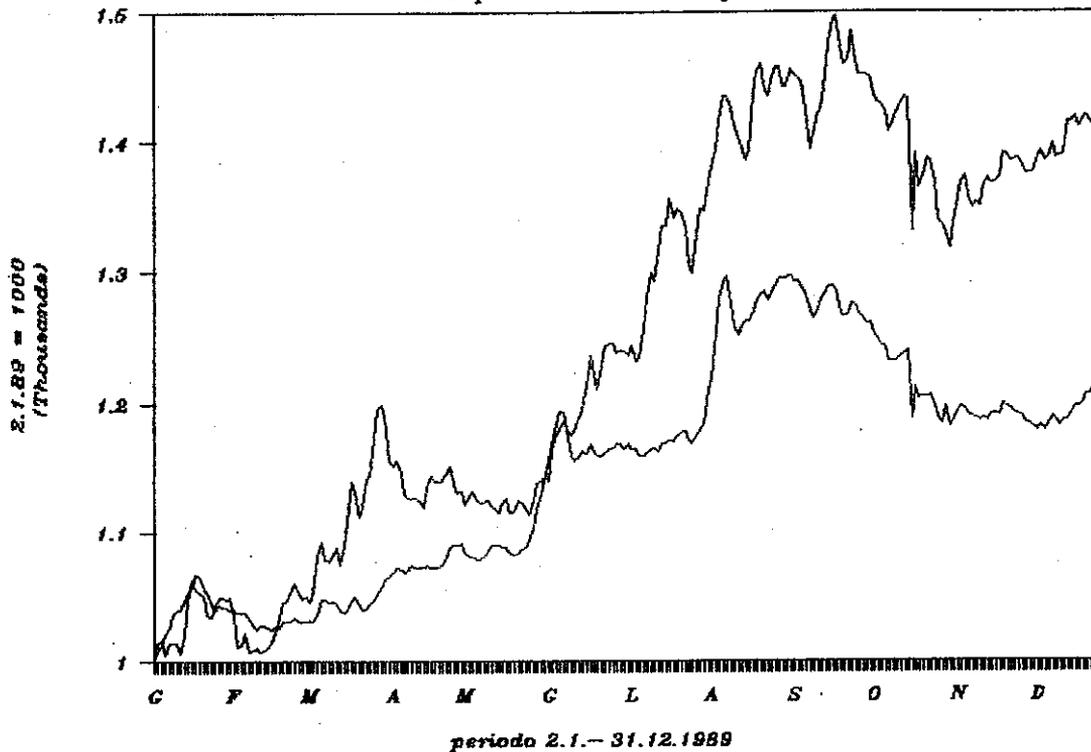


Grafico 9

INDICE IMR — INDICE COMPARTO BANCARIO

corei parametrizzati all'origine



INDICE MERCATO RISTRETTO

variazioni giornaliere

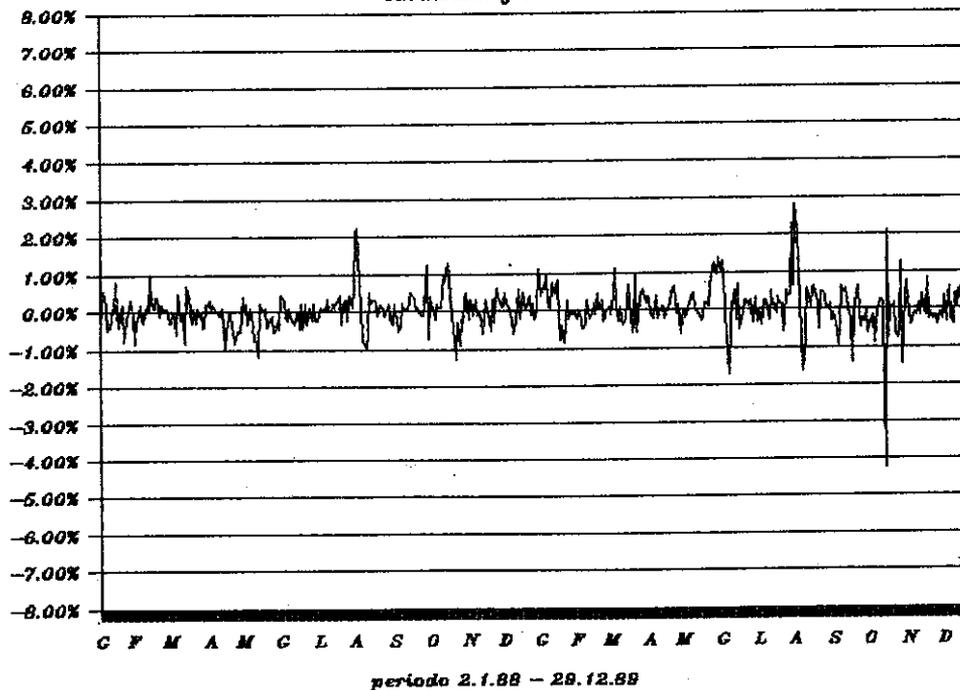


Grafico 10

Tav. a/I/14

**Operazioni sul capitale deliberate nel 1989
da società con azioni quotate in Borsa (a)**
(miliardi di lire)

Aumenti di capitale a pagamento	4.885,2	83%
Aumenti di capitale gratuiti	970	17%
Totale	5.855,2	100%
Sovrapprezzi	6.486,4	

<i>Settore pubblico</i>		<i>Settore privato</i>	
A pagamento	2.633,1	A pagamento	2.252,1
Gratuiti	508	Gratuiti	462
Totale	3.141,1 (53%)	Totale	2.714,1 (47%)
Sovrapprezzi	1.700	Sovrapprezzi	4.786,4

(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.

Operazioni sul capitale deliberate nel 1989 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>						
ANSALDO TRASPORTI (agosto)	4.200 (1.000+3.200)	20.000.000.000		20.000.000.000	84.000.000.000	Emissione di n. 20.000.000 azioni ordinarie
ALITALIA (dicembre)	1.000 (A)	390.000.000.000		390.000.000.000	min. 546.000.000.000 mas. 663.000.000.000	Previa sistemazione delle perdite al 30.6.89, emissione di n. 390.000.000 azioni ordinarie
B.N.L.	32.400 (10.000+22.400)	252.101.440.000		252.101.440.000	816.808.665.600	Emissione di n. 25.210.144 quote ordinarie con limitazioni del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 cc.
BANCA TOSCANA (aprile)	1.500 (1.000+500)	24.000.000.000	132.000.000.000	156.000.000.000	36.000.000.000	Emissione per la parte a pagamento di n. 24.000.000 di azioni; per la parte gratuita mediante aumento da lire 500 a lire 1.000 del v.n. e mediante emissione di n. 12.000.000 di azioni
BANCO DI CHIAVARI (luglio)	2.500 (1.000+1.500)	14.000.000.000	14.000.000.000	28.000.000.000	35.000.000.000	Emissione di 14.000.000 di azioni ordinarie a pagamento e di n. 14.000.000 di azioni ordinarie gratuite
BANCO DI ROMA (aprile)	1.600 (1.000+600)	500.000.000.000		500.000.000.000	800.000.000.000	Emissione di n. 500.000.000 di azioni ordinarie dopo un frazionamento del loro v.n. da lire 5.000 a lire 1.000

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Aumento (lire)			Richiesta complessiva di denaro (lire)	Note
		A pagamento	Gratuito	Totale		
	15.000 (1.000+14.000)	8.750.000.000		8.750.000.000	131.250.000.000	Emissione di n. 8.750.000 azioni ordinarie (al servizio di un warrant offerto gratuitamente agli azionisti esercitabile dal 1991)
CANTONI I.T.C. (giugno)	1.400 (1.000+400)		3.322.848.000	3.322.848.000		Emissione di n. 1.085.661 azioni ordinarie e n. 21.955 azioni di risparmio
CARTIERE BINDA DE MEDICI (maggio)	11.500 (5.000+6.500)	103.820.606.000		103.820.606.000	145.348.848.400	Emissione di n. 103.820.606 azioni ordinarie
CARTIERE BURGO (novembre)	1.000	88.747.605.000		88.747.605.000	204.411.949.000	Emissione di n. 17.749.521 azioni ordinarie
CASTAGNETTI (dicembre)	2.500 (1.000+1.500)	59.931.585.000		59.931.585.000	59.931.585.000	Emissione di n. 59.931.585 azioni ordinarie
CIGA (*) (aprile)	5.090 (1.000+4.090)	43.838.168.000		43.838.168.000	109.595.420.000	Emissione di n. 43.838.168 azioni ordinarie
CIR (luglio) (*)	6.250 (1.000+5.250)	36.815.493.000		36.815.493.000	187.398.593.700	Emissione di n. 36.815.493 azioni ordinarie
(ottobre)		182.500.000.000		182.500.000.000	228.125.000.000	Emissione di n. 91.250.000 azioni ordinarie e di n. 91.250.000 azioni di risparmio
CO.FI.DE. (marzo) (*)	6.000 (1.000+5.000)	43.050.000.000		43.050.000.000	258.300.000.000	Emissione di n. 43.050.000 azioni ordinarie
(luglio) (*)	5.050 (1.000+4.050)	73.336.866.000	73.336.868.000	146.673.734.000	370.351.173.300	Emissione di n. 72.302.490 azioni ordinarie e n. 74.371.244 azioni di risparmio
CREDITO FONDARIO (dicembre)	4.000 (1.000+3.000)	12.500.000.000	12.500.000.000	25.000.000.000	50.000.000.000	Emissione di n. 12.500.000 azioni ordinarie gratuite e di n. 12.500.000 azioni ordinarie a pagamento.

segue: Trv. a/II/14a

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Aumento (lire)			Richiesta complessiva di denaro (lire)	Note
		A pagamento	Gratuito	Totale		
<i>Settore privato</i>						
ACQUEDOTTO DE FERRARI GALLIERA (aprile)	500	9.360.000.000		9.360.000.000	9.360.000.000	Emissione di n. 11.188.426 azioni ordinarie e n. 7.531.574 azioni di risparmio
AUTOSTRADA TORINO-MILANO (aprile)			4.500.000.000	4.500.000.000		Emissione di n. 4.500.000 azioni ordinarie
BENETTON (febbraio)	v.n. 500 (D)	12.000.000.000		12.000.000.000	12.000.000.000	Emissione di n. 24.000.000 di azioni ordinarie con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441 c.c.
B.N.A. (aprile)	2.850 (500+2.350) 1.000 (500+500) 500	28.500.000.000 14.250.000.000 14.250.000.000			162.450.000.000 28.500.000.000 14.250.000.000	Emissione di n. 57.000.000 azioni ordinarie, n. 28.500.000 azioni privilegiate e di n. 28.500.000 azioni di risparmio
BONIFICHE SIELE (marzo)	9.000 (500+8.500) 3.000 (500+2.500)	2.932.705.000 325.855.000		3.258.560.000	52.788.690.000 1.955.130.000 54.743.820.000	Emissione di n. 5.865.410 azioni ordinarie e di n. 651.710 azioni di risparmio
(agosto) (*)	14.000 (500+13.500) 3.800 (500+3.300)	1.759.623.000 195.513.000		1.955.136.000	49.269.444.000 1.485.898.800 50.755.342.800	Emissione di n. 3.519.246 azioni ordinarie e di n. 391.026 azioni di risparmio
(*)						
CALCESTRUZZI (dicembre)	10.000 (1.000+9.000)	8.750.000.000		8.750.000.000	87.500.000.000	Emissione di n. 8.750.000 azioni ordinarie

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Aumento (lire)			Richiesta complessiva di denaro (lire)	Note
		A pagamento	Gratuito	Totale		
FISCAMBI HOLDING (maggio)	3.500 (1.000+2.500) az. ord. 2.500 (1.000+1.500) az. risp.	8.088.173.000		8.088.173.000	26.520.432.500	Emissione di n. 6.300.000 azioni ordinarie e di n. 1.788.173 azioni di risparmio (1 ^a tranche), (2 ^a tranche) Analogia emissione
GEMINA (*) (settembre)	1.000 (500+500)	58.930.738.500		58.930.738.500	117.861.477.000	Emissione di n. 117.861.477 azioni di risparmio
GEWISS (maggio)			2.000.000.000	2.000.000.000		Emissione di n. 2.000.000 azioni ordinarie
GILARDINI (giugno)	1.050 (1.000+50)	60.625.250.000	121.250.500.000	181.875.750.000	63.656.512.500	Emissione per la parte a pagamento di n. 60.625.250 azioni ordinarie, per la parte gratuita di n. 109.926.132 azioni ordinarie e n. 11.324.368 azioni di risparmio
IFIL (*) (luglio)	5.600 (1.000+4.600) az. ord. 3.300 (1.000+2.300) az. risp.	120.648.870.000		120.648.870.000	750.545.890.000	Emissione di n. 45.736.652 azioni ordinarie e di n. 74.912.218 azioni di risparmio
INDUSTRIE SECCO (giugno)	800 (500+300)	4.389.131.000		4.389.131.000	7.022.609.600	Emissione di n. 8.778.262 azioni ordinarie
ISTITUTO FARMACOLOGICO SERONO (maggio)			262.500.000	262.500.000		Emissione di n. 2.625.000 azioni ordinarie

segue: Tav. a/II/14a

ISVIM (febbraio)	7.300 (1.000+6.300)	16.800.000.000	16.800.000.000	122.640.000.000	Emissione di n. 16.800.000 azioni ordinarie
ITALIA ASSICURAZIONI (novembre)	10.000 (1.000+9.000)	10.000.000.000	10.000.000.000	100.000.000.000	Emissione di n. 10.000.000 di azioni ordinarie
LA FONDIARIA ASSICURAZIONI (aprile)	35.000 (1.000+34.000) 50.000 (1.000+49.000)	5.800.000.000 5.800.000.000	17.400.000.000	493.000.000.000	Per la parte a pagamento offerta di n. 5.800.000 azioni ordinarie e di n. 5.800 buoni al portatore denominati «Buoni azioni ordinarie La Fondiaria 1989/1994» con diritto di sottoscrizione di azioni ordinarie «La Fondiaria Assicurazione». Per la parte gratuita emissione di n. 5.800.000 azioni ordinarie
LLOYD ADRIATICO (dicembre)	8.500 (1.000+7.500) 7.500 (1.000+6.500)	20.000.000.000 1.000.000.000	21.000.000.000	177.500.000.000	Offerta in opzione ai soci di n. 20 milioni di azioni ordinarie. Offerta ai dipendenti della società, ai sensi dell'art. 2441, comma 8, c.c. di n. 750.000 azioni ordinarie. Offerta agli agenti della società, ai sensi dell'art. 2441, comma 5, c.c. di n. 250.000 azioni ordinarie
MAFFEI (luglio)	3.500 (1.000+2.500)	5.000.000.000	5.000.000.000	12.500.000.000	Emissione di n. 5.000.000 azioni ordinarie
MAGNETI MARELLI (giugno)	1.050 (1.000+50)	285.198.695.000	393.195.533.800	299.458.629.750	Emissione per la parte a pagamento di n. 285.198.695 azioni ordinarie e di risparmio, per la parte gratuita mediante aumento del v.n. delle azioni da lire 600 a lire 1.000 (E)
MEDIOBANCA (ottobre)	10.000 (1.000+9.000)	68.000.000.000	136.000.000.000	680.000.000.000	Emissione di n. 68.000.000 azioni ordinarie gratuite e di n. 68.000.000 azioni ordinarie a pagamento
NUOVA EDIFICATRICE (novembre)	1.000	30.810.084.000	30.810.084.000	30.810.084.000	Emissione di n. 20.810.084 azioni ordinarie e n. 10.000.000 azioni di risparmio

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Aumento (lire)			Richiesta complessiva di denaro (lire)	Note
		A. pagamento	Gratuito	Totale		
OLIVETTI (giugno)	1.562 (1.000+562)	20.000.000.000		20.000.000.000	31.240.000.000	Emissione di n. 20.000.000 azioni di risparmio non convertibili riservate ai dipendenti del gruppo ai sensi dell'art. 2441 c.c.
(agosto)	8.300 (1.000+7.300)	54.715.476.000		54.715.476.000	454.138.450.000	Emissione di n. 54.715.476 azioni ordinarie
PACCHETTI (settembre)	380 (350+30)	18.174.800.000		18.174.800.000	19.732.640.000	Emissione di n. 51.928.000 azioni ordinarie
PARAMATTI (dicembre)	750	48.407.838.000	2.016.993.250	50.424.831.250	48.407.838.000	Aumento gratuito per lire 2.016.993.250 mediante aumento del v.n. delle azioni da lire 500 a lire 750 e a pagamento mediante emissione di n. 64.543.784 azioni ordinarie
PIRELLI (aprile) (*)	6.000 (1.000+5.000)	24.407.075.000		24.407.075.000	146.442.450.000	Emissione di n. 24.407.075 azioni ordinarie
(novembre)	2.650 (1.000+1.650)	148.177.159.000		148.177.159.000	392.669.500.000	Emissione di n. 148.177.159 azioni ordinarie (parte di tali azioni è riservata ai possessori di obbligazioni Industrie Pirelli 9,75% 1985-1995 convertibili in azioni Pirelli)
POLIGRAFICI EDITORIALE (luglio)			3.000.000.000	3.000.000.000		Emissione di n. 6.000.000 azioni ordinarie
RAGGIO DI SOLE (maggio) (*)	4.370 (1.000+3.370)	6.887.040.000		6.887.040.000	30.096.364.000	Emissione di n. 6.887.040 azioni ordinarie
RAS (febbraio)	8.000 (1.000+7.000)	31.492.800.000	10.497.600.000 5.002.400.000	15.500.000.000		Emissione di n. 10.497.600 azioni ordinarie e di n. 5.002.400 azioni di risparmio gratuite
	8.000 (1.000+7.000)	15.007.200.000		46.500.000.000	372.000.000.000	Emissione di n. 31.492.800 azioni ordinarie e di n. 15.007.200 azioni di risparmio a pagamento

SANTAVALERIA FINANZIARIA (marzo)	2.375 (1.000+1.375)	26.787.200.000	26.787.200.000	63.619.600.000	Emissione di n. 26.787.200 azioni ordinarie
SASIB (giugno) (*)	2.000 (1.000+1.000)	305.000.000	305.000.000	610.000.000	Emissione di n. 305.000 azioni di risparmio non convertibili riservate ai dirigenti del gruppo ai sensi dell'art. 2441 c.c.
SEM (aprile)	50	10.000.000.000	10.000.000.000	10.000.000.000	Emissione di n. 20.000.000 azioni ordinarie previa riduzione del capitale sociale da L. 100.000.000.000 a lire 2.500.000.000 mediante accantonamento valore azioni ordinarie e riduzione da lire 1.000 a lire 50 delle azioni di risparmio
SOGEFI (agosto) (*)	1.500 2.630 (1.000+1.630)	4.000.000.000 28.000.000.000	4.000.000.000 42.000.000.000	6.000.000.000 73.640.000.000	Emissione di n. 14.000.000 azioni ordinarie gratuite ai sensi dell'art. 2441 c.c.
(ottobre)	(1.000+500)				Emissione di n. 4.000.000 azioni e di n. 28.000.000 azioni ordinarie a pagamento
SOPAF (dicembre)	1.000 (F)	8.432.922.000	16.865.844.000	min. 32.045.103.600 mas. 35.418.272.400	Aumento capitale sociale, in via gratuita mediante emissione di n. 8.432.922 azioni ordinarie e a pagamento con emissione di n. 8.432.922 azioni ordinarie
STEEANEL (maggio)	1.000 (G)	2.940.000.000	5.880.000.000	min. 5.386.000.000 mas. 6.174.000.000	Aumento capitale sociale, in via gratuita mediante emissione di n. 2.940.000 azioni di risparmio e a pagamento con emissione di n. 2.940.000 azioni di risparmio
TERME DEMANIALI DI ACQUI (aprile)	375	4.860.000.000	5.346.000.000	4.860.000.000	Emissione di n. 6.500.000 azioni ordinarie Aumento gratuito mediante emissione di n. 777.600 azioni ordinarie e di n. 518.400 azioni di risparmio, a pagamento con emissione di n. 7.776.000 azioni ordinarie e n. 5.184.000 azioni di risparmio

segue: Tav. a/1/14a

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Aumento (lire)			Richiesta complessiva di denaro (lire)	Note
		A pagamento	Gratuito	Totale		
TORO ASSICURAZIONI (giugno)	1.000	7.200.000.000	5.500.000.000	12.700.000.000	7.200.000.000	Per la parte gratuita emissione di n. 1.515.772 azioni di risparmio, n. 2.887.500 azioni ordinarie e n. 1.096.728 azioni privilegiate. Per la parte a pagamento offerta ai soci di n. 1.515.772 azioni di risparmio, n. 2.877.500 azioni ordinarie e n. 1.096.728 azioni privilegiate e offerta ai dipendenti della società e di sue controllate di n. 1.700.000 azioni di risparmio
TRENNO (novembre)	2.500 (1.000+1.500)	13.735.795.000		13.735.795.000	34.339.487.500	Emissione di n. 13.735.795 azioni ordinarie
UNIPAR (luglio)	1.030 (1.000+30)	101.400.000.000		101.400.000.000	104.442.000.000	Emissione di n. 101.400.000 azioni ordinarie
TOTALE PRIVATO		2.252.099.914.750	462.005.729.050	2.714.105.643.800	7.038.479.352.200	
TOTALE GENERALE		4.885.213.126.750	970.005.729.050	5.855.218.855.800	11.371.576.143.400 (H)	

- (a) Non sono inclusi gli aumenti di capitale a fronte dell'emissione di obbligazioni convertibili nonchè quelli da attuarsi mediante conferimento in natura ovvero in relazione ad operazioni di fusione.
- (b) Sono incluse le spese di emissione e gli eventuali acconti sui dividendi.
- (*) Operazione deliberata dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 c.c.
- (A) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione tra L. 400 e L. 700.
- (B) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione tra L. 900 e L. 1.300.
- (C) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione tra L. 8.000 e L. 11.000.
- (D) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione.
- (E) La ripartizione definitiva delle azioni di nuova emissione tra ordinarie e di risparmio dipende dall'esito della conversione di azioni di risparmio richieste a luglio 1989.
- (F) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione tra L. 2.800 e L. 3.200.
- (G) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione tra L. 900 e L. 1.100.
- (H) Nei casi in cui l'Assemblea ha deliberato un sovrapprezzo di emissione variabile tra un minimo e un massimo è stato utilizzato, per il calcolo del totale della richiesta complessiva di denaro, l'importo massimo.

**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	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
	1989	2.633,1	2.252,1	4.885
2) Aumenti di capitale gratuiti	1984	385	1.210	1.595
	1985	112	265	377
	1986	627	778	1.405
	1987	835	692	1.527
	1988	112	518	630
	1989	508	462	970
3) Totale (1+2)	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
	1989	3.141,1	2.714,1	5.855
4) Sovrapprezzi	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
	1989	1.700	4.786	6.486
5) Mezzi liquidi complessivamente raccolti (1+4)	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
	1989	4.333	7.038	11.371

Tav. a/I/15

**Operazioni sul capitale eseguite nel 1989
da società con azioni quotate in Borsa (a)
(miliardi di lire)**

Aumenti di capitale a pagamento	3.280,7	84%
Aumenti di capitale gratuiti	620,8	16%
	<hr/>	<hr/>
Totale	3.901,5	100%
Mezzi liquidi complessivamente raccolti	7.574,3	
Sovrapprezzi	4.293,6	

*Settore pubblico**Settore privato*

A pagamento	982,8	A pagamento	2.297,8
Gratuiti	184,7	Gratuiti	436,1
	<hr/>		<hr/>
Totale	1.167,5 (29%)	Totale	2.733,9 (71%)
Sovrapprezzi	397	Sovrapprezzi	3.896,6

(a) Non sono inclusi gli aumenti di capitale attuati mediante conferimenti in natura ovvero in relazione ad operazioni di fusione.

Tab. a/1/15a

Operazioni sul capitale eseguite nel 1989 da società con azioni quotate in Borsa (a)

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	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>								
ANSALDO TRASPORTI	4.200 (1.000+3.200)	20.000.000	—	20.000.000.000	—	20.000.000.000	84.000.000.000	17/10
BANCA TOSCANA	1.500 (1.000+500)	24.000.000	12.000.000	24.000.000.000	132.000.000.000	156.000.000.000	36.000.000.000	17/10
BANCO DI CHIAVARI	2.500 (1.000+1.500)	14.000.000	14.000.000	14.000.000.000	14.000.000.000	28.000.000.000	35.000.000.000	17/10
BANCO DI ROMA	1.600 (1.000+600)	500.000.000	—	500.000.000.000	—	500.000.000.000	800.000.000.000	15/6
BANCO DI SARDEGNA			13.680 600.000		13.680.000.000 3.000.000.000	13.680.000.000 3.000.000.000		17/7
DALMINE	300	476.280.000	—	142.884.000.000	—	142.884.000.000	142.884.000.000	15/9
FINANZIARIA ERNESTO BREDA	3.000	94.000.000	—	282.000.000.000	—	282.000.000.000	282.000.000.000	15/6
ITALCABLE	—	—	11.000.000	—	22.000.000.000	22.000.000.000	—	15/5
TOTALE SETTORE PUBBLICO		1.128.280.000	37.613.680	982.884.000.000	184.680.000.000	1.167.564.000.000	1.379.884.000.000	

ACQUEDOTTO DE FERRARI GALLIERA	500	18.720.000	—	9.360.000.000	—	9.360.000.000	9.360.000.000	15/9
AUTOSTRADA TORINO-MILANO		—	4.500.000	—	4.500.000.000	4.500.000.000		17/7
B.N.A.	2.850 (500+2.350) 1.000 (500+500) 500	57.000.000	—	28.500.000.000	—	28.500.000.000	162.450.000.000	
		28.500.000	—	14.250.000.000	—	14.250.000.000	28.500.000.000	
		28.500.000	—	14.250.000.000	—	14.250.000.000	205.200.000.000	1/7
BENETTON	10.775 (500+10.275)	14.000.000	—	7.000.000.000	—	7.000.000.000	150.850.000.000	8/6 (e)
BONIFICHE SIELE	9.000 (500+8.500) 3.000 (500+2.500)	5.865.410	—	2.932.705.000	—	2.932.705.000	52.788.690.000	
		651.710	—	325.855.000	—	325.855.000	1.955.130.000	
		3.519.246	—	1.759.623.000	—	1.759.623.000	54.743.820.000	20/6
(*)	14.000 (500+13.500)	—	—	—	—	—	49.269.444.000	
(*)	3.800 (500+3.300)	391.026	—	195.513.000	—	195.513.000	1.485.898.800	
		—	—	—	—	—	50.755.342.800	16/11

segue: Tav. a/1/15a

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Numero azioni emesse		Aumento (lire)			Mezzi liquidi complessivamente raccolti (lire)	Data di stacco della cedola
		A pagamento	Gratuite	A pagamento	Gratuito	Totale		
BROGGI IZAR	125	125.878.760		15.734.845.000		15.734.845.000	15.734.845.000	16/11
CANTONI ITC			1.085.661		3.322.848.000	3.322.848.000		16/11
CARTIERE BURGO	11.500 (5.000+6.500)	17.749.521		88.749.521.000		88.749.521.000	204.411.949.000	14/12
CARTIERE SOITTRICI BINDA	1.400 (1.000+400)	103.820.606		103.820.606.000		103.820.606.000	145.348.848.400	15/9
CIGA	2.500 (1.000+1.500)	43.838.168		43.838.168.000		43.838.168.000	109.595.420.000	15/9
CIR (*)	5.090 (1.000+4.090)	36.815.493		36.815.493.000		36.815.493.000	187.398.593.700	17/8
	6.250 (1.000+5.250)	182.500.000		182.500.000.000		182.500.000.000	228.125.000.000	27/10
COFIDE (*)	6.000 (1.000+5.000)	43.050.000		43.050.000.000		43.050.000.000	258.300.000.000	14/4
(*)	5.050 (1.000+4.050)	24.445.622	73.336.868	24.445.622.000	73.336.868.000	97.782.490.000	123.450.391.100	15/9
DE ANGELI FRUA	2.800 (2.500+300)	110.349.950		275.874.875.000		275.874.875.000	308.979.860.000	1/10
EUROMOBILIARE	2.250 (1.000+1.250)	500.000		500.000.000		500.000.000	1.125.000.000	10/10
EUROPA METALLI LMI (*)	1.250 (1.000+250)	109.437.096		109.437.096.000		109.437.096.000	136.796.370.000	17/10
FERROVIE TORINO NORD	1.000	16.632.000		16.632.000.000		16.632.000.000	16.632.000.000	19/4
FIAR			786.500		786.500.000	786.500.000	786.500.000	17/10

FISCAMBI HOLDING	3.500 (1.000+2.500) (az. ord.) 2.500 (1.000+1.500) (az. di risp.)	8.088.173	8.088.173.000	8.088.173.000	26.520.432.500	16/11
FINANZIARIA CENTRO NORD	10.000	4.451.190	44.511.900.000	44.511.900.000	44.511.900.000	17/7
FINARTE (*)	3.200 (1.000+2.200)	10.000.000	10.000.000.000	10.000.000.000	32.000.000.000	17/5
(*)	2.500 (1.000+1.500)	25.000.000	25.000.000.000	25.000.000.000	62.500.000.000	17/5
	2.500 (1.000+1.500)	12.000.000	12.000.000.000	12.000.000.000	30.000.000.000	17/8
	2.200 (1.000+1.200)	1.375.000	1.375.000.000	1.375.000.000	3.025.000.000	6/12
FINANZIARIA POZZI GINORI (*)	1.000	54.813.948	54.813.948.000	54.813.948.000	54.813.948.000	16/11
G.A.I.C.	8.000 (4.000+4.000)	6.314.880	25.259.520.000	25.259.520.000	50.519.040.000	16/3
GEMINA (*)	1.000 (500+500)	117.861.477	58.950.738.500	58.950.738.500	117.861.477.000	16/11
GEWISS				2.000.000.000		15/6
GILARDINI	1.050 (1.000+50)	60.625.250	60.625.250.000	121.250.500.000	63.656.512.500	17/8
IFIL (*)	3.300 (1.000+2.300) (az. di risp.)	120.648.870	120.648.870.000	120.648.870.000	503.335.570.600	15/9

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Numero azioni emesse		Aumento (lire)			Mezzi liquidi complessivamente raccolti (lire)	Data di stacco della cedola
		A pagamento	Gratuite	A pagamento	Gratuito	Totale		
INVEUROP (*)	50	181.752.000		9.087.600.000		9.087.600.000	9.087.600.000	1/3
ISTITUTO FARMACOLOGICO SERONO	7.300 (1.000+6.300)	16.800.000	2.625.000	16.800.000.000	262.500.000	16.800.000.000	122.640.000.000	17/10
ISVIM								18/12
LA FONDIARIA ASSICURAZIONI	35.000 (1.000+34.000)	5.800.000	5.800.000	5.800.000.000	5.800.000.000	11.600.000.000	203.000.000.000	17/5
MAFFEI	3.500 (1.000+2.500)	5.000.000		5.000.000.000		5.000.000.000	17.500.000.000	17/10
MAGNETTI MARELLI	1.050 (1.000+50)	285.198.695		285.198.695.000	107.996.838.800	393.195.533.800	299.458.629.750	15/9
MEDIOBANCA	10.000 (1.000+9.000)	68.000.000	68.000.000	68.000.000.000	68.000.000.000	136.000.000.000	680.000.000.000	16/11
NAI	5	3.494.400.000		17.472.000.000		17.472.000.000	17.472.000.000	31/7
OLIVETTI	8.300 (1.000+7.300)	54.715.476		54.715.476.000		54.715.476.000	454.138.450.000	15/9
PIRELLI (*)	6.000 (1.000+5.000)	24.407.075		24.407.075.000		24.407.075.000	146.442.450.000	17/5
	2.650 (1.000+1.650)	148.177.159		148.177.159.000		148.177.159.000	392.669.500.000	14/12
POLIGRAFICI EDITORIALE	4.370 (1.000+3.370)	6.887.040	6.000.000	6.887.040.000	3.000.000.000	3.000.000.000	30.096.364.000	16/11
RAGGIO DI SOLE (*)	8.000 (1.000+7.000) (az. ord.)	31.492.800	10.497.600	31.492.800.000	10.497.600.000	41.990.400.000	251.942.400.000	17/10
RAS	8.000 (1.000+7.000)	15.007.200	5.002.400	15.007.200.000	5.002.400.000	20.009.600.000	120.057.600.000	16/3

segue: Tav. a/1/15a

SANTAVALERIA FINANZIARIA	2.375 (1.000+1.375)	26.787.200	27.787.200.000	26.787.200.000	63.619.600.000	5/6
SASIB (*)	2.000 (1.000+1.000)	305.000	305.000.000	305.000.000	610.000.000	15/12
SOGEFI (*)	2.630 (1.000+1.630)	28.000.000	28.000.000.000	14.000.000.000	73.640.000.000	16/11
STEFANEL S.p.A.			6.500.000	6.500.000.000		17/7
TERME DEMANIALI DI ACQUI	375	12.960.000	4.860.000.000	486.000.000	4.860.000.000	10/11
TORO ASSICURAZIONI	1.000	7.200.000	7.200.000.000	5.500.000.000	7.200.000.000	15/9 (d)
UNIPAR	1.030 (1.000+30)	101.400.000	101.400.000.000		104.442.000.000	14/12
TOTALE SETTORE PRIVATO		5.907.633.041	318.054.288	2.297.822.566.500	2.733.938.376.300	6.194.427.914.350
TOTALE GENERALE		7.035.913.041	355.667.968	3.280.706.566.500	3.901.502.376.300	7.574.311.914.350

(a) Non sono inclusi gli aumenti di capitale attuati mediante conferimenti in natura ovvero in relazione ad operazioni di fusione o a fronte della conversione di obbligazioni.

(b) Sono incluse le spese di emissione e di eventuali acconti sui dividendi.

(c) In tale data il titolo Benetton è stato ammesso alla quotazione al New York Stock Exchange e al Toronto Stock Exchange.

(d) Per n. 1.700.000 azioni offerte ai dipendenti la data di stacco cedola è il 10/10.

(*) Operazione deliberata dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 c.c.

**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	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
	1989	983	2.298	3.281
2) Aumenti di capitale gratuiti	1984	434	1.218	1.652
	1985	68	256	324
	1986	522	731	1.253
	1987	689	653	1.342
	1988	391	595	986
	1989	185	436	621
3) Totale (1+2)	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	815	1.768	2.583
	1989	1.168	2.734	3.902
4) Sovrapprezzi	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
	1989	397	3.897	4.294
5) Mezzi liquidi complessivamente raccolti (1+4)	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
	1989	1.380	6.195	7.575

Tav. a/I/16

Emissioni di azioni di risparmio deliberate nel 1989 dalle società quotate

Società	Conversione	Aumento capitale sociale (lire)
ACQUEDOTTO DE FERRARI GALLIERA (aprile)	—	3.765.787.000
BNA (aprile)	—	14.250.000.000
BONIFICHE SIELE (marzo) (agosto)	—	1.955.130.000 (A) 1.485.898.800 (A)
CANTONI ITC (giugno)	—	3.322.848.000
CEMENTERIA DI BARLETTA (aprile)	3.500.000.000 (azioni privilegiate in azioni di risp.)	
C.I.R. S.p.A. (ottobre)	—	91.250.000.000 (A)
CO.FI.DE. S.p.A. (luglio)	—	73.371.244.000
FISAC (luglio)	—	200.343.000
FISCAMBI HOLDING (maggio)	—	3.576.346.000 (A)
GEMINA (settembre)	—	117.861.477.000 (A)
IFIL (giugno)	—	74.912.218.000 (A)

segue: Tav. a/1/16

Società	Conversione	Aumento capitale sociale (lire)
ITALCABLE (maggio)	—	8.000.000.000
NUOVA EDIFICATRICE (novembre)	—	10.000.000.000
OLIVETTI (giugno)	—	20.000.000.000 (A)
RAS (febbraio)	—	15.007.200.000 (A) 5.002.400.000
SASIB (giugno)	—	305.000.000 (A)
SIP (novembre)	—	120.000.000.000
SOPAF (dicembre)	—	5.880.000.000 (A)
TERME DEMANIALI DI ACQUI (aprile)	—	2.138.400.000
TORO ASSICURAZIONI (giugno)	—	4.731.544.000

(A) È stato previsto un sovrapprezzo di emissione.

Tav. a/1/16a

**Emissioni di azioni di risparmio deliberate dalle società quotate
(L. miliardi)**

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Numero società che hanno deliberato l'emissione di azioni di risparmio a fronte di aumenti di capitale	9	8	11	36	58	17	6	19
N. società che hanno richiesto un sovrapprezzo di emissione	5	3	2	25	46	6	4	8
Ammontare del sovrapprezzo (1)	46,3	58,2	52,2	710,6	3.350,6	216,5	14,1	776,2
Aumento del capitale sociale (2)	229,7	502,8	94,8	728,6	2.622,0	226,4	12,9	578 (*)
TOTALE (1+2)	276	561	147	1.439,2	5.972,6	442,9	27	1.354,2
Aumenti capitale + sovrapprezzo	2.677	3.724,9	5.524,3	5.988,8	14.908,6	4.722	2.744,7	12.341,6 (*)
% azioni di risparmio sul totale aumenti capitale	10,3	15,1	2,7	24,0	40	9,4	1	10,9

(*) Dato complessivo delle azioni di risparmio gratuite.

**Emissioni di obbligazioni deliberate nel 1989
da società quotate in Borsa**

Società	Convertibili e cum warrant (lire)	Ordinarie (lire)
C.I.R. S.p.A. (*) (luglio)	128.854.225.500 al 9,5% 1989/1995 (cum warrant su azioni ordinarie e di risparmio)	
CO.FI.DE S.p.A. (*) (luglio)	97.782.488.000 al 9,5% 1989/1995 (cum warrant su azioni di risparmio)	
FINANZIARIA CENTRO NORD (ottobre)	29.674.600.000 al 6% 1988/1993 (cum warrant su azioni ordinarie)	
ITALGAS (dicembre)	tra 156.000.000.000 e 186.000.000.000 (A) al 9-10% 1990/1996 (in azioni ordinarie)	
MEDIOBANCA (ottobre)	Fino ad un massimo 5.000.000.000.000 (in azioni di altre società, divise in varie serie, da effettuarsi entro il 31 dicembre 1992) (B)	Fino ad un massimo di 5.000.000.000.000 (da effettuarsi in più tranches entro il 31 dicembre 1992) (B)
PACCHETTI (settembre)	77.892.000.000 al 5% 1990/1995 (in azioni ordinarie)	

segue: Tav. a/I/17

Società	Convertibili e cum warrant (lire)	Ordinarie (lire)
SANTAVALERIA FINANZIARIA (marzo)	28.461.400.000 al 7,50% 1989/1996 (in azioni ordinarie)	
SERFI (novembre)	Fino ad un massimo di L. 19.890.000.000 1990/1995 (in azioni ordinarie della Società Aziona- ria per la Condotta di Acque Potabili - Torino)	
SMI - SOCIETÀ METALLURGICA ITALIANA (*) (aprile)	48.004.311.600 all'8,75% 1989/1995 (cum warrant su azioni ordinarie)	
SOGE.FI. S.p.A. (*) (agosto)	56.000.000.000 al 9,50-10% 1989/1995 (cum warrant per azioni ordinarie)	
TOTALE	5.642.559.025.100 (C)	5.000.000.000.000
TOTALE CONV. + ORD.	10.642.559.025.100	

(*) Operazione deliberata dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2420-ter c.c.

(A) V.n. compreso tra L. 2.600 e L. 3.100.

(B) Tale ammontare sostituisce il precedente plafond di L. 3.000 miliardi deliberato dall'assemblea straordinaria del 14.3.1988.

(C) Nel calcolo del totale è stato utilizzato l'importo minimo relativo al prestito obbligazionario della Italgas S.p.A.

Tav. a/1/18

Scambi azionari nei Mercati Ristretti
(anni 1988-1989)

Mercati Ristretti	Numero titoli iscritti nel listino al 31.12.1989	Quantità				Controvalore (lire)					
		1989		1988		1989		1988		Quota % 1989	
MILANO	38	99.433.365	45.824.600	116,99	97,77	839.855.415.409	332.013.081.925	152,96	99,19		
TORINO	6	473.875	142.775	231,90	,47	862.047.250	398.534.500	116,30	,10		
ROMA	11	185.400	45.800	304,80	,18	871.077.000	489.753.000	77,86	,10		
GENOVA	5	1.340.850	50.200	2571,02	1,32	3.395.251.000	833.689.000	307,26	,40		
FIRENZE	3	—	—	,00	,00	—	—	,00	,00		
NAPOLI	3	271.500	481.075	-43,56	,27	1.759.402.500	2.550.474.000	-31,02	,21		
TOTALE		101.704.990	46.544.450	118,51	100,00	846.743.193.159	336.285.532.425	151,79	100,00		

Tav. a/1/18a

**Volume complessivo degli affari trattati
presso i Mercati Ristretti nell'anno 1989**

Mese	Anno 1988		Anno 1989	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	2.354.300	22.261.687	10.430.600	60.722.760
Febbraio	3.498.650	36.878.014	7.767.600	33.991.006
Marzo	4.460.525	29.770.479	7.101.825	47.708.598
Aprile	4.567.250	29.030.236	6.417.736	58.599.511
Maggio	3.900.900	25.002.946	10.022.950	74.873.167
Giugno	2.934.075	19.064.864	14.827.125	138.516.858
Luglio	5.186.650	25.819.832	7.352.000	70.991.439
Agosto	2.151.425	17.438.944	13.453.236	140.309.380
Settembre	3.450.450	32.312.555	9.183.401	86.529.488
Ottobre	6.528.400	43.407.326	7.557.702	64.890.930
Novembre	3.656.450	27.300.644	4.013.144	35.576.114
Dicembre	3.855.375	27.998.005	3.577.671	34.033.942
TOTALE	46.544.450	336.285.532	101.704.990	846.743.193

**Volume complessivo degli affari trattati
presso il Mercato Ristretto di Milano nell'anno 1989**

Mese	Anno 1988		Anno 1989	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	2.291.075	21.797.515	10.214.775	59.954.443
Febbraio	3.428.950	36.418.099	7.667.575	33.481.042
Marzo	4.392.125	29.321.509	6.695.175	46.472.574
Aprile	4.511.825	28.669.128	6.239.936	57.950.774
Maggio	3.842.950	24.644.142	9.857.550	74.343.020
Giugno	2.883.500	18.735.866	14.692.225	138.003.493
Luglio	5.150.325	25.572.592	7.224.200	70.614.168
Agosto	2.123.725	17.216.807	13.377.686	140.035.596
Settembre	3.414.200	32.063.490	8.702.251	85.488.519
Ottobre	6.489.675	43.119.997	7.347.752	64.412.022
Novembre	3.603.450	26.974.059	3.929.044	35.314.654
Dicembre	3.692.800	27.479.878	3.485.196	33.785.110
TOTALE	45.824.600	332.013.082	99.433.365	839.855.415

Tav. a/1/18c

**Volume complessivo degli affari trattati
presso il Mercato Ristretto di Roma nell'anno 1989**

Mese	Anno 1988		Anno 1989	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	2.400	41.729	116.400	283.469
Febbraio	3.100	39.367	19.700	91.590
Marzo	16.300	80.870	6.200	49.770
Aprile	4.000	42.210	8.800	53.235
Maggio	5.200	46.646	7.200	52.521
Giugno	2.100	31.800	1.800	34.115
Luglio	2.100	31.848	1.500	27.830
Agosto	2.200	36.385	5.100	86.760
Settembre	2.200	35.809	4.600	49.455
Ottobre	2.100	35.405	7.200	56.585
Novembre	2.100	34.820	3.100	44.400
Dicembre	2.000	32.864	3.800	41.347
TOTALE	45.800	489.753	185.400	871.077

**Volume complessivo degli affari trattati
presso il Mercato Ristretto di Torino nell'anno 1989**

Mese	Anno 1988		Anno 1989	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	5.875	84.966	40.825	97.294
Febbraio	100	1.820	28.375	58.024
Marzo	2.000	12.400	37.500	72.781
Aprile	2.000	8.100	16.500	25.950
Maggio	200	1.780	22.500	34.401
Giugno	1.075	5.211	12.000	17.720
Luglio	75	1.162	58.000	95.080
Agosto	600	3.905	43.000	76.069
Settembre	2.400	11.067	103.500	203.357
Ottobre	2.175	27.593	65.000	111.625
Novembre	9.500	25.940	22.000	30.820
Dicembre	116.775	214.590	24.675	38.926
TOTALE	142.775	398.534	473.875	862.047

Tav. a/1/18e

**Volume complessivo degli affari trattati
presso il Mercato Ristretto di Genova nell'anno 1989**

Mese	Anno 1988		Anno 1989	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	4.850	85.205	3.000	52.524
Febbraio	6.900	118.735	2.250	38.807
Marzo	7.800	135.169	318.350	823.947
Aprile	3.800	63.550	118.000	343.833
Maggio	3.800	59.943	113.500	296.171
Giugno	4.500	68.215	95.500	286.695
Luglio	3.350	50.997	54.300	156.358
Agosto	4.300	70.766	25.450	96.485
Settembre	3.150	51.322	358.250	684.822
Ottobre	2.850	48.098	133.350	284.530
Novembre	2.800	47.175	55.500	165.955
Dicembre	2.100	34.514	63.400	165.124
TOTALE	50.200	833.689	1.340.850	3.395.251

**Volume complessivo degli affari trattati
presso il Mercato Ristretto di Firenze nell'anno 1989**

Mese	Anno 1988		Anno 1989	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	-	-	-	-
Febbraio	-	-	-	-
Marzo	-	-	-	-
Aprile	-	-	-	-
Maggio	-	-	-	-
Giugno	-	-	-	-
Luglio	-	-	-	-
Agosto	-	-	-	-
Settembre	-	-	-	-
Ottobre	-	-	-	-
Novembre	-	-	-	-
Dicembre	-	-	-	-
TOTALE	-	-	-	-

Tav. a/1/18g

**Volume complessivo degli affari trattati
presso il Mercato Ristretto di Napoli nell'anno 1989**

Mese	Anno 1988		Anno 1989	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	50.100	252.271	55.600	335.030
Febbraio	59.600	299.992	49.700	321.542
Marzo	42.300	220.530	44.600	289.524
Aprile	45.625	247.248	34.500	225.720
Maggio	48.750	250.435	22.200	147.054
Giugno	42.900	223.772	25.600	174.835
Luglio	30.800	163.233	14.000	98.004
Agosto	20.600	111.081	2.000	14.470
Settembre	28.500	150.868	14.800	103.335
Ottobre	31.600	176.234	4.400	26.168
Novembre	38.600	218.651	3.500	20.285
Dicembre	41.700	236.159	600	3.435
TOTALE	481.075	2.550.474	271.500	1.759.402

**Titoli per controvalore trattato
nei sei Mercati Ristretti - anno 1989**

Titoli	Numero sedute 1989	Azioni trattate	Controvalore in lire	% sul controvalore totale
<i><u>Mercato ristretto di MILANO</u></i>				
Banca Popolare di Milano	251	9.682.744	97.538.745.235	11,61
Credito Bergamasco	227	2.280.490	82.632.916.885	9,84
Banca Popolare di Novara	251	4.062.519	65.367.388.869	7,78
Banca Popolare di Crema	251	1.133.666	49.447.469.910	5,89
Banca Popolare Comm. e Industria	251	2.314.237	43.541.845.270	5,18
Banca del Friuli	251	1.639.480	41.366.597.380	4,93
Banca Popolare di Bergamo	251	2.009.482	38.253.230.023	4,55
Banca di Legnano	251	6.353.479	38.170.490.195	4,54
Banca Popolare di Lodi	251	2.132.708	37.240.233.395	4,43
Banca Popolare di Cremona	251	3.148.682	35.900.508.225	4,27
Banca Credito Agrario Bresciano	251	5.847.712	29.956.253.860	3,57
Banca Popolare di Brescia	251	3.960.980	29.929.382.670	3,56
Banca Popolare di Luino-Varese	251	2.378.031	29.438.846.220	3,51
Banca Agricola Mantovana	251	246.309	27.543.511.500	3,28
Banca Popolare dell'Emilia	251	207.708	25.506.376.020	3,04
Acque e Terme di Bognanco	251	26.736.071	20.581.955.195	2,45
Warrant Banca Popolare di Milano	171	3.898.084	19.950.159.745	2,38
Banca Popolare di Intra	251	1.295.586	17.287.939.680	2,06

segue: Tav. a/1/18h

Titoli	Numero sedute 1989	Azioni trattate	Controvalore in lire	% sul controvalore totale
Banca Piccolo Credito Valtellinese	251	1.030.434	16.273.198.545	1,94
Banca Provincia di Napoli	251	2.013.100	12.869.215.000	1,53
Banca Popolare di Lecco	251	1.039.549	12.700.015.100	1,51
Cibiemme Plast	251	4.418.442	11.292.511.364	1,34
Banca Credito Popolare Siracusa	251	727.550	9.448.133.600	1,12
Banca Provinciale Lombarda Ord.	251	2.305.300	8.518.071.250	1,01
Banca Provinciale Lombarda Priv.	251	1.668.533	5.964.299.064	,71
Banca Subalpina	251	1.029.715	4.941.598.000	,59
Ital. Incendio, Vita	251	17.537	4.183.070.750	,50
Creditwest e comuni ves.	251	424.975	4.169.357.385	,50
Banco di Perugia	251	3.077.500	4.024.801.500	,48
Citibank Italia	251	683.968	3.879.124.099	,46
Banca Briantea	251	197.380	2.862.918.850	,34
Aviatour Italia	251	769.000	1.960.718.500	,23
Banca Industriale Gallaratese	251	114.500	1.868.127.525	,22
Zerowatt	251	290.000	1.394.894.500	,17
Finance	251	33.995	1.294.751.500	,15
Bieffe Medital	205	130.500	1.146.585.000	,14
Frette	251	78.500	656.436.000	,08
Finance Priv.	251	35.369	650.885.750	,08
Banca Tiburtina	35	19.550	102.851.850	,01
TOTALE		99.433.365	839.855.415.409	100,00

Mercato Ristretto: scambi azionari
(controvalore medio per seduta in milioni di lire)

Titoli	Milano	Roma	Torino	Genova	Napoli	Firenze
Banca Popolare di Milano	389	—	—	—	—	—
Credito Bergamasco	364	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Novara	260	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Crema	197	—	—	—	—	—
Banca Popolare Comm. e Industr.	173	—	—	—	—	—
Banca del Friuli	165	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Bergamo	152	2	—	2	—	—
Banca di Legnano	152	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Lodi	148	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Cremona	143	—	—	—	—	—
Banca Cr. Agrario Bresciano	119	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Brescia	119	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Luino-Varese	117	—	—	—	—	—
Banca Agricola Mantovana	110	—	—	—	—	—
Banca Popolare dell'Emilia	102	—	—	—	—	—
Acque e Terme di Bognanco	82	—	—	—	—	—
Warrant Banca Popolare Milano	117	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Intra	69	—	—	—	—	—
Banca Picc. Credito Valtellinese	65	—	—	—	—	—

segue: Tav. a/1/19

Titoli	Milano	Roma	Torino	Genova	Napoli	Firenze
Banca Provincia di Napoli	51	—	—	—	7	—
Banca Popolare di Lecco	51	—	—	—	—	—
Cibiemme Plast	45	—	—	—	—	—
Banca Credito Popolare Siracusa	38	—	—	—	—	—
Banca Provinciale Lombarda Ord.	34	—	—	—	—	—
Banca Prov. Lombarda già Priv.	24	—	—	—	—	—
Banca Subalpina	20	—	—	—	—	—
Italiana Incendio Vita	17	—	—	—	—	—
Creditwest e comuni vesuv.	17	—	—	—	—	—
Banco di Perugia	16	—	—	—	—	—
Citibank Italia	15	—	—	—	—	—
Banca Briantea	11	—	—	—	—	—
Aviatour Italia	8	—	—	—	—	—
Banca Industr. Gallaratese	7	—	—	—	—	—
Zerowatt	6	—	—	—	—	—
Finance	5	—	—	—	—	—
Bieffe Medital	6	—	—	—	—	—
Frette	3	—	—	—	—	—
Finance Priv.	3	—	—	—	—	—
Banca Tiburtina	3	—	—	—	—	—
Ist. Cessione Quinto	—	1	—	—	—	—
Bofina	—	—	3	—	—	—
I.F.I.S.	—	—	—	8	—	—
Base H Priv.	—	—	—	6	—	—

Titoli	Numero sedute 1989	Azioni trattate	Controvalore in lire	% sul controvalore totale
<u>Mercato Ristretto di ROMA</u>				
Banca Popolare di Bergamo	250	25.900	492.082.000	56,49
Ist. Cessione Quinto	249	148.500	370.555.000	42,54
Acque e Terme di Bognanco	250	10.000	5.950.000	,68
Aviatour Italia	250	1.000	2.490.000	,29
Banca Popolare di Milano	250	—	—	,00
Banca Popolare di Novara	250	—	—	,00
Citibank Italia	250	—	—	,00
Banca Creditwest e Com. Ves.	250	—	—	,00
Banco di Perugia	250	—	—	,00
Banca Popolare di Spoleto	sospesa	—	—	,00
Warrant Banca Popolare Milano	171	—	—	,00
Banca Tiburtina	35	—	—	,00
TOTALE		185.400	871.077.000	100,00
<u>Mercato Ristretto di TORINO</u>				
Bofina	251	458.000	753.139.000	87,37
Banca Subalpina	251	12.500	58.062.000	6,74
Banca Popolare di Novara	251	3.375	50.846.250	5,90
Citibank Italia	251	—	—	,00
Banca Popolare di Milano	251	—	—	,00
Warrant Banca Popolare Milano	171	—	—	,00
TOTALE		473.875	862.047.250	100,00

Tav. a/I/21

Titoli	Numero sedute 1989	Azioni trattate	Controvalore in lire	% sul controvalore totale
<u>Mercato Ristretto di GENOVA</u>				
I.F.I.S.	210	1.007.000	1.747.527.000	51,47
Base H	205	307.000	1.142.776.000	33,66
Banca Popolare di Bergamo	251	26.650	501.453.000	14,77
Citibank Italia	251	100	2.045.000	,06
Banca Popolare di Novara	251	100	1.450.000	,04
TOTALE		1.340.850	3.395.251.000	100,00
<u>Mercato Ristretto di FIRENZE</u>				
Citibank Italia	251	—	—	—
Banca Popolare di Novara	251	—	—	—
Banco di Perugia	251	—	—	—
TOTALE		—	—	—
<u>Mercato Ristretto di NAPOLI</u>				
Banca Provincia di Napoli	251	269.700	1.748.980.500	99,41
Citibank Italia	251	1.800	10.422.000	,59
Banca Popolare di Novara	251	—	—	,00
TOTALE		271.500	1.759.402.500	100,00

Società fiduciarie che hanno depositato nel 1989

AKROS — GESTIONI FIDUCIARIE

CITIN

CITITRUST

CO.FI.MO. FIDUCIARIA

CONFIDA

CORDUSIO

EUROINVEST FIDUCIARIA

FEI — FINANZIARIA EUROPEA INVESTIMENTI

FIDA FIDUCIARIA

FIDAR

FIDEUR FIDUCIARIA EUROPA

FIDIMO

FIDUCIARIA GRUPPO 2000

FIDUCIARIA OREFICI

FIDUCIARIA SAN GIORGIO

FIDUCIARIA SHEARSON LEHMAN BROTHERS

FIDUCIARIA VONWILLER

GEMOFID

GESFID

I.F.B. FIDUCIARIA

segue: Tav. a/IV/1

INTERFID

ITALIA FIDUCIARIA

LA COMPAGNIE FIDUCIAIRE

LA COMPAGNIA FINANZIARIA — SERVIZI FIDUCIARI

LOMBARDFIN FIDUCIARIA

MITOFIN FIDUCIARIA

PASFID

PATRIMONIUM FIDUCIARIA

PRIME FIDUCIARIA

SANPAOLOGEST FIDUCIARIA

SELFID

SERVIZI FIDUCIARI MILANESI

SESAMO

SIFRU

SOGEFI

SVILUPPO FIDUCIARIA

UNIFID

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 1989

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
2.1.1989	1233	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Primemonetario</i> acquistabili per adesione ad un servizio denominato <i>Contoprime</i>
2.1.1989	1234	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Prime Merrill America</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione)
2.1.1989	1235	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Prime Merrill Europa</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione)
2.1.1989	1236	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Prime Merrill Pacifico</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione)
4.1.1989	1237/693-694/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Rolomix</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di accumulazione)
4.1.1989	1238/695-696/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Rologest</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di accumulazione)
13.1.1989	1239/796/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Fiduciaria San Giorgio s.p.a.</i>
13.1.1989	1240	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Investire Internazionale</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione del capitale)
13.1.1989	1241/85-86/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Interbancaria Azionario</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione del capitale)
13.1.1989	1242/87-88/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Investire Obbligazionario</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione del capitale)
13.1.1989	1243/89/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Interbancaria Rendita</i> .

(*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito del prospetto iniziale; 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	
13.1.1989	1244/908-909/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Investire Azionario</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione del capitale)
13.1.1989	1245/910-911/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Investire Bilanciato</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione del capitale)
13.1.1989	1246/675/D(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Cititrust s.p.a.</i>
13.1.1989	1247/1032/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Cititrust s.p.a.</i>
16.1.1989	1248	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Fondinvest 3</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione)
17.1.1989	1249/605/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Fida Fiduciaria s.p.a.</i>
17.1.1989	1250	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Euro - Andromeda</i> (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.)
17.1.1989	1251/103-104/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Euro - Andromeda</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di investimento)
19.1.1989	1252	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>BN Sicurvita</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione)
23.1.1989	1253	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Fiduciaria Gruppo 2000 s.p.a.</i>
23.1.1989	1254	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Cordusio Società Fiduciaria per Azioni</i>
25.1.1989	1255	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>La Compagnie Fiduciaire s.p.a.</i>
26.1.1989	1256	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Unifid Fiduciaria s.p.a.</i>

(*) 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	
26.1.1989	1257/935/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Interfid Internazionale Fiduciaria s.p.a.</i>
30.1.1989	1258	Offerta di n. 241.245 quote di risparmio partecipative della <i>Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto</i> al prezzo di lire 200.000 cd. (v.n. lire 100.000 cd.)
31.1.1989	1259/584/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Euro - Andromeda</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali d'investimento con abbinata polizza di assicurazione sulla vita)
31.1.1989	1260	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Euro- Andromeda</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali d'investimento con abbinata polizza di assicurazione sulla vita mediante conferimento di mandato con rappresentanza alla Saifond s.p.a.)
31.1.1989	1261/890/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Pasfid Gestioni s.p.a.</i>
1.2.1989	1262/201-202/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>BN Rendifondo</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di investimento)
3.2.1989	1263/674/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Salvadanaio Bilanciato</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione)
10.2.1989	1264/330-331/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Eptacapital</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione)
10.2.1989	1265/332-333/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Eptabond</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione)
16.2.1989	1266	Offerta di n. 181.752.000 azioni ordinarie <i>Inveurop - Investimenti Europei s.p.a.</i> al prezzo di lire 50 cd. (v.n. lire 50 cd.)
20.2.1989	1267/583/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Euro-Antares</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di investimento con abbinata polizza di assicurazione sulla vita)
20.2.1989	1268/101-102/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Euro-Antares</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di investimento)

(*) 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	
20.2.1989	1269	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Euro-Antares</i> (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.)
20.2.1989	1270	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Euro-Antares</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di investimento con abbinata polizza di assicurazione sulla vita mediante conferimento di mandato con rappresentanza alla Saifond s.p.a.)
21.2.1989	1271/100/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Euro-Vega</i>
21.2.1989	1272	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Euro-Vega</i> (acquistabili mediante conferimento di mandato con rappresentanza alla San Paolo Invest s.p.a.)
21.2.1989	1273/886/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Fiduciaria Orefici s.p.a.</i>
22.2.1989	1274	Offerta di n. 8.000 azioni <i>Libera Informazione Editrice</i> al prezzo di lire 100.000 cd. (v.n. lire 100.000 cd.)
23.2.1989	1275	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>America</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione sulla vita)
23.2.1989	1276/497/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>America</i>
7.3.1989	1277	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Azimut Bilanciato</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione)
8.3.1989	1278/863/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>I.F.B. Fiduciaria s.p.a.</i>
8.3.1989	1279/864/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>I.F.B. Fiduciaria s.p.a.</i>
9.3.1989	1280	Offerta di n. 6.314.880 azioni ordinarie <i>GAIC</i> al prezzo di lire 8.000 cd. (v.n. lire 4.000 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	
10.3.1989	1281/298-299/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Gestielle M</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulo)
10.3.1989	1282/300-301/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Gestielle B</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulo)
13.3.1989	1283	Offerta di n. 31.492.800 azioni ordinarie e di n. 15.007.200 azioni di risparmio <i>RAS</i> al prezzo di lire 8.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
17.3.1989	1284	Offerta di n. 400.000 azioni privilegiate <i>Fideuram Vita</i> riservata agli agenti della <i>Fideuram</i> ed ai dipendenti della <i>Fideuram Vita</i> , al prezzo di lire 15.000 cd. (v.n. lire 10.000 cd.)
20.3.1989	1285	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Fideur Fiduciaria Europea s.p.a.</i>
20.3.1989	1286	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Eptaprev</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione con abbinata in via facoltativa e a titolo oneroso, polizza di assicurazione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani rateali d'investimento con abbinata copertura assicurativa gratuita e, in via facoltativa e a titolo oneroso, polizza di assicurazione)
21.3.1989	1287	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>In Capital Bond</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi sistematici di accumulazione)
21.3.1989	1288	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>In Capital Equity</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi sistematici di accumulazione)
28.3.1989	1289	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Mitofin Fiduciaria s.p.a.</i>
28.3.1989	1290	Offerta di n. 8.000.000 di azioni ordinarie <i>Teleco Cavi</i> al prezzo di lire 3.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
29.3.1989	1291	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Sesamo s.p.a.</i>
4.4.1989	1292	Offerta di n. 140 azioni ordinarie <i>Conero Golf Club</i> al prezzo di lire 20.000.000 cd. (v.n. lire 20.000.000 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	
10.4.1989	1293	Offerta di n. 150.000.000 di obbligazioni <i>Mediobanca 2% 1989-94 serie speciale Italcementi cum warrant</i> convertibili in azioni ordinarie Italcementi con warrant valido per l'acquisto di azioni di risparmio non convertibili Italcementi (v.n. lire 1.000 cd.)
13.4.1989	1294/792/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Citin s.p.a.</i>
13.4.1989	1295	Offerta di n. 43.050.000 azioni ordinarie <i>Cofide</i> al prezzo di lire 6.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) con facoltà di sottoscrivere in alternativa obbligazioni <i>Mediobanca 8,5% 1989-1994 con warrant Cofide</i> da nominali lire 6.000
19.4.1989	1296	Offerta di n. 16.632.000 azioni ordinarie <i>Ferrovie Torino-Nord s.p.a.</i> al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
20.4.1989	1297	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Co.Fi.Mo. Fiduciaria s.p.a.</i>
20.4.1989	1298/270/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare di diritto lussemburghese <i>Rominvest International Fund</i>
28.4.1989	1299/1013-1014/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Adriatic Global Fund</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione)
28.4.1989	1300/1015-1016/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Adriatic Bond Fund</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulazione)
5.5.1989	1301/165/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare di diritto lussemburghese <i>Fonditalia</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione)
5.5.1989	1302	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare di diritto lussemburghese <i>Fonditalia</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione) con abbinata in via facoltativa polizza di assicurazione mediante conferimento di mandato senza rappresentanza alla <i>Fideuram Fiduciaria s.p.a.</i>
10.5.1989	1303/259/E(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Prime Fiduciaria s.p.a.</i>
11.5.1989	1304	Offerta di n. 45.000.000 di «Buoni» al prezzo di lire 1.000 cd. emessi dalla <i>Spatid</i> e validi per l'acquisto di altrettante azioni ordinarie <i>Pirelli</i> .

(*) 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	
12.5.1989	1305/1046/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Sviluppo Fiduciaria s.p.a.</i>
12.5.1989	1306	Offerta di n. 10.000.000 di azioni ordinarie <i>Finarte</i> al prezzo di lire 3.200 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) e di n. 25.000.000 di azioni di risparmio al prezzo di lire 2.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
12.5.1989	1307	Offerta di n. 5.800.000 azioni ordinarie <i>La Fondiaria Assicurazioni</i> al prezzo di lire 35.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) e di n. 5.800.000 buoni al portatore denominati <i>Buoni azioni ordinarie La Fondiaria 1989-1994</i> con diritto di sottoscrizione di azioni ordinarie <i>La Fondiaria Assicurazioni</i> al prezzo di lire 50.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
15.5.1989	1308/588/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Italia Fiduciaria s.p.a.</i>
16.5.1989	1309/296/E(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Corona Ferrea</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione con abbinata polizza vita)
16.5.1989	1310/297/E(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Corona Ferrea</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione vita)
16.5.1989	1311	Offerta di n. 24.407.075 azioni ordinarie <i>Pirelli & C.</i> al prezzo di lire 6.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
19.5.1989	1312	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Fiduciaria Shearson Lenman Brothers s.p.a.</i>
22.5.1989	1313/281/D(*)	Offerta di azioni della società d'investimento a capitale fisso di diritto lussemburghese <i>Italunion</i>
23.5.1989	1314	Offerta di n. 16.000.000 di azioni ordinarie <i>Costa Crociere</i> di cui n. 12.500.000 riservate al pubblico al prezzo di lire 2.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) e n. 3.500.000 riservate ai dipendenti della Società al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
24.5.1989	1315	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Selfid s.p.a.</i>
26.5.1989	1316	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>CT Rendita</i> (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	
31.5.1989	1317	Offerta di n. 38.000 quote nominative del fondo di partecipazione e n. 2.200.000 quote al portatore del fondo di risparmio della <i>Cassa di Risparmio di Piacenza e Vigevano</i> al prezzo, rispettivamente, di lire 2.150.000 cd. (v.n. lire 1.000.000 cd.) e lire 19.000 cd. (v.n. lire 10.000 cd.)
1.6.1989	1318	Offerta pubblica di acquisto di n. 4.000.000 di azioni ordinarie <i>Credito Bergamasco</i> da parte del Credit Lyonnais al prezzo di lire 52.000 cd. (v.n. lire 5.000)
2.6.1989	1319	Offerta di n. 26.787.200 azioni ordinarie <i>Santavaleria Finanziaria</i> al prezzo di lire 2.375 cd. (v.n. lire 1.000) e di n. 11.384.560 obbligazioni <i>Santavaleria Finanziaria</i> convertibili in azioni ordinarie Santavaleria Finanziaria al prezzo di lire 2.500 cd. (v.n. lire 2.500)
2.6.1989	1320/1158/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>La Compagnia Finanziaria Servizi Fiduciari s.p.a.</i>
5.6.1989	1321/920-921/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Promofond I</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulo)
6.6.1989	1322/95-96/E(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Nordfondo</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione)
6.6.1989	1323/179-180/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Nordcapital</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione)
6.6.1989	1324/1036/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Nordmix</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione)
8.6.1989	1325	Offerta di n. 500.000.000 di azioni ordinarie <i>Banco di Roma</i> al prezzo di lire 1.600 cd. (v.n. lire 1.000) e di n. 150.000.000 obbligazioni <i>Mediobanca</i> convertibili in azioni ordinarie Banco di Roma con warrant su azioni ordinarie Banco di Roma al prezzo di lire 1.600 cd. (v.n. lire 1.600)
8.6.1989	1326	Offerta di n. 5.865.410 azioni ordinarie e di n. 651.710 azioni di risparmio <i>Bonifiche Siete Finanziaria</i> rispettivamente al prezzo di lire 9.000 cd. e lire 3.000 cd. (v.n. lire 500)
9.6.1989	1327	Offerta di massimo n. 100.000 azioni di risparmio <i>Sai</i> detenute in portafoglio dalla Società e riservate ai dirigenti della Società al prezzo minimo di lire 2.100 e massimo di lire 4.000 cd. (v.n. lire 1.000) ed alle controllate <i>Siat</i> e <i>Saiagricola</i> che si impegnano a rivenderle ai propri dipendenti e funzionari

(*) 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	
9.6.1989	1328	Offerta di n. 34.288.794 obbligazioni cum warrant di azioni ordinarie <i>Smi</i> al prezzo di lire 1.400 cd. (v.n. lire 1.400)
14.6.1989	1329	Offerta di n. 94.000.000 di azioni ordinarie <i>Finanziaria Ernesto Breda</i> al prezzo di lire 3.000 cd. (v.n. lire 3.000)
16.6.1989	1330/628/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Euroinvest Fiduciaria s.p.a.</i>
20.6.1989	1331/280/C(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Sifru s.p.a.</i>
20.6.1989	1332/562/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Sifru s.p.a.</i>
20.6.1989	1333	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Fidar s.p.a.</i>
21.6.1989	1334/721/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Sanpaologest Fiduciaria s.p.a.</i>
22.6.1989	1335	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Gemofid s.p.a.</i>
23.6.1989	1336	Offerta di n. 57.000.000 di azioni ordinarie, di n. 28.500.000 azioni privilegiate e di n. 28.500.000 azioni di risparmio <i>Banca Nazionale dell'Agricoltura</i> rispettivamente al prezzo di lire 2.850 cd., lire 1.000 cd. e lire 500 cd. (v.n. lire 500)
23.6.1989	1337/330-331/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Eptocapital</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione)
23.6.1989	1338/332-333/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Eptabond</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione)
30.6.1989	1339	Offerta pubblica di acquisto di n. 327.700 azioni ordinarie e di n. 315.667 obbligazioni convertibili <i>Bieffe</i> al prezzo, rispettivamente, di lire 8.500 cd. e lire 1.700 cd.
30.6.1989	1340	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Akros-Gestioni Fiduciarie s.p.a.</i>
3.7.1989	1341	Offerta di n. 1000 pacchetti inscindibili, ciascuno composto da un certificato di deposito vincolato a 18 mesi del <i>Mediocredito dell'Umbria</i> del v.n. di lire 10.000.000 cd. e da tre buoni di acquisto emessi da Finarte validi per l'acquisto di azioni ordinarie Banca Commerciale, Assicurazioni Generali e Cir, al prezzo di lire 10.350.000 per ciascun pacchetto

(*) 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	
3.7.1989	1342	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Europa</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesioni a piani previdenziali)
4.7.1989	1343	Offerta di massimo n. 2.000.000 di quote di risparmio speciali <i>Banca Nazionale del Lavoro</i> da assegnare ai dipendenti dell'Istituto in pagamento anche parziale dell'indennità di fine rapporto di lavoro, al prezzo di lire 14.900 cd. (v.n. lire 10.000)
6.7.1989	1344	Offerta di n. 7.289.000 azioni ordinarie <i>Bassetti</i> al prezzo di lire 6.000 cd. (v.n. lire 1.000)
6.7.1989	1345	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Euro-Andromeda</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali d'investimento e con abbinata polizza di assicurazione sulla vita) tramite la Saifond s.p.a. in qualità di collocatore-offerente
6.7.1989	1346	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Euro-Andromeda</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesioni a piani pluriennali di investimento e con abbinata polizza di assicurazione sulla vita) tramite la Saifond s.p.a. in qualità di collocatore-offerente
7.7.1989	1347	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Arcobaleno</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di risparmio)
7.7.1989	1348	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Venetorend</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulo con abbinata polizza di assicurazione sulla vita del tipo rendita vitalizia differita)
7.7.1989	1349	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Venetorend</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulo con abbinato pacchetto di garanzie assicurative)
7.7.1989	1350	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Venetorend</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulo con abbinata polizza di assicurazione sulla vita del tipo rendita vitalizia differita e pacchetto di garanzie assicurative)
7.7.1989	1351	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Venetorend</i>

(*) 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	
7.7.1989	1352	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Venetocapital</i>
7.7.1989	1353	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Venetocapital</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesioni a piani di accumulazione con abbinato pacchetto di garanzie assicurative)
13.7.1989	1354	Offerta di n. 4.451.190 azioni ordinarie al prezzo di lire 10.100 cd. (v.n. lire 10.000) e di n. 2.967.460 obbligazioni cum warrant su azioni ordinarie <i>Finanziaria Centro Nord</i> al prezzo di lire 10.000 cd. (v.n. lire 10.000)
13.7.1989	1355/109-364/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Azzurro</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di risparmio)
13.7.1989	1356/365/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Azzurro</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di risparmio con abbinata polizza di assicurazione sulla vita denominata Vitattiva)
13.7.1989	1357/110/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Verde</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di risparmio)
13.7.1989	1358/975-976/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Giallo</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di risparmio)
14.7.1989	1359	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Ariete</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di accumulazione con abbinata polizza assicurativa sulla vita gratuita)
14.7.1989	1360	Offerta di n. 15.000.000 di azioni ordinarie <i>Ratti</i> al prezzo di lire 4.000 cd. (v.n. lire 1.000)
17.7.1989	1361	Offerta di n. 200.000.000 di obbligazioni <i>Mediobanca 10% 1989-94 con warrant La Repubblica</i> al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000) con warrant validi per sottoscrivere n. 4.000.000 di azioni ordinarie Editoriale La Repubblica
18.7.1989	1362	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Genercomit Capital</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione 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	
20.7.1989	1363	Offerta di n. 3.494.400.000 di azioni ordinarie <i>Navigazione Alta Italia</i> al prezzo di lire 5 c.d. (v.n. lire 5)
24.7.1989	1364	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Azzurro</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani pluriennali di risparmio con abbinata polizza di assicurazione sulla vita)
25.7.1989	1365/477-478/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Imi 2000</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani previdenza personali con abbinata polizza di assicurazione sulla vita)
25.7.1989	1366/691/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Imindustria</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani di versamenti integrabili programmati con abbinata polizza di assicurazione sulla vita)
25.7.1989	1367/690/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Imindustria</i>
27.7.1989	1368	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Lombardo</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione gratuita)
1.8.1989	1369/1042/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Sogesfit Blue Chips</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di investimento)
4.8.1989	1370	Offerta di n. 60.625.250 azioni ordinarie <i>Gilardini</i> al prezzo di lire 1.050 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
4.8.1989	1371	Offerta di n. 240 azioni ordinarie <i>Conero Golf Club</i> al prezzo di lire 20.000.000 cd. (v.n. lire 20.000.000 cd.)
7.8.1989	1372	Offerta di n. 9.800.000 azioni ordinarie <i>Miller & Benson</i> al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
7.8.1989	1373/990/B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>FEI - Finanziaria Europea Investimenti s.p.a.</i>
8.8.1989	1374	Offerta di n. 12.000.000 azioni privilegiate <i>Finarte</i> al prezzo di lire 2.500 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	
10.8.1989	1375	Offerta di n. 11.188.426 azioni ordinarie <i>Acquedotto De Ferrari Galliera</i> al prezzo di lire 500 cd. (v.n. lire 2.500 cd.) e di n. 7.531.574 azioni di risparmio al prezzo di lire 500 cd. (v.n. lire 500 cd.)
10.8.1989	1376/1035/A(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Fiduciaria Vonwiller s.p.a.</i>
10.8.1989	1377	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Servizi Fiduciari Milanesi s.p.a.</i>
10.8.1989	1378	Offerta di n. 36.815.493 azioni ordinarie <i>CIR</i> al prezzo di lire 5.090 cd. (v.n. lire 1.000) e di n. 36.815.493 obbligazioni cum warrant per azioni ordinarie e di risparmio <i>CIR</i> al prezzo di lire 6.500 e lire 3.500 cd. (v.n. lire 3.500)
29.8.1989	1379	Offerta di n. 43.838.168 azioni ordinarie <i>Cigahotels</i> al prezzo di lire 2.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
30.8.1989	1380	Offerta di n. 850.000.000 di azioni ordinarie <i>Enimont</i> al prezzo che sarà compreso tra lire 1.250 e 1.550 per azione (v.n. lire 1.000 cd.)
31.8.1989	1381	Offerta di n. 103.820.606 azioni ordinarie <i>Cartiere Sottrici Binda</i> al prezzo di lire 1.400 cd. (v.n. 1.000 cd.)
7.9.1989	1382	Offerta di n. 285.198.695 azioni ordinarie e di risparmio convertibili <i>Magneti Marelli</i> al prezzo di lire 1.050 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
7.9.1989	1383	Offerta di n. 7.200.000 azioni ordinarie, privilegiate e di risparmio <i>Toro Assicurazioni</i> al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
8.9.1989	1384	Offerta di n. 24.445.622 azioni ordinarie <i>Cofide</i> al prezzo di lire 5.050 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) e di n. 48.891.244 obbligazioni <i>Cofide 9,5% 1989-95 cum warrant</i> in azioni di risparmio <i>Cofide</i> al prezzo di lire 2.000 cd. (v.n. lire 2.000 cd.)
8.9.1989	1385	Offerta di n. 45.736.652 azioni ordinarie <i>Ifil</i> al prezzo di lire 5.600 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) e di n. 74.912.218 azioni di risparmio al prezzo di lire 3.300 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
8.9.1989	1386	Offerta di n. 476.280.000 azioni ordinarie <i>Dalmine</i> al prezzo di lire 3.000 cd. (v.n. lire 300 cd.)
13.9.1989	1387	Offerta pubblica di acquisto di massime 3.146.179 azioni ordinarie, n. 214.014 azioni di risparmio e n. 1.278.045 obbligazioni convertibili <i>Società per l'Industria dell'Ossigeno e di altri Gas</i> rispettivamente al prezzo di lire 46.000, 46.000 e 7.333 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	
13.9.1989	1388	Offerta di n. 54.715.476 azioni ordinarie <i>Olivetti</i> al prezzo di lire 8.300 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
13.9.1989	1389	Offerta di n. 54.715.476 azioni ordinarie <i>Olivetti</i> al prezzo di lire 8.300 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
18.9.1989	1390	Offerta di quote del fondo comune d'investimento mobiliare <i>Zetabond</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione)
18.9.1989	1391	Offerta di quote del fondo comune d'investimento mobiliare <i>Zetastock</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione)
18.9.1989	1392	Offerta di quote del fondo comune d'investimento mobiliare <i>Quadrifoglio Bilanciato</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di risparmio mensile)
18.9.1989	1393	Offerta di quote del fondo comune d'investimento mobiliare <i>Quadrifoglio Obbligazionario</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di risparmio mensile)
18.9.1989	1394	Offerta di quote del fondo comune d'investimento mobiliare <i>Quadrifoglio Bilanciato</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani di risparmio mensile con abbinato pacchetto di garanzie assicurative)
18.9.1989	1395	Offerta di quote del fondo comune d'investimento mobiliare <i>Quadrifoglio Obbligazionario</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani di risparmio mensile con abbinato pacchetto di garanzie assicurative)
26.9.1989	1396	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Fidimo s.p.a.</i>
26.9.1989	1397	Notizie integrative al prospetto informativo per il collocamento di n. 850.000.000 di azioni ordinarie <i>Enimont</i> al prezzo di lire 1.420 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
27.9.1989	1398	Offerta di n. 110.349.950 azioni ordinarie <i>De Angeli-Frua</i> al prezzo di lire 2.800 cd. (v.n. lire 2.500 cd.)
29.9.1989	1399	Offerta pubblica di scambio di n. 25.128.778 azioni ordinarie e di n. 20.472.542 azioni di risparmio <i>Eurogest</i> con azioni <i>Sasea Holding</i> nel rapporto di una azione <i>Sasea Holding</i> ogni 400 azioni ordinarie e/o di risparmio <i>Eurogest</i>
3.10.1989	1400	Offerta di n. 2.181.883 azioni ordinarie con warrant <i>Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio</i> al prezzo di lire 30.000 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	
5.10.1989	1401	Offerta di n. 1.700.000 azioni di risparmio <i>Toro Assicurazioni</i> riservata ai dipendenti al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
6.10.1989	1402	Offerta di n. 6.000.000 di azioni ordinarie <i>Mandelli</i> al prezzo ricompreso fra lire 6.500 e lire 7.000 cd. (v.n. lire 1.000) che verrà comunicato a mezzo stampa il giorno antecedente l'inizio dell'offerta
6.10.1989	1403	Offerta di n. 6.887.040 azioni ordinarie <i>Raggio di Sole Finanziaria</i> al prezzo di lire 4.370 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
10.10.1989	1404/288-289/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Rendicredit</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione e con abbinata polizza assicurativa sulla vita gratuita)
10.10.1989	1405/290-291/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Capitalcredit</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione e con abbinata polizza assicurativa sulla vita gratuita)
10.10.1989	1406/329/C(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Capitalcredit</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione con abbinata polizza assicurativa sulla vita)
10.10.1989	1407/1149/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Gesticredit Finanza</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione e con abbinata polizza assicurativa sulla vita gratuita)
10.10.1989	1408/1148/A(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Gesticredit Azionario</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione e con abbinata polizza assicurativa sulla vita gratuita)
11.10.1989	1409	Offerta di n. 24.000.000 di azioni <i>Banca Toscana</i> al prezzo di lire 1.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
11.10.1989	1410	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Patrimonium Fiduciaria s.p.a.</i>
11.10.1989	1411	Offerta di n. 20.000.000 di azioni ordinarie <i>Ansaldo Trasporti</i> al prezzo di lire 4.200 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) e di n. 20.000.000 di obbligazioni <i>IRI 8% 1989-95</i> convertibili in azioni ordinarie <i>Ansaldo Trasporti</i> al prezzo di lire 5.000 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	
11.10.1989	1412	Offerta di n. 14.000.000 di azioni ordinarie <i>Banco di Chiavari e della Riviera Ligure</i> al prezzo di lire 2.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
12.10.1989	1413	Offerta di n. 109.437.096 azioni ordinarie <i>Europa Metalli - LMI</i> al prezzo di lire 1.250 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) cum warrant
13.10.1989	1414	Offerta di n. 5.000.000 di azioni ordinarie <i>Maffei</i> al prezzo di lire 3.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
18.10.1989	1415	Offerta di azioni di categoria A della società d'investimento a capitale variabile a compartimenti multipli di diritto lussemburghese <i>Italfortune International Fund</i> (linea d'investimento in titoli azionari italiani)
18.10.1989	1416	Offerta di azioni di categoria B della società d'investimento a capitale variabile a compartimenti multipli di diritto lussemburghese <i>Italfortune Fund</i> (linea d'investimento in titoli azionari esteri)
18.10.1989	1417	Offerta di azioni di categoria C della società d'investimento a capitale variabile a compartimenti multipli di diritto lussemburghese <i>Italfortune International Fund</i> (linea d'investimento in titoli obbligazionari esteri)
18.10.1989	1418	Offerta di azioni di categoria D della società d'investimento a capitale variabile a compartimenti multipli di diritto lussemburghese <i>Italfortune International Fund</i> (linea d'investimento in titoli obbligazionari in ECU)
18.10.1989	1419	Offerta di quattro differenti categorie di azioni, ricollegantisi ciascuna ad una diversa linea d'investimento, della società di investimento a capitale variabile a compartimenti multipli di diritto lussemburghese <i>Italfortune International Fund</i>
20.10.1989	1420	Offerta abbinata di quote dei fondi comuni d'investimento mobiliare <i>Fideuram Azione e Fideuram Moneta</i> (operazione denominata <i>Sistema Fideuram Mix</i>)
20.10.1989	1421	Offerta di quote del fondo comune d'investimento mobiliare <i>Fideuram Azione</i>
20.10.1989	1422/1076/A(*)	Offerta di quote del fondo comune d'investimento mobiliare <i>Fideuram Moneta</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero mediante adesione al <i>Servizio Moneta Attiva</i>)
23.10.1989	1423/166/C(*)	Offerta di azioni della società d'investimento a capitale fisso di diritto lussemburghese <i>Interfund</i>

(*) 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	
24.10.1989	1424/956-957/A(*)	Offerta di quote del fondo comune d'investimento mobiliare <i>Intermobiliare Fondo</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione)
30.10.1989	1425	Offerta di n. 9.800.000 azioni ordinarie <i>Gestiarte</i> al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
31.10.1989	1426	Offerta di n. 7.776.000 azioni ordinarie <i>Terme Demaniali di Acqui</i> al prezzo di lire 375 cd. (v.n. lire 375 cd.) e di n. 5.184.000 azioni di risparmio al prezzo di lire 375 cd. (v.n. lire 375 cd.)
8.11.1989	1427	Offerta di n. 14.000.000 di azioni ordinarie <i>Premafin Finanziaria</i> al prezzo di lire 17.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) e di n. 10.000.000 di obbligazioni <i>Mediobanca 10% 1989-94 con warrant Premafin Finanziaria s.p.a.</i> al prezzo di lire 20.000 cd. (v.n. lire 20.000 cd.)
10.11.1989	1428/665/B.	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Gesfid s.p.a.</i>
10.11.1989	1429	Offerta di n. 68.000.000 di azioni <i>Mediobanca - Banca di Credito Finanziario</i> al prezzo di lire 10.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
10.11.1989	1430	Offerta di n. 54.813.948 azioni ordinarie <i>Finanziaria Pozzi Ginori</i> al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
10.11.1989	1431	Offerta pubblica di acquisto di tutte le azioni <i>Erbamont NV</i> da parte di <i>Montedison Acquisition n.v.</i> al prezzo di \$ 37 cd. (v.n. \$ 4 cd.)
10.11.1989	1432	Offerta di n. 117.861.477 azioni di risparmio non convertibili <i>Gemina</i> al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 500 cd.)
13.11.1989	1433	Offerta di n. 28.000.000 azioni ordinarie <i>Sogefi</i> al prezzo di lire 2.630 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) e di n. 14.000.000 di obbligazioni <i>Sogefi 9,75% 1989-95 con warrant</i> al prezzo di lire 3.750 cd. (v.n. lire 3.750 cd.)
13.11.1989	1434	Offerta al pubblico di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Fondicri Internazionale</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di investimento pluriennali)
13.11.1989	1435	Offerta al pubblico di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Fondicri Monetario</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione, con facoltà di adesione al «Servizio Liquidità», ovvero con versamenti periodici per adesione a piani di investimento pluriennali)

(*) 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	
14.11.1989	1436	Offerta di n. 6.300.000 di azioni ordinarie e di n. 1.788.173 azioni di risparmio <i>Fiscambi Holding</i> rispettivamente al prezzo di lire 3.500 cd. e lire 2.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
14.11.1989	1437	Offerta di n. 3.519.246 azioni ordinarie e di n. 391.026 azioni di risparmio <i>Bonifiche Siele Finanziaria</i> rispettivamente al prezzo di lire 14.000 cd. e lire 3.800 cd. (v.n. lire 500 cd.)
15.11.1989	1438	Offerta di n. 125.878.760 azioni <i>Broggi Izar</i> al prezzo di lire 125 cd. (v.n. lire 125 cd.)
20.11.1989	1439	Offerta al pubblico di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Gestielle A</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulo)
20.11.1989	1440	Offerta al pubblico di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Gestielle I</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a piani sistematici di accumulo)
23.11.1989	1441	Offerta di n. 2.000 pacchetti inscindibili costituiti ognuno da n. 500 azioni ordinarie, n. 500 azioni privilegiate e n. 625 obbligazioni <i>Terme di Spezzano 1989-96 a tasso variabile</i> al prezzo di lire 1.000 per ciascun titolo, oltre a lire 100 per ogni azione (v.n. lire 1.000 cd.)
28.11.1989	1442	Offerta al pubblico di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Fondicri Monetario</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani di investimento pluriennali con abbinata polizza di assicurazione - operazione denominata «Blue Cover»)
1.12.1989	1443	Offerta di n. 5.280.500 azioni ordinarie <i>Unipol</i> al prezzo di lire 22.800 cd. (v.n. lire 2.000 cd.)
1.12.1989	1444/504-B(*)	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>SOGE.FI. s.p.a.</i>
4.12.1989	1445	Offerta di n. 1.375.000 di azioni ordinarie <i>Finarte</i> al prezzo di lire 2.200 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
6.12.1989	1446	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Lombardfin Fiduciaria s.p.a.</i>
6.12.1989	1447	Offerta di azioni della società di investimento a capitale fisso di diritto lussemburghese <i>International Securities Fund</i>
7.12.1989	1448	Offerta di n. 101.400.000 azioni ordinarie <i>Unipar</i> al prezzo di lire 1.000 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	
12.12.1989	1449	Notizie integrative al prospetto informativo depositato presso l'Archivio-Prospetti della Consob in data 8 novembre 1989 al n. 1427
12.12.1989	1450	Offerta di n. 16.800.000 di azioni ordinarie <i>Isvim</i> al prezzo di lire 7.300 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
13.12.1989	1451	Offerta di n. 735.969 azioni ordinarie <i>Immobiliare Cremona 2200</i> al prezzo di lire 2.620 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
13.12.1989	1452	Offerta di n. 148.177.159 azioni ordinarie <i>Pirelli</i> al prezzo di lire 2.650 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
13.12.1989	1453	Offerta di n. 17.749.521 azioni ordinarie <i>Cartiere Burgo</i> al prezzo di lire 11.500 cd. (v.n. lire 5.000 cd.)
13.12.1989	1454	Notizie integrative al prospetto informativo depositato presso l'Archivio-Prospetti della Consob in data 6 ottobre 1989 al n. 1402
15.12.1989	1455	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Risparmio Italia Corrente</i> con facoltà di adesione al servizio <i>Fondo Corrente</i>
19.12.1989	1456/89/E(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Interbancaria Rendita</i>
19.12.1989	1457	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Interbancaria Rendita</i> con adesione al servizio <i>Contomat</i>
19.12.1989	1458	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Investire Internazionale</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione)
19.12.1989	1459	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Interbancaria Azionario</i> (acquistabili con versamenti periodici per adesione a piani di accumulazione con abbinata polizza di assicurazione)
20.12.1989	1460	Servizio di amministrazione fiduciaria di beni offerto dalla <i>Confida Fiduciaria s.p.a.</i>
22.12.1989	1461/95-96/F(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Nordfondo</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione)
22.12.1989	1462/479-480/D(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Nordcapital</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi di accumulazione)
22.12.1989	1463/1036/B(*)	Offerta di quote di partecipazione al fondo comune d'investimento mobiliare <i>Nordmix</i> (acquistabili con pagamento in unica soluzione ovvero con versamenti periodici per adesione a programmi 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 1989**

Prospetti		Operazioni
Data del deposito	Numero d'ordine	
23.5.1989	1290	Offerta di n. 8.000.000 di azioni ordinarie <i>Teleco Cavi</i> al prezzo di lire 3.500 cd. (v.n. lire 1.000)
23.5.1989	1314	Offerta di n. 16.000.000 di azioni ordinarie <i>Costa Crociere</i> di cui n. 12.500.000 riservate al pubblico al prezzo di lire 2.500 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) e n. 3.500.000 riservate ai dipendenti della Società al prezzo di lire 1.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
6.7.1989	1344	Offerta di n. 7.289.000 azioni ordinarie <i>Bassetti</i> al prezzo di lire 6.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
14.7.1989	1360	Offerta di n. 15.000.000 di azioni ordinarie <i>Ratti</i> al prezzo di lire 4.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.)
30.8.1989	1380	Offerta di n. 850.000.000 di azioni ordinarie <i>Enimont</i> al prezzo che sarà compreso tra lire 1.250 e 1.550 per azione (v.n. lire 1.000 cd.)
6.10.1989	1402	Offerta di n. 6.000.000 di azioni ordinarie <i>Mandelli</i> al prezzo ricompreso fra lire 6.500 e lire 7.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) che verrà comunicato a mezzo stampa il giorno antecedente l'inizio dell'offerta
8.11.1989	1427	Offerta di n. 14.000.000 di azioni ordinarie <i>Premafin Finanziaria</i> al prezzo di lire 17.000 cd. (v.n. lire 1.000 cd.) e di n. 10.000.000 di obbligazioni <i>Mediobanca 10% 1989-94 con warrant Premafin Finanziaria s.p.a.</i> al prezzo di lire 20.000 cd. (v.n. lire 20.000 cd.)

(*) Prospetti informativi aggiornati: le cifre a destra della barra indicano i numeri progressivi di deposito del prospetto iniziale; le lettere (A, B, ecc.) indicano che si tratta di primo, secondo, ecc., aggiornamento.

Tav. a/IV/4

**Operazioni di fusione per incorporazione
deliberate nel 1989 da società quotate**

Società incorporante	Società da incorporare
ACQUA MARCIA S.p.A. (settembre)	SOCIETÀ GENERALE DI FINANZA E DI ASSICURAZIONE — SOGEFIS S.p.A. (100%)
ALLEANZA ASSICURAZIONI (giugno)	IMMOBILIARE CENTRO DIREZIONALE S.r.l. (100%) LENA S.p.A. (100%)
AUSCHEM (ottobre)	ORGANIA TESSILCHIMICA S.p.A. (100%) ARCA LEPITISS (100%)
BANCA COMMERCIALE ITALIANA (aprile)	IDL S.r.l. (100%)
BENI STABILI S.p.A. (dicembre)	IMMOBILIARE VIA DEL POZZETTO S.r.l. (100%)
BERTO LAMET S.p.A. (aprile)	T.E.A. — TECNICA E ARTE S.p.A. (100%)
BUTON S.p.A. (giugno)	BUTON INTERNATIONAL S.p.A. (100%)
CARTIERE BINDA DE MEDICI	CARTIERE ARTURO SOTTRICI (100%)

COGEFAR S.p.A. (giugno)	IMPRESIT S.p.A.
COSTA CROCIERE S.p.A. (dicembre)	BEST SERVICES S.p.A. (100%)
COMAU FINANZIARIA (luglio)	SOFINPAR
FERROVIE NORD MILANO (giugno)	NORD SERVIZI S.p.A. (100%)
FISAC S.p.A. (luglio)	LIMBA S.r.l. (100%)
FORNARA (giugno)	CEAT HOLDING S.p.A. (100%)
GEMINA (ottobre)	FIDIA — FINANZIARIA ITALIANA DI INVESTIMENTI AZIONARI S.r.l.
ITALGAS (giugno)	ALMA GAS S.r.l. (100%)
JOLLY HOTELS (agosto)	HOTEL PLAZA (100%)
LA GAIANA S.p.A. (giugno)	SOCO.I S.r.l. (100%)
LA PREVIDENTE ASSICURAZIONI	IMMOBILIARE SOGEVECO S.r.l. (100%)
NECCHI (aprile)	NECCHI FINANZIARIA S.p.A. (100%)
NUOVO BANCO AMBROSIANO (luglio)	BANCA CATTOLICA DEL VENETO (50,6%)
PARITAL S.r.l. (dicembre)	S.I.O. S.p.A. (78,5%) (*)
SOCIETÁ AZIONARIA PER LA CONDOTTA DI ACQUE POTABILI (maggio)	ACQUEDOTTO OVADESE (100%)
SOGEFI (ottobre)	MOLLIFICIO BRESCIANO S.p.A. (100%)
STANDA (maggio)	CARNI MALLANI (100%)
UNIONE MANIFATTURE (giugno)	GENERALI SISTEMI GESI (100%)
UNIPOL (giugno)	INTERVENTI INDUSTRIALI S.r.l. (46%)
	IMMOBILIARE LA BORGONUOVO S.r.l. (100%)
	UNIFIN IMMOBILIARE S.r.l. (100%)

(*) Dato anteriore all'OPA.

Tav. a/V/1

**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 1989**

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
ACQUA PIA ANTICA MARCIA	1989; 1990; 1991 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
ACQUE POTABILI TORINO	1989; 1990; 1991 (III triennio)	RECONTA TOUCHÉ ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
AME FINANZIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
BANCA AGRICOLA MILANESE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
BANCA MANUSARDI & C.	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
BANCA NAZIONALE DELL'AGRICOLTURA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
BANCA TOSCANA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. s.a.s.
BANCO DI NAPOLI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
BANCO DI CHIAVARI E DELLA RIVIERA LIGURE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
BANCO DI ROMA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR YOUNG s.n.c. di Marcello Di Pio & C. (I)
BANCO DI SARDEGNA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
BANCO LARIANO	1989; 1990; 1991 ...	ARTHUR YOUNG s.n.c. di Marcello Di Pio & C. (I)

BASTOGI	1989; 1990; 1991	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
BENETTON GROUP	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
BONIFICHE SIELE FINANZIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
CALP - CRISTALLERIA ARTISTICA LA PIANA	1989; 1990; 1991 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
CALTAGIRONE (ex VIANINI)	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
CAM FINANZIARIA	1989; 1990; 1991 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
CARTIERE SOTTRICI BINDA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
CEMENTERIA DI AUGUSTA	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
CEMENTERIA DI MERONE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
CEMENTERIA DI SARDEGNA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
CEMENTERIE SICILIANE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
CENTENARI E ZINELLI	1989; 1990; 1991 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
CIR - COMPAGNIE INDUSTRIALI RIUNITE	1990; 1991; 1992 (IV triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.

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
CREDITO COMMERCIALE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. s.a.s.
CREDITO ITALIANO	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
DANIELI - OFFICINE MECCANICHE DANIELI & C.	1989-90; 1990-91; 1991-92 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
DATACONSYST	1989; 1990; 1991 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
DEL FAVERO - ING. LINO E ITO DEL FAVERO IMP. COSTRUZIONI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
EDITORIALE L'ESPRESSO	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
ENIMONT (a)	1989; 1990; 1991	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co. / COOPERS & LY-BRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
ERIDANIA ZUCCHERIFICI NAZIONALI	1990; 1991; 1992 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
EUROGEST	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
EUROMOBILIARE	1990; 1991; 1992 (IV triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. s.a.s.
FIMPAR	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
FINARTE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
FINREX	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
FORNARA SOCIETÀ FINANZIARIA DI PARTECIPAZIONE	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
GAIC	1989-90; 1990-91; 1991-92 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.

GEMINA - GENERALE MOBILIARE INTERESSENZE AZIONARIE	1989-90; 1990-91; 1991-92 (IV triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
GEROLIMICH	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
GIM - GENERALE INDUSTRIE METALLURGICHE	1989; 1990; 1991 (III triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
GRASSETTO	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
GRUPPO EDITORIALE FABBRI BOMPIANI SONZOGNO ETAS	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
INTERBANCA - BANCA PER FINANZIAMENTI A MEDIO E LUNGO TERMINE	1990; 1991; 1992 (IV triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langolo Rondelli & C.
ISVIM - ISTITUTO PER LO SVILUPPO IMMOBILIARE E MOBILIARE	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
ITALFONDIARIO - ISTITUTO ITALIANO DI CREDITO FONDARIO	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
ITALGAS - SOCIETÀ ITALIANA PER IL GAS	1989; 1990; 1991 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
ITALMOBILIARE	1989-90; 1990-91; 1991-92 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langolo Rondelli & C.
LATINA - COMPAGNIA LATINA DI ASSICURAZIONI	1989; 1990; 1991 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langolo Rondelli & C.
LINFICIO E CANAPIFICIO NAZIONALE	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
MAFFEI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
MANDELLI (a)	1989; 1990; 1991	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langolo Rondelli & C.

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
MANIFATTURA ROTONDI	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
MERLONI ELETTRODOMESTICI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
MITTEL	1988-89; 1989-90; 1990-91 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
MONTEDISON	1989; 1990; 1991 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
MONTEFIBRE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
NAI - NAVIGAZIONE ALTA ITALIA	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
NUOVO PIGNONE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
OLIVETTI - ING. C. OLIVETTI & C.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
PACCHETTI	1989; 1990; 1991 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
PARAMATTI - COMPAGNIA PARAMATTI FINANZIARIA	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
PARTECIPAZIONI FINANZIARIE E INDUSTRIALI	1989; 1990; 1991 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
PERLIER	1990-91; 1991-92; 1992-93 (IV triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. s.a.s.
PININFARINA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
PIRELLI & C. ACCOMANDITA PER AZIONI	1990; 1991; 1992 (IV triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
PIRELLI	1990; 1991; 1992 (IV triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
POLIGRAFICI EDITORIALE	1989; 1990; 1991 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.

PREMAFIN FINANZIARIA (a)	1989; 1990; 1991	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
RAGGIO DI SOLE FINANZIARIA	1988-89; 1989-90; 1990-91 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
REINA	1989; 1990; 1991 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langelo Rondelli & C.
RODRIQUEZ	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR YOUNG s.n.c. di Marcello Di Pio & Co. (I)
SAES GETTERS	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
SAFILO - SOC. AZ. FABBRICA ITALIANA LAVORAZIONE OCCHIALI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
SALAG - INDUSTRIA ARTICOLI GOMMA	1989; 1990; 1991 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
SCHIAPPARELLI	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
SCOTTI FINANZIARIA	1988-89; 1989-90; 1990-91 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
SERONO - ISTITUTO FARMACOLOGICO SERONO	1989; 1990; 1991 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langelo Rondelli & C.
SETEMER	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
SNIA BPD	1989; 1990; 1991 (III triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
SNIA FIBRE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
SNIA TECNOPOLIMERI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
SOGEFI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langelo Rondelli & C.

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
STANDA	1989; 1990; 1991 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
TECNOST	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
TERME DEMANIALI DI ACQUI	1990; 1991; 1992 (IV triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
TRENNO	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
TRIPCOVICH & CI.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	RECONTA TOUCHÉ ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
VETR. I. - VETRENERIE ITALIANE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
VIANINI INDUSTRIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
VIANINI LAVORI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
ZIGNAGO - INDUSTRIE ZIGNAGO S.	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
ZUCCHI - VINCENZO ZUCCHI	1990; 1991; 1992 (IV triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.

Note:

(1) Ragione sociale al 31.12.1989 diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.

(a) Incarico approvato dalla Commissione nella fase di sollecitazione del pubblico risparmio: la società successivamente è stata ammessa alla quotazione ufficiale.

**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 1989**

Tax. a/V/2

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
A.G.I. AGENZIA GIORNALISTICA ITALIA S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	CONSULAUDIT s.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
ANSA - AGENZIA NAZIONALE STAMPA ASSOCIATA SOCIETÀ a r.l.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
AVVENIRE NUOVA EDITORIALE ITALIANA S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
CASA EDITRICE UNIVERSO S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	HODGSON LANDAU BRANDS s.a.s. di Dott. Rosario L. Calogero e C.
CONTI EDITORE S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	HODGSON LANDAU BRANDS s.a.s. di Dott. Rosario L. Calogero e C.
COOPERATIVA IRENE s.r.l.	1988; 1989; 1990	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
CORRIERE DELLO SPORT s.r.l.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
DOMENICO SANFILIPPO EDITORE	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
EDLME EDIZIONI MERIDIONALI S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
EDISALENTO s.r.l.	1989; 1990; 1991 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
EDISUD S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.

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
EDITORIALE BRESCIANA S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	SE.R.C.A. Studio e Revisioni Contabili e Aziendali s.n.c. di Brondi Dr. Carlo e Dr. Giovanni
EDITORIALE IL TELEGRAFO	1988; 1989; 1990	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
EDITORIALE IL TIRRENO s.r.l.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
EDITORIALE LA NUOVA SARDEGNA	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
EDITORIALE LA REPUBBLICA S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
EDITORIALE LE GAZZETTE S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
EDITORIALE QUOTIDIANI VENETI DI G. MONDADORI E ASSOCIATI S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
EDITRICE IL SOLE 24 ORE S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR YOUNG s.n.c. di Marcello Di Pio & C. (I)
EDIZIONI NUOVA EUROPA	1988; 1989; 1990	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
FINEDIT 2000 FINANZIARIA EDITORIALE S.p.A.	1989; 1990; 1991 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
IL GIORNALE DI CALABRIA	1988; 1989; 1990	BOMPANI AUDIT di Bruno Dei & C. Società in accomandita semplice
IL GIORNALE DI SICILIA - EDITORIALE POLIGRAFICA S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ORGA REVISIONI s.a.s. di Andrea Trevese e C.
INDUSTRIE GRAFICHE CINO DEL DUCA S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langelo Rondelli & C.
INVESTITOR	1990; 1991; 1992 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Langelo Rondelli & C.
L'UNITÀ S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	RIA - Società Nazionale di Certificazione in Accomandita Semplice di Giulio Scala & C. (I)

1989; 1990; 1991 (III triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
1989; 1990; 1991 (III triennio)	OTE. ORGANIZZAZIONE TIPOGRAFICA EDITORIALE	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
1989; 1990; 1991 (III triennio)	RADIOCOR TELERATE S.p.A.	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
1989; 1990; 1991 (III triennio)	RCS EDITORIALE QUOTIDIANI S.p.A.	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
1989; 1990; 1991 (II triennio)	RCS RIZZOLI PERIODICI	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
1989; 1990; 1991 (III triennio)	RUSCONI EDITORE	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice
1989; 1990; 1991 (II triennio)	S.E.C.I. - SOCIETÀ EDITORIALE CENTRO ITALIA S.p.A.	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
1989; 1990; 1991 (II triennio)	SECOLO D'ITALIA DI GIORGIO ALMIRANTE	ORGA REVISIONI s.a.s. di Andrea Trevese e C.
1989; 1990; 1991 (III triennio)	S.E.G.E.A.	ARTHUR YOUNG s.n.c. di Marcello Di Pio & C. (I)
1989; 1990; 1991 (III triennio)	SEGISA - SOCIETÀ EDITRICE IL GIORNO S.p.A.	CONSULAUDIT s.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
1989; 1990; 1991 (II triennio)	SEME S.p.A.	ARTHUR YOUNG s.n.c. di Marcello Di Pio & C. (I)
1988; 1989; 1990	SESAB SOCIETÀ EDITRICE SS. ALESSANDRO AMBROGIO BASSIANO	MOORE, STEPHENS & Co. REVISORI CONTABILI di Giancarlo Rossi & C.
1989; 1990; 1991 (II triennio)	SEV - SOCIETÀ EDITORIALE VAREINA S.p.A.	ARTHUR YOUNG s.n.c. di Marcello Di Pio & C. (I)
1989; 1990; 1991 (III triennio)	SOCIETÀ EDIZIONI E PUBBLICAZIONI S.E.P. S.p.A.	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co

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
SOCIETÀ ATHESIS S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	CONSULAUDIT s.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
SOCIETÀ EDITORIALE ADRIATICA - S.E.A. S.p.A.	1988; 1989; 1990	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
SOCIETÀ EUROPEA DI EDIZIONI S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
SOCIETÀ FINANZIARIA ED EDITORIALE SAN MARCO S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. s.a.s.
SOCIETÀ ITALIANA QUOTIDIANI S.p.A.	1989; 1990; 1991 (II triennio)	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice
SOCIETÀ SAN PAOLO GRUPPO PERIODICI s.r.l. (2)	1989; 1990; 1991 (III triennio)	MOORE, STEPHENS & Co. REVISORI CONTABILI di Giancarlo Rossi & C.
SOCIETÀ VENETA EDITRICE S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice
TELESETTE S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	HODGSON LANDAU BRANDS s.a.s. di Dott. Rosario L. Calogero e C.
TUTTOSPORT - SOCIETÀ EDITRICE SPORTIVA S.p.A.	1989; 1990; 1991 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.

Note:

- (1) Ragione/denominazione sociale al 31.12.1989 diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.
 (2) Incarico revocato con delibera Consob n. 4380 del 6.12.1989; successivamente la Società ha provveduto a conferire l'incarico di revisione e certificazione per il triennio 1989-1991 ad altra società di revisione.

Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti a seguito di assoggettamento alle disposizioni del d.P.R. 31.3.1975, n. 136 a termini dell'art. 1/18 quater della legge 7.6.1974, n. 216 approvati dalla Consob nel 1989

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
AMBRO ITALIA - CONSULENTI FINANZIARI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Iangelo Rondelli & C.
AMBROFID GESTIONI FIDUCIARIE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Iangelo Rondelli & C.
BANCA PICCOLO CREDITO VALTELLINESE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
BANCA POPOLARE DELL'ETRURIA E DEL LAZIO	1989; 1990; 1991	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
BANCA POPOLARE DI MILANO	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
CASSA DI RISPARMIO IN BOLOGNA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
CASSA DI RISPARMIO DI PIACENZA E VIGEVANO	1989; 1990; 1991	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
CASSA DI RISPARMIO DI PISTOIA E PESCIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
CENTROBANCA BANCA CENTRALE DI CREDITO POPOLARE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
CITITRUST - ISTITUTO FIDUCIARIO	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
CO.MOI - COMPAGNIA MOBILIARE INVESTIMENTI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Iangelo Rondelli & C.
COFID - COMPAGNIA FINANZIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ORGA REVISIONI s.a.s. di Andrea Trevese e C.
COFINDI FIDUCIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. s.a.s.

segue: Tav. a/IV/3

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
COMINVEST GESTIONI	1990; 1991; 1992 (III triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
COMPAGNIA FINANZIARIA MOBILIARE CONSULENTI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ITALAUDIT Sp.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione
COMPAGNIA FINANZIARIA MOBILIARE FIDUCIARIA	1988; 1989; 1990	ITALAUDIT Sp.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione
CONSULT - COMPAGNIA INTERNAZIONALE DI CONSULENZA FINANZIARIA	1989; 1990; 1991	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
CREDIOP - CONSORZIO DI CREDITO PER LE OPERE PUBBLICHE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
DB COM COMMISSIONARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
DIFFUSIONE FINANZIARIA	1989; 1990; 1991	S.E.R.C.A. Studio e Revisioni Contabili e Aziendali s.n.c. di Brondi Dr. Carlo e Dr. Giovanni
DOMINION SERVIZI FINANZIARI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
EUROCONSULT	1988; 1989; 1990	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
EUROINVEST FIDUCIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ORGA REVISIONI s.a.s. di Andrea Trevese e C.
FEI FINANZIARIA EUROPEA INVESTIMENTI	1988; 1989; 1990	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice
FIDA FIDUCIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
FIDA SERVIZI FINANZIARI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
FIDBROKERS	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
FIDELTA - FIDUCIARIA PER L'INVESTIMENTO	1989; 1990; 1991 (II triennio)	CONSULAUDIT s.a.s. di Dott. A. Arietti e C.

FINANZIARIA	1989-90; 1990-91; 1991-92 (II triennio)	CONSULAUDIT s.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
FIDEURAM FIDUCIARIA	1989; 1990; 1991	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
FIDEURAM VITA - COMPAGNIA DI ASSICURAZIONE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
FIDUCIARIA INDOSUEZ	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
FIDUCIARIA SHEARSON LEHMAN BROTHERS	1988; 1989; 1990	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
FIGEROMA FIDUCIARIA E DI GESTIONE ROMA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR YOUNG s.n.c. di Marcello Di Pio & C. (I)
FIMEDIT FIDUCIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
FINANZIARIA ICCRI BRUXELLES	1988-89; 1989-90; 1990-91	RECONTA TOUCHÉ ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
FININVEST COMMISSIONARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
FINPROGETTI - FINANZIARIA PRIVATA DI PARTECIPAZIONI	1988; 1989; 1990	ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & C. s.a.s.
G.I. PROFIDI - SOCIETÀ DI DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI FINANZIARI	1989; 1990; 1991	ARTHUR YOUNG s.n.c. di Marcello Di Pio & C. (I)
GEMOFID - SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONI AMMINISTRATIVE	1988; 1989; 1990	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
GESFID SOCIETÀ FIDUCIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ORCA REVISIONI s.a.s. di Andrea Trevese e C.
GESTI ARTE	1989; 1990; 1991	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C.

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
IFIGEST FIDUCIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
IMMOBILIARE CREMONA 2200	1989; 1990; 1991	ITALAUDIT S.p.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione
IN CAPITAL FIDUCIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
INIZIATIVA 1	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
INNOFINANCE	1988-89; 1989-90; 1990-91	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
INTERFIDUCIARIA - SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE (a)	1989; 1990; 1991 (II triennio)	CONSULAUDIT s.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
ITALSWISS - COMPAGNIA FINANZIARIA ITALO SVIZZERA	1989-90; 1990-91; 1991-92	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
L.I.E. LIBERA INFORMAZIONE EDITRICE	1989; 1990; 1991	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
LIGRON	1989; 1990; 1991 (II triennio)	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
LOMBARDFIN FIDUCIARIA	1989; 1990; 1991	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
MILLER & BENSON	1988-89; 1989-90; 1990-91	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
NAZIONALE FIDUCIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rongello & C.
PATRIMONIUM FINANZIARIA	1989; 1990; 1991	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
PHENIXFUND DISTRIBUZIONE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
S.T.G. - ATESSINA FIDUCIARIA E DI REVISIONE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.
SAVE CONSULENZA FINANZIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	RECONTA TOUCHE ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s.

SECURITY - SOCIETÁ FIDUCIARIA E DI REVISIONE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co.
SESAMO SERVIZI FIDUCIARI D'IMPRESA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
SFA DISTRIBUZIONE	1988; 1989; 1990	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.
SIFIR - SOCIETÁ IMMOBILIARE FINANZIARIA ROMANA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice
SIFRU SOCIETÁ FIDUCIARIA E DI REVISIONI AMMINISTRATIVE	1989; 1990; 1991 (II triennio)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michele Rondelli & C.
SIGE FIDUCIARIA - FIDUCIARIA PER INVESTIMENTI MOBILIARI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
TERME DI SPEZZANO	1989; 1990; 1991	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
THESAURUM FINANZIARIA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	S.E.R.C.A. Studio e Revisioni Contabili e Aziendali s.n.c. di Brondi Dr. Carlo e Dr. Giovanni
UNINTESA	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.
VIDEOTIME	1989; 1990; 1991 (II triennio)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.

Note:

- (1) Ragione sociale al 31.12.1989, diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.
(a) Società non più assoggettata al d.P.R. 31.3.1975, a partire dall'esercizio che chiuderà al 31.12.1989.

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 1989

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
CASSA DI RISPARMIO DI RIETI (a) COMPAGNIA FIDUCIARIA ITALIANA FIDUCIARIA ICCRI BRUXELLES LAMBERT FIN-ECO HOLDING (a) FIN-ECO LEASING (a) GENERALE FINANZIARIA INVESTIMENTI IFIM - ISTITUTO FINANZIARIO MERIDIONALE MEDIOGEST FIDUCIARIA PARIN FIDUCIARIA PROCAPITAL SOCIETÀ FIDUCIARIA (a) SABAUDIA FIDUCIARIA	1989; 1990; 1991 1989; 1990; 1991 1988-89; 1989-90; 1990-91 1989; 1990; 1991 1989; 1990; 1991 1989; 1990; 1991 1989; 1990; 1991 1988; 1989; 1990 1989; 1990; 1991 1989; 1990; 1991 1990; 1991; 1992	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C. PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co. RECONTA TOUCHÉ ROSS di Bruno Gimpel & C. s.a.s. ITALAUDIT Sp.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione ITALAUDIT Sp.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s. ARTHUR YOUNG s.n.c. di Marcello Di Pio & C. (l) ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s. ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s. ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s. KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.

(*) Vedi comunicazione n. 87/07150 del 29.4.1987.

(a) In conformità alla comunicazione n. 87/07150 del 29.4.1987 detto incarico deve intendersi come conferito a titolo volontario.

(l) Ragione sociale al 31.12.1989 diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.

Tax. 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 nel 1989

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
GABETTI HOLDING S.p.A.	1989; 1990; 1991	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.

(*) Vedi comunicazione n. 87/07150 del 29.4.1987.

Tav. a/V/5

Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti (ai sensi del d.P.R. 31.3.1975, n. 136 e della legge n. 298 del 19.6.1986) approvati dalla Consob nel 1989

Società conferente l'incarico	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
MONTE TITOLI	1989; 1990; 1991 (II triennio)	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini e C.

Tav. a/V/6

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 1989

Delibera		Soggetto	Operazione	Società di revisione incaricata	Data di riferimento
Numero	Data				
3851	10.1.89	PROMEDIL s.r.l.	Certificati emessi in relazione al contratto di associazione in partecipazione con la FONDAL-FINANZIARIA DALERAMO s.r.l. che regola l'operazione denominata «Residence Horizzonti».	ITALAUDIT Sp.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione	31.12.88
3995	30.3.89	GRUPPO FINANZIARIO Sp.A.	Emissione di titoli denominati «Buoni di deposito» nominativi a rendimento fisso predeterminato	RIA - Società Nazionale di Certificazione in Accomandita Semplice di Giulio Scala & C. (a)	31.12.88 31.12.89 31.12.90
4060	17.5.89	ISTITUTO POPOLARE DEL SALENTO Sp.A.	Emissione di titoli denominati «Buoni fruttiferi d'investimento» nominativi a rendimento fisso predeterminato	HODGSON LANDAU BRANDS s.a.s. di Dott. Rosario L. Calogero e C.	31.12.88 31.12.89 31.12.90
4363	22.11.89	FINANZIARIA TERFIN Sp.A.	Emissione di titoli denominati «Buoni di deposito» nominativi a rendimento fisso predeterminato	SALA SCELSEI FARINA - Binder Dijker Otte & Co. Società di Revisione di Paolo Scelsi, Giorgio Farina & C. s.a.s.	31.12.89 31.12.90 31.12.91
4424	19.12.89	AGOS Sp.A.	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune di diritto lussemburghese di investimento mobiliare denominato «Itafortune International Fund S.I.C.A.V.»	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Latini & Co	31.12.89

(a) Ragione sociale attuale diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.

Tab. a/V/7

Albo Speciale delle società di revisione al 31.12.1989

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	Sede legale al 31.12.1989: Milano
2	688	26.4.1980	ARTHUR YOUNG & COMPANY, con sede in Londra, per la stabile organizzazione italiana in Roma	Ragione sociale al 31.12.1989: Arthur Young S.n.c. di Marcello Di Pio & C. con sede 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	3850 (1572) (1482) (690)	10.9.1989 (8.11.1984) (23.5.1984) (26.4.1980)	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C., con sede in Milano	
9	2176 (691)	20.5.1986 (26.4.1980)	ERNST & WHINNEY di Mario Verdiero & C. S.a.s., con sede in Milano	

10	1534 (1155) (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 (17.4.1983) (5.7.1983) (7.5.1980)	ORGA REVISIONI S.a.s. di Andrea Trevese e C., con sede in Milano
15	4204 (3677) (699)	29.8.1989 (27.9.1988) (26.4.1980)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di G. Angiolini 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, Marco 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 SCELSI 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	SOFRESA - 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 31.12.1989: RIA - Società Nazionale di Certificazione in Accomandita Semplice di Giulio Scala & C., con sede in Milano

Nota:

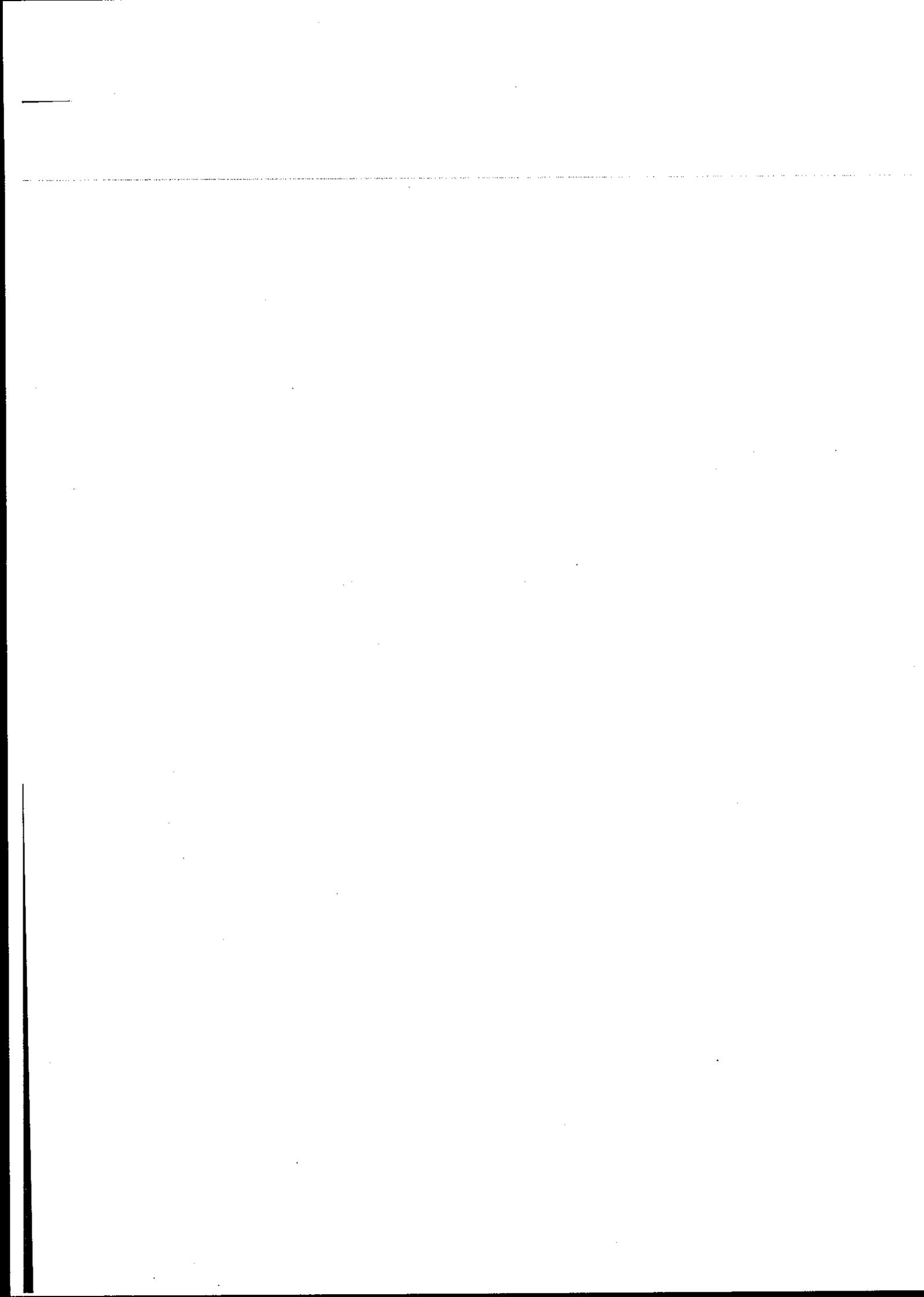
(*) In parentesi sono indicati gli estremi delle delibere concernenti l'originaria iscrizione all'Albo Speciale con diversa ragione/denominazione sociale e/o sede nonché le successive variazioni.

Tav. a/V/8

Prospetto riepilogativo degli esiti degli esami di idoneità relativi alle sessioni annuali dal 1983 al 1989

Anno	Domande pervenute n.	Candidati ammessi alle prove scritte	Candidati presenti alla prima prova	Candidati presenti alla seconda prova	Candidati ammessi alle prove orali	Candidati dichiarati idonei
1983	101	61	28	28	8	4
1984	256	231	85	80	10	6
1985	52	49	19	18	7	4
1986	65	61	26	25	10	2
1987	94	86	31	27	5	5
1988	99	95	52	46	6	5
1989	128	112	49	44	6	3

INDICE



SOMMARIO	Pag.	3
LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO DELLA COMMISSIONE	»	5
<i>Premessa</i>	»	7
1. L'internazionalizzazione dei mercati e la cooperazione tra le Autorità di vigilanza	»	10
2. L'attuazione delle direttive comunitarie	»	15
3. La riforma legislativa del mercato italiano dei valori mobiliari	»	18
4. Il dibattito concernente le SIM e l'organizzazione dei mercati mobiliari	»	24
5. L'attività normativa della Consob	»	30
6. La quotazione in Italia dei titoli esteri	»	36
7. L'amministrazione di titoli da parte delle commissionarie ammesse in bor- sa - La legge 23 novembre 1939 n. 1966 e la riserva di attività a favore delle fiduciarie	»	40
8. La riforma del mercato ristretto	»	43
9. L'offerta pubblica di acquisto e la regolamentazione del mercato del con- trollo societario	»	49
10. La creazione di un mercato dei futures finanziari	»	53
11. Aspetti di disciplina del settore della revisione e certificazione	»	56
 I MERCATI AZIONARI INTERNAZIONALI E IL QUADRO MACROECONOMICO DEL 1989	»	59
1. I principali mercati azionari internazionali	»	61
2. Il quadro macroeconomico e l'attività finanziaria	»	100
3. Il mercato azionario e gli investitori istituzionali	»	110
4. Alcune considerazioni sull'istituzionalizzazione dei mercati mobiliari ..	»	113

L'ATTIVITÀ SVOLTA NELL'ANNO 1989	pag.	121
Capitolo I: <u>Borse valori e mercati ristretti</u>	»	123
1. Borse valori	»	123
1.1 Quadro generale	»	123
1.2 Il «mini-crack» di ottobre	»	127
1.3 Andamento delle quotazioni	»	130
1.4 Volume degli scambi	»	134
1.5 Mercato dei premi	»	135
1.6 Riporti e anticipazioni	»	136
1.7 Attività di controllo del mercato	»	137
2. Mercati ristretti	»	139
2.1 Quadro generale	»	139
2.2 Andamento delle quotazioni	»	140
2.3 Scambi azionari	»	141
Capitolo II: <u>Sviluppo e controllo del mercato</u>	»	143
1. Provvedimenti di rilievo adottati nell'anno	»	143
1.1 Regolamento di ammissione alla quotazione	»	143
1.2 Disposizioni in materia di sospensione e revoca dei titoli dalla quotazione di borsa	»	144
1.3 Disposizioni in merito all'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale relativamente all'istituzione di separate linee di quotazione e alla quotazione di titoli diversi da quelli già iscritti nei listini ufficiali	»	145
2. Ammissione alla quotazione	»	145
2.1 Nuove società ammesse in borsa o al mercato ristretto	»	145
2.2 Altre ammissioni	»	145
2.3 Ammissioni di diritto alla quotazione	»	148

3. Interventi sulla quotazione dei titoli	pag.	148
3.1 Provvedimenti di sospensione e di ripristino della quotazione ...	»	148
3.2 Provvedimenti di revoca della quotazione	»	149
4. I lavori per la realizzazione del sistema telematico di borsa	»	150
5. Disciplina della Monte Titoli S.p.A.	»	151
6. Linee di intervento in tema di disciplina della liquidazione dei contratti di borsa	»	153
7. Società commissionarie di borsa	»	156
7.1 Applicazione del nuovo Regolamento di ammissione negli antirecinti alle grida	»	156
7.1.1 Gestione dei flussi informativi	»	156
7.1.2 Attività istruttorie relative all'adeguamento dei requisiti ..	»	160
7.1.3 Modifica del Regolamento e disposizioni di attuazione ...	»	162
7.2 Altre attività istruttorie	»	163
8. Rilevazione delle operazioni di riporto e anticipazione	»	164
9. Attività relativa al funzionamento e al controllo delle borse valori	»	165
Capitolo III: <u>La riforma della borsa</u>	»	168
1. Il disegno di legge n. 953	»	169
2. Le questioni ancora aperte	»	171
Capitolo IV: <u>Informativa societaria</u>	»	175
1. Informativa concernente le società con i titoli ammessi alla quotazione in borsa	»	175
1.1 Riunioni dell'assemblea ordinaria	»	175

	pag.	
1.2 Bilancio consolidato di gruppo	177	
1.3 Relazione semestrale	» 179	
1.4 Riunioni dell'assemblea straordinaria	» 180	
1.4.1 Aumenti di capitale sociale	» 180	
1.4.2 Operazioni di fusione	» 181	
1.4.3 Riduzione del capitale sociale	» 182	
1.4.4 Emissione di prestiti obbligazionari convertibili e ordinari	» 182	
1.5 Operazioni finalizzate all'ammissione alla quotazione in borsa e alla negoziazione al mercato ristretto	» 182	
1.6 I comunicati stampa	» 184	
2. Sollecitazione del pubblico risparmio	» 185	
2.1 Disposizioni di carattere generali concernenti la redazione dei pro- spetti informativi ed i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica	» 185	
2.2 Sollecitazione del pubblico risparmio effettuata mediante attività, an- che di carattere promozionale, svolta in luogo diverso da quello adi- bita a sede legale o amministrativa principale, dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamen- to	» 189	
2.3 Offerta pubblica di quote di fondi comuni di investimento mobiliare	» 191	
2.3.1 Prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di quote di fondi comuni di investimento mobiliare di diritto italiano	» 191	
2.3.2 Prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di quo- te/azioni di fondi comuni di investimento mobiliare di diritto estero	» 192	
2.3.3 Direttiva CEE n. 85/611 del 20.12.1985	» 193	
2.3.4 Dati statistici	» 193	
2.4 Offerta pubblica di servizi di amministrazione fiduciaria di patrimoni	» 194	

2.5 Offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione di azioni, di obbligazioni, anche convertibili e di titoli rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti l'attività bancaria	pag.	196
2.6 Offerta pubblica di acquisto e di scambio	»	196
2.7 Attività di vigilanza sui soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	»	197
 Capitolo V: <u>Attività delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale</u>	»	200
1. Principali provvedimenti adottati e linee direttrici in materia di controllo contabile e certificazione dei bilanci	»	200
1.1 Comunicazioni di carattere generale	»	202
2. Incarichi di revisione e certificazione	»	204
3. Designazione di società di revisione ai sensi della legge n. 649 del 1984	»	204
4. Esame di idoneità ex art. 13 del d.P.R. n. 136 del 1975	»	204
5. Albo speciale delle società di revisione	»	205
6. Pareri di congruità emessi ai sensi dell'art. 7 del d.P.R. n. 136 del 1975	»	206
7. Vigilanza sull'attività delle società iscritte nell'Albo speciale	»	207
 Capitolo VI: <u>Attività ispettiva</u>	»	211
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	»	211
2. L'attività ispettiva nei confronti degli intermediari in titoli quotati	»	213
3. L'attività ispettiva nei confronti delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale	»	216

Capitolo VII: <u>Rapporti alla Magistratura - Contenzioso</u>	pag.	218
1. Inoltro di rapporti all'Autorità Giudiziaria	»	218
2. Contenzioso	»	219
Capitolo VIII: <u>Attività internazionale</u>	»	221
1. La cooperazione nell'ambito della Comunità Economica Europea	»	222
1.1 Direttive e proposte di direttive attinenti ai mercati di borsa e ai valori mobiliari	»	222
1.1.1 Direttiva del Consiglio n. 89/592/CEE del 13 novembre 1989 sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni riservate (insider trading)	»	222
1.1.2 Direttiva del Consiglio n. 89/298/CEE del 17 aprile 1989 per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari	»	224
1.1.3 Posizione comune del Consiglio CEE sulla proposta di direttiva che modifica la direttiva n. 80/390/CEE per quanto concerne il reciproco riconoscimento del prospetto di ammissione alla quotazione ufficiale di una borsa valori	»	225
1.1.4 Proposta di direttiva sui servizi di investimento in valori mobiliari	»	226
1.1.5 Schema di proposta di direttiva in materia di requisiti di capitale per le imprese di investimento	»	229
1.2 Direttive e proposte di direttiva e di regolamento in materia di diritto delle società	»	231

1.2.1	IX direttiva del Consiglio CEE n. 89/666/CEE del 21 dicembre 1989 relativa alla pubblicità delle succursali create in uno Stato membro da alcuni tipi di società soggette al diritto di un altro Stato membro	pag.	231
1.2.2	XII direttiva del Consiglio CEE n. 89/667/CEE relativa alle società a responsabilità limitata con un unico socio	»	231
1.2.3	Proposta di XIII direttiva del Consiglio CEE sulle offerte pubbliche di acquisto o scambio	»	232
1.2.4	Proposta modificata di V direttiva del Consiglio CEE concernente la struttura della società per azioni nonché i poteri e gli obblighi dei suoi organi	»	234
1.2.5	Proposta di regolamento relativo allo Statuto della Società europea e proposta di direttiva complementare concernente la partecipazione dei lavoratori alla Società europea	»	235
1.3	Regolamento del Consiglio n. 4064/89 del 21 dicembre 1989 relativo al controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese	»	237
2.	OICV	»	238
2.1	XIV Conferenza annuale - Venezia	»	238
2.2	Comitato tecnico - Gruppi di lavoro	»	240
3.	OCSE	»	241
3.1	Partecipazione all'attività dell'OCSE	»	241
3.1.1	Comitato mercati finanziari	»	241
3.1.2	Comitato per l'investimento e le imprese multinazionali ..	»	242
3.1.3	Gruppo misto C.M.I.T. - C.M.F.	»	242
4.	Accordi di cooperazione	»	243
4.1	Gruppo di Wilton Park	»	243
4.2	Comunicato congiunto Consob-SEC del 20.9.1989	»	243
4.3	Convenzione del Consiglio d'Europa sulle operazioni finanziarie di persone in possesso di informazioni privilegiate	»	244

	pag.	
Capitolo IX: <u>Personale - Gestione finanziaria - Sistema informativo</u>	245	
1. Informativa afferente il personale	» 245	
2. La gestione finanziaria	» 247	
3. Il sistema informativo	» 248	
3.1 Evoluzione dell'hardware	» 249	
3.2 Evoluzione del software	» 249	
3.3 Attività commesse alla diffusione dell'informatica	» 250	
3.4 Le procedure elettroniche	» 250	
ALLEGATI (tavole e grafici)	» 253	
— Elaborazione Consob su indice MIB corrente anni 1986, 1987, 1988 e 1989		
- Graf. 1	» 255	
— Variazioni indici azionari anni solari 1985, 1986, 1987, 1988, 1989 - Tav.		
a/I/1	» 256	
— Andamento comparato borse - Graf. 2	» 257	
— Andamento comparato borse europee - Graf. 3	» 258	
— Andamento borse - Variazioni giornaliere - Graf. 4	» 259	
— Andamento borse europee - Variazioni giornaliere - Graff. 5 e 6	» 260	
— Fondi comuni di investimento italiani - Raccolta lorda - Tav. a/I/2 ...	» 262	
— Composizione del patrimonio netto dei fondi comuni di investimento		
(1988-1989) - Tav. a/I/3	» 263	
— Andamento del rapporto price/earning nei principali mercati - Tav. a/I/4	» 264	
— Andamento indice MIB anno 1989 - Graf. 7	» 265	
— Indice sviluppo-risparmio - Indice MIB - Graf. 8	» 266	
— Azioni di risparmio con performance migliore delle rispettive azioni ordi-		
narie - Tav. a/I/5	» 267	
— Classificazione delle azioni di risparmio non convertibili in base allo sco-		
stamento delle quotazioni rispetto alle azioni ordinarie - Tav. a/I/6 ...	» 268	
— Scambi azionari complessivi nel 1989 presso tutte le borse - Tav. a/I/7	» 269	
— Scambi azionari complessivi nel 1989 alla borsa valori di Bologna - Tav.		
a/I/7a	» 270	

— Scambi azionari complessivi nel 1989 alla borsa valori di Firenze Tav. a/I/7b	pag.	271
— Scambi azionari complessivi nel 1989 alla borsa valori di Genova Tav. a/I/7c	»	272
— Scambi azionari complessivi nel 1989 alla borsa valori di Milano Tav. a/I/7d	»	273
— Scambi azionari complessivi nel 1989 alla borsa valori di Napoli Tav. a/I/7e	»	274
— Scambi azionari complessivi nel 1989 alla borsa valori di Palermo Tav. a/I/7f	»	275
— Scambi azionari complessivi nel 1989 alla borsa valori di Roma Tav. a/I/7g	»	276
— Scambi azionari complessivi nel 1989 alla borsa valori di Torino Tav. a/I/7h	»	277
— Scambi azionari complessivi nel 1989 alla borsa valori di Trieste Tav. a/I/7i	»	278
— Scambi azionari complessivi nel 1989 alla borsa valori di Venezia Tav. a/I/7l	»	279
— Controvalore scambiato: media giornaliera 1989 - Tav. a/I/8	»	280
— Contratti a premio alla borsa valori di Milano - Tav. a/I/9	»	281
— Riporti su titoli azionari quotati (anni 1980-1989) - Tav. a/I/10	»	282
— Riporti su titoli azionari quotati (anno 1989) - Tav. a/I/11	»	283
— Titoli azionari quotati costituiti in garanzia (anni 1980-1989) - Tav. a/I/12	»	284
— Titoli azionari quotati costituiti in garanzia (anno 1989) - Tav. a/I/13	»	285
— Indice IMR/MIB - mercato ristretto Milano - Graf. 9	»	286
— Indice IMR - Indice comparto bancario - Indice mercato ristretto - Graf. 10	»	287
— Operazioni sul capitale deliberate nel 1989 da società con azioni quotate in borsa (sintesi) - Tav. a/I/14	»	288
— Operazioni sul capitale deliberate nel 1989 da società con azioni quotate in borsa - Tav. a/I/14a	»	289
— Operazioni sul capitale deliberate da società con azioni quotate in borsa (sin- tesi 1984-1989) - Tav. a/I/14b	»	300

— Operazioni sul capitale eseguite nel 1989 da società con azioni quotate in borsa (sintesi) - Tav. a/I/15	pag.	301
— Operazioni sul capitale eseguite nel 1989 da società con azioni quotate in borsa - Tav. a/I/15a	»	302
— Operazioni sul capitale eseguite da società con azioni quotate in borsa (sin- tesi 1984-1989) - Tav. a/I/15b	»	308
— Emissioni di azioni di risparmio deliberate nel 1989 da società quotate in borsa - Tav. a/I/16	»	309
— Emissioni di azioni di risparmio deliberate da società quotate in borsa Tav. a/I/16a	»	311
— Emissioni di obbligazioni deliberate nel 1989 da società quotate in borsa - Tav. a/I/17	»	312
— Scambi azionari nei mercati ristretti (anni 1988-1989) - Tav. a/I/18 ...	»	314
— Volume complessivo degli affari trattati presso i mercati ristretti nell'anno 1989 - Tav. a/I/18a	»	315
— Volume complessivo degli affari trattati presso il mercato ristretto di Milano nell'anno 1989 - Tav. a/I/18b	»	316
— Volume complessivo degli affari trattati presso il mercato ristretto di Roma nell'anno 1989 - Tav. a/I/18c	»	317
— Volume complessivo degli affari trattati presso il mercato ristretto di Torino nell'anno 1989 - Tav. a/I/18d	»	318
— Volume complessivo degli affari trattati presso il mercato ristretto di Genova nell'anno 1989 - Tav. a/I/18e	»	319
— Volume complessivo degli affari trattati presso il mercato ristretto di Firenze nell'anno 1989 - Tav. a/I/18f	»	320
— Volume complessivo degli affari trattati presso il mercato ristretto di Napoli nell'anno 1989 - Tav. a/I/18g	»	321
— Titoli per controvalore trattato nei sei mercati ristretti (anno 1989) Tav. a/I/18h	»	322
— Mercato ristretto: scambi azionari - controvalore medio per seduta - Tav. a/I/19	»	324

— Mercati ristretti di Roma e Torino - Tav. a/I/20	pag.	326
— Mercati ristretti di Genova, Firenze e Napoli - Tav. a/I/21	»	327
— Società fiduciarie che hanno depositato nel 1989 - Tav. a/IV/1	»	328
— 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 1989 - Tav. a/IV/2	»	330
— 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 1989 - Tav. a/IV/3	»	349
— Operazioni di fusione per incorporazione deliberate nel 1989 da società quotate - Tav. a/IV/4	»	350
— 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 1989 - Tav. a/V/1	»	352
— 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 1989 - Tav. a/V/2	»	359
— Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti a seguito di assoggettamento alle disposizioni del d.P.R. n. 136 del 31.3.1975 a termini dell'art. 1/18-quater della legge n. 216 del 7.6.1974 approvati dalla Consob nell'anno 1989 - Tav. a/V/3	»	363
— Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti (ai sensi del d.P.R. n. 136 del 31.3.1975 in applicazione dell'art. 1/18-quater della legge n. 216 del 7.6.1974) da parte di società ed enti che intendono procedere ad operazioni di sollecitazioni del pubblico risparmio ed approvati dalla Consob nell'anno 1989 - Tav. a/V/3a	»	368
— 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 1989 - Tav. a/V/4	»	369

— Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti (ai sensi del d.P.R. 31.3.1975, n. 136 e della legge n. 298 del 19.6.1986) approvati dalla Consob nell'anno 1989 - Tav. a/V/5	pag.	370
— 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 1989 Tav. a/V/6	»	371
— Albo Speciale delle società di revisione al 31.12.1989 - Tav. a/V/7	»	372
— Prospetto riepilogativo degli esiti degli esami di idoneità relativi alle sessioni annuali dal 1983 al 1989 - Tav. a/V/8	»	374